



UNIVERSIDAD DE BURGOS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

TRABAJO DE FIN DE GRADO

Características del CEO y política de tesorería
en las empresas del mercado continuo español

Autor/a: Diego Castañeda Pérez

Tutor/a: María Elena Romero y Marcos Santamaria Mariscal

Grado en Finanzas y Contabilidad

Curso Académico: 2023-2024

Burgos, mayo de 2024

INDICE

| | |
|---|----|
| RESUMEN | 1 |
| ABSTRACT | 1 |
| 1. INTRODUCCION | 2 |
| 2. TEORIAS Y FACTORES DETERMINANTES PARA LA TESORERIA DE LA EMPRESA | 4 |
| 2.1. Teorías utilizadas para explicar la tesorería de las empresas | 4 |
| 2.1.1. Teoría del “trade-off” | 4 |
| 2.1.2. Teoría del “Pecking order” | 5 |
| 2.1.3. Teoría del “Free cash Flow” o flujo de caja libre | 5 |
| 2.2. Determinantes de la tesorería | 6 |
| 2.2.1. Tamaño | 6 |
| 2.2.2. Endeudamiento | 7 |
| 2.2.3. Oportunidades de crecimiento | 7 |
| 2.2.4. Liquidez | 8 |
| 2.2.5. Rentabilidad | 8 |
| 3. CARACTERISTICAS PERSONALES DEL CEO Y POLITICAS CORPORATIVAS DE TESORERIA | 9 |
| 3.1. Edad del CEO | 9 |
| 3.2. Género del CEO | 10 |
| 3.3. Educación del CEO | 11 |
| 4. MUESTRA, MODELO Y METODOLOGIA | 13 |
| 4.1. Muestra | 13 |
| 4.2. Modelo | 15 |
| 4.3. Metodología | 17 |
| 5. ANALISIS DESCRIPTIVO | 18 |
| 6. ANALISIS EXPLICATIVO | 22 |
| 7. CONCLUSIONES | 25 |
| 8. BLIBIOGRAFIA | 29 |
| 9. ANEXO DE SOSTENIBILIZACION CURRICULAR..... | 33 |

RESUMEN

El objetivo del siguiente trabajo busca analizar la influencia que tienen las características personales del CEO sobre la tesorería que mantienen las empresas. En este estudio basado en una muestra de 85 empresas (excluyendo las del sector financiero), a partir de los datos del año 2022. Los resultados indicaron que los CEOs con formación universitaria en economía tienen una influencia negativa y significativa en las tenencias de efectivo de sus empresas. Además, se ha identificado una relación positiva y significativa entre las tenencias de efectivo y variables financieras como endeudamiento, capital circulante y rentabilidad de las empresas analizadas. Este estudio sugiere que la formación académica específica del CEO, en este caso en economía, puede ser un determinante importante de las políticas de tesorería empresarial.

ABSTRACT

The aim of the following paper is to analyse the influence of the CEO's personal characteristics on the cash held by companies. In this study based on a sample of 85 companies (excluding those in the financial sector), using data from the year 2022. The results indicated that CEOs with a university education in economics have a negative and significant influence on their companies' cash holdings. In addition, a positive and significant relationship was identified between cash holdings and financial variables such as indebtedness, working capital and profitability of the analysed companies. This study suggests that the specific academic background of the CEO, in this case in economics, may be an important determinant of corporate cash policies.

1. INTRODUCCION

La gestión eficaz de la tesorería es un aspecto crucial de la administración financiera empresarial, que impacta directamente en la estabilidad, la rentabilidad y la capacidad de crecimiento de las organizaciones. El estudio de la cantidad de tesorería que las empresas deciden mantener ha sido un tema de gran interés tanto en el ámbito académico como profesional.

La tesorería se refiere a la administración de los activos líquidos de una empresa, incluyendo el efectivo disponible y las inversiones de corto plazo. Mantener una cantidad adecuada de tesorería es esencial para cubrir las obligaciones financieras diarias, tales como el pago de proveedores, nóminas y otros gastos operativos. Además, una gestión eficiente de la tesorería permite a las empresas aprovechar oportunidades de inversión, responder a emergencias financieras y mantener la liquidez necesaria para sostener sus operaciones.

La cantidad de efectivo que una empresa decide mantener está influenciada por una serie de factores internos y externos. Entre ellos se incluyen las políticas financieras y de riesgo de la empresa, el ciclo operativo, las condiciones económicas y financieras del mercado, así como las características personales y decisiones estratégicas del equipo directivo, especialmente del CEO o director ejecutivo.

Dicha cantidad que las empresas mantienen en tesorería y las variables que la afectan es una gran incógnita, autores como Brealey et al., (2015), se preguntan cuál es el valor de la liquidez. Nos hemos centrado en este tema debido a la escasez de respuestas claras y exhaustivas que expliquen este aspecto. A pesar de su importancia, la comprensión detallada de los factores que determinan la cantidad de tesorería que las empresas deciden mantener ha sido limitada, lo que subraya la necesidad crítica de una investigación más profunda y sistemática en este campo. Este estudio puede contribuir a la literatura académica y empresarial, proporcionando evidencia empírica sobre la relación entre las características del CEO y las prácticas de gestión de efectivo. Los hallazgos podrían ayudar a académicos, profesionales financieros y líderes empresariales que buscan comprender mejor los factores que influyen en las políticas financieras corporativas.

El papel del director ejecutivo (CEO) en una empresa es fundamental. El CEO, como la máxima autoridad ejecutiva, desempeña múltiples funciones que abarcan, desde establecer la visión y la dirección estratégica, hasta la toma de decisiones clave y la gestión efectiva de recursos. Son numerosos los estudios que, debido a esto, han relacionado las características personales del CEO con algún aspecto clave de la empresa (Ahmed y Kumar, 2023; Beber y Fabbri, 2012; Harymawan et al., 2020; Kumala et al., 2024; Lin et al., 2011).

El objetivo de este trabajo consiste en investigar cómo afectan las características personales del CEO a la cantidad de efectivo que mantiene la empresa. Nuestras hipótesis relacionadas con el CEO irán enfocadas a la edad, el género y la educación en términos de especialización, nivel, etc...

Antes de revisar la literatura que hace referencia a las características personales del CEO, hemos examinado la literatura tradicional sobre las teorías y determinantes de la tesorería de las empresas tratando de reflejar aquellas que mejor expliquen las decisiones sobre la cantidad de efectivo de las empresas. Hablamos de la teoría del trade-off, pecking order y free cash flow, adentrándonos también en los determinantes como el tamaño, el endeudamiento, oportunidades de crecimiento, liquidez y rentabilidad. Esta investigación nos ayudó a entender mejor por qué las empresas eligen mantener ciertas cantidades de efectivo y cuáles son los factores que influyen en esas decisiones.

Para el contraste de nuestras hipótesis utilizamos las empresas del mercado continuo. Los datos financieros sobre los que se realizara el análisis corresponden al ejercicio económico de 2022. Al iniciar nuestro análisis partimos de una muestra de 108 empresas, a la cual ya le habían sido eliminadas las empresas del sector financiero. Tras la eliminación de ciertas empresas por falta de datos o por resultados atípicos, las observaciones finales sobre las cuales se ha llevado a cabo el estudio han sido 85. Los resultados obtenidos con influencia significativa en el estudio determinan que los CEOs que han llevado a cabo carreras universitarias relacionadas con la economía influyen de manera negativa sobre las tenencias de efectivo. Esto quiere decir que, si el CEO ha estudiado una carrera de economía, su empresa mantendrá menores niveles de tesorería, por lo que tiene relación con la literatura que hemos revisado y va en línea con la hipótesis planteada, es decir la educación influye en la decisión de tenencia de efectivo. Respecto al resto de variables que hemos utilizado para medir la educación del CEO como, género, edad, ingeniería, ciencias, pública y MBA, no hemos obtenido evidencia significativa sobre la variable dependiente objeto de estudio. Y respecto a los determinantes, hemos encontrado que el endeudamiento y el capital circulante se relacionan positiva y significativamente con las tenencias de efectivo. También hemos obtenido una relación positiva con la variable rentabilidad.

Finalizamos con la estructura que seguirá nuestro trabajo: Tras elaborar la introducción, nos adentraremos en la literatura, iniciando por aquellas teorías y determinantes tradicionales de las tenencias de efectivo. A continuación, expondremos aquellos estudios relacionados con cada una de las variables escogidas para representar las características del CEO y que nos han ayudado a formalizar nuestras hipótesis. Tras finalizar con la parte teórica, procederemos con la parte empírica del trabajo. Llevaremos a cabo un análisis descriptivo y explicativo de las variables. Finalizaremos nuestro TFG con el apartado de conclusiones.

2. TEORIAS Y FACTORES DETERMINANTES PARA LA TESORERIA DE LA EMPRESA

A lo largo de la historia, las empresas han mantenido una porción significativa de sus activos en forma de efectivo o equivalentes de efectivo para afrontar diversas necesidades operativas y financieras. Este fenómeno ha sido objeto de estudio y análisis desde diferentes perspectivas teóricas y prácticas. En este contexto, este estudio busca explorar los factores y teorías que influyen en la decisión de las empresas de mantener efectivo en su tesorería, el objetivo es ver la relación que hay entre las características personales del CEO y la cantidad de efectivo.

Son bastantes las teorías que hacen referencia al “cash holding”, pero en los siguientes párrafos vamos a centrarnos en aquellas con una mayor importancia o peso dentro de los estudios que se han realizado, en concreto, vamos a desarrollar en los siguientes puntos los principales argumentos de las teorías del “trade off”, “free cash flow” y “pecking order”. Además de estas teorías, explicaremos posteriormente una serie de factores que diversos autores han identificado como influyentes sobre la tesorería de la empresa.

2.1. Teorías utilizadas para explicar la tesorería de las empresas

2.1.1. Teoría del “trade-off”

Son distintos los autores que tratan de abordar este tema, pero podemos destacar Miller y Orr (1966), desarrollaron un modelo que ayudó a las empresas a determinar cuánto efectivo mantener en su tesorería, para así, minimizar los costes totales asociados con la gestión de efectivo. Este modelo, mostró que las empresas enfrentan un trade-off entre los costes de mantener efectivo, como el coste de oportunidad de no invertir ese efectivo, y los costes de falta de liquidez, como los costes de financiación adicionales cuando no tienen suficiente efectivo para cumplir con sus obligaciones.

Otro de los autores que proporcionó una visión diferente y herramientas prácticas para abordar este tema es Baumol (1952), que describe cómo las empresas equilibran el coste de mantener efectivo, como los costes de almacenamiento y seguridad, con el coste de oportunidad de no invertir ese efectivo en otras oportunidades de inversión. Su modelo mostró que las empresas deben determinar un equilibrio entre mantener demasiado efectivo, lo que resulta en costes de mantenimiento innecesarios, y mantener muy poco efectivo, lo que aumenta el riesgo de necesidad de efectivo.

También podemos destacar los propuesto por el autor Beranek (1963), el cual desarrolló un modelo de programación lineal para ayudar a las empresas a determinar cuánto efectivo mantener en su tesorería. Mostró, que las empresas deben considerar una variedad de factores, como los flujos de efectivo esperados, los costes de financiación y los costes de mantener efectivo, al tomar decisiones sobre su política de efectivo. Con su investigación proporcionó una herramienta analítica de optimización clave en el uso empresarial.

2.1.2. Teoría del “Pecking order”

La teoría del “pecking order”, se basa en que las empresas tienden a seguir una jerarquía a la hora de dar preferencia en su búsqueda de financiación. Son muchos los autores que se adentran en el estudio de esta teoría.

Comenzaremos con uno de los estudios más importantes, donde se argumentó que las empresas prefieren financiar sus inversiones utilizando primero fuentes internas de financiación, como el efectivo generado internamente, antes de recurrir a fuentes externas, como la deuda o la emisión de acciones. Sostiene que las empresas tienen una preferencia inherente por utilizar fuentes internas de financiación debido a la asimetría de información y los costes de emisión asociados con la financiación externa (Myers, 1984).

Esta teoría se relaciona con la planteada por Myers y Majluf (1984), se centran en cómo esta asimetría de información afecta a las decisiones de emisión de valores y financiación externa. Ambas teorías abordan el mismo tema, pero Myers habla más genéricamente de la influencia de la asimetría sobre la estructura de capital.

También se examinó cómo las empresas determinan su capacidad de endeudamiento y cómo esta capacidad influye en sus decisiones de financiación. Las empresas tienden a utilizar fuentes internas de financiación, como los beneficios retenidos, antes de recurrir a fuentes externas, como la deuda o la emisión de acciones (Donaldson, 1961).

Huang y Ritter (2009) argumentan que las empresas optan por financiación externa cuando las tasas de interés son bajas, prefiriendo acciones cuando el coste del capital es relativamente bajo y deuda cuando el coste del capital se percibe como alto. Este comportamiento refleja los esfuerzos de las empresas para sincronizar su financiación con las condiciones del mercado de valores, emitiendo acciones en momentos de menor coste de capital y recurriendo a deuda cuando este coste es más elevado.

2.1.3. Teoría del “Free cash Flow” o flujo de caja libre

Se entiende como flujo de caja libre “el flujo de caja que excede al necesario para financiar todos los proyectos que tienen valores actuales netos positivos cuando se descuentan al coste de capital correspondiente” (Jensen, 1986, p.323).

Una de las teorías más importante que abordan este tema, argumenta, que el exceso de Free Cash Flow puede generar problemas de agencia entre los accionistas y la administración de una empresa. Cuando una empresa acumula grandes cantidades de efectivo no comprometido, los directivos pueden tener incentivos para utilizar este exceso de efectivo para perseguir sus propios intereses en lugar de

maximizar el valor para los accionistas. Por lo tanto, podemos hablar de que la dirección toma decisiones ineficientes. Para mitigar esta situación, se propone devolver el exceso de efectivo a los accionistas a través de dividendos especiales o recompras de acciones. Esto reduciría la cantidad de efectivo disponible para la administración, limitando así su capacidad para tomar decisiones que no maximicen el valor para los accionistas (Jensen, 1986).

Otros estudios han tratado esto y han investigado cómo este factor influye en el rendimiento de las acciones y en la valoración de las empresas. Han examinado cómo el nivel de FCF de una empresa puede afectar su rendimiento en el mercado de valores y han explorado si las empresas con mayores tenencias de efectivo tienden a tener un mejor rendimiento a largo plazo. Sus investigaciones han arrojado algunas conclusiones importantes sobre la relación entre el FCF y el rendimiento de las acciones. Por ejemplo, han encontrado que las empresas con mayores niveles de FCF tienden a tener un rendimiento superior en el mercado de valores. Esto puede deberse a que el FCF es un indicador de la salud financiera y la capacidad de generación de efectivo de una empresa, lo que puede ser percibido positivamente por los inversores (Fama y French, 1993).

2.2. Determinantes de la tesorería

A partir de estas teorías y de otras, como los costes transacción y las asimetrías de información, se han identificado una serie de factores o determinantes relacionados con la tesorería de las empresas.

2.2.1. Tamaño

Si relacionamos la cantidad de efectivo con el tamaño de la empresa, se ha demostrado que las empresas más grandes pueden tener unas mayores necesidades de efectivo debido a su complejidad operativa y la exposición de este tipo de empresas a los riesgos financieros (Myers, 1984). Estudio que relaciona de manera positiva el tamaño con la cantidad de efectivo.

Otros estudios han sacado como conclusiones que las empresas más grandes tienden a enfrentarse a desafíos y oportunidades únicas en términos de gestión del efectivo debido a su complejidad operativa, capacidad de financiación interna y perfil de riesgo y oportunidades. Lo que supone que a priori, este tipo de empresas tienden a mantener mayores niveles de efectivo sobre todo debido a las NOF (necesidades operativas de fondos) (Opler y Titman, 1994).

En contraposición, otros autores plantean que la relación es inversa. Así, Miller y Orr (1966) establecen que las compañías de gran tamaño se benefician de las eficiencias que provienen de su escala, y el efectivo se destina a la expansión. Además, a medida que una empresa crece, es más probable que esté diversificada, lo que contribuye a una mayor estabilidad en sus flujos de efectivo y a una menor acumulación de efectivo, ya que es menos probable que enfrenten dificultades financieras significativas

(Rajan y Zingales, 1996). En contraste, las empresas más pequeñas tienden a acumular más reservas de efectivo debido a las dificultades para acceder a fuentes de financiación externas, que suelen ser más costosas para este tipo de empresas.

2.2.2. Endeudamiento

Se considera que la deuda es una opción financiera fundamental después de las reservas de efectivo, y se plantea que podrían actuar como fuentes de financiación alternativas. Según su análisis, basado en la teoría del trade-off, se observa una dualidad en la percepción de la relación entre la deuda y las tenencias de efectivo. Por un lado, se sugiere una relación positiva, argumentando que el apalancamiento aumenta el riesgo financiero y la posibilidad de quiebra, por lo que las empresas acumularían tesorería para evitar esa vulnerabilidad financiera y porque están obligadas a seguir planes de amortización estrictos. Por otro lado, se sugiere una relación negativa, indicando que un alto nivel de endeudamiento puede señalar una buena relación con los acreedores, lo que posiblemente reduciría los costes de financiación y los llevaría a la necesidad de retener menos efectivo (Ferreira y Vilela, 2004).

2.2.3. Oportunidades de crecimiento

Se espera que exista una relación positiva entre el conjunto de oportunidades de crecimiento y la tenencia de efectivo. Resulta evidente la importancia de mantener un mayor nivel de efectivo a medida que una empresa experimenta un crecimiento significativo. Este aumento en la cantidad de efectivo necesario se debe a diversos factores, entre ellos, la posibilidad de aprovechar las economías de escala que surgen con el crecimiento empresarial. Además, conforme una empresa expande sus operaciones y aumenta su tamaño, se incrementan también las oportunidades de realizar inversiones rentables. Según Bates et al. (2009) y Ferreira y Vilela (2004), en situaciones donde una empresa cuenta con numerosas oportunidades de inversión, es crucial disponer de suficiente efectivo como medida de precaución. Esto se debe a que tener liquidez adecuada permite a la empresa evitar el riesgo de perder oportunidades valiosas debido a limitaciones financieras, como señalan Anjum y Malik (2013). En resumen, el crecimiento empresarial conlleva a la necesidad de mantener reservas financieras suficientes para respaldar las oportunidades de inversión y garantizar la capacidad de la empresa para aprovechar su potencial de crecimiento de manera óptima.

Además, cuando una empresa se encuentra en una posición ventajosa con numerosas oportunidades de inversión, es esencial contar con suficiente efectivo disponible. De esta manera, la empresa puede priorizar la realización de inversiones sin depender de fuentes externas de financiación, que suelen ser costosas (Ferreira y Vilela, 2004). De hecho, como indica Opler et al. (1999), cuanto más crece una empresa, mayores serán las asimetrías de información que se crean y también será más complicado

obtener financiación externa debido al aumento de los costes en la misma. En resumen, tener más efectivo a disposición permite a la empresa aprovechar al máximo sus oportunidades de crecimiento sin incurrir en gastos adicionales por financiación externa.

En contraposición de estos argumentos algunos autores (ej. Ferreira y Vilela, 2004), determinan que existe una relación negativa entre las oportunidades de crecimiento de una empresa y la cantidad de efectivo que mantiene porque, viéndolo en sentido contrario, en empresas con pocas oportunidades de crecimiento, los directivos probablemente mantendrán mayores reservas de efectivo para poder financiar proyectos que no sean excesivamente rentables. Sin embargo, este enfoque puede resultar problemático, ya que esos proyectos pueden generar retornos negativos (VAN negativo), lo que a su vez puede reducir el valor para los accionistas.

2.2.4. *Liquidez*

Son cuentas que pueden tratarse como liquidez y si fuera necesario utilizadas para pagar pasivos corrientes. La liquidez de los activos también puede afectar sobre los niveles de tesorería óptima de la empresa. Diversos estudios, como los de Bates et al. (2009), Ferreira & Vilela (2004) y Opler et al. (1999), sugieren una relación negativa entre estos activos y el efectivo disponible. En otras palabras, cuando las empresas mantienen altos niveles de activos líquidos, suelen tener menos efectivo y viceversa.

Esta relación inversa entre activos líquidos y efectivo se alinea con la teoría del trade-off, que postula que las empresas deben encontrar un equilibrio entre mantener suficiente efectivo y activos líquidos para cubrir sus pasivos corrientes. Según esta teoría, las empresas tienden a optar por mantener altos niveles de efectivo o activos líquidos, pero raramente ambos al mismo tiempo.

En el estudio de Teruel y Solano (2003) estos obtuvieron evidencia empírica la cual determinaba que los activos más líquidos se puedan convertir en efectivo con rapidez, se pueden considerar como sustitutivos de la tesorería. Otro análisis empírico que apoya esta conclusión es el de López (2017).

2.2.5. *Rentabilidad*

La teoría del *pecking order* establece que, a mayor rentabilidad, mayor capacidad de distribuir dividendos a sus accionistas, cumplir con sus obligaciones de deuda y, además, acumular reservas de efectivo. Por el contrario, si la rentabilidad es menor, se verán obligadas a financiarse mediante deuda o la emisión de capital (Aftab et al., 2018). En relación con esto, Dittmar et al. (2003) sugiere que las empresas con flujos de caja más bajos tienden a retirar efectivo y financiar sus inversiones mediante deuda, evitando emitir acciones debido a sus costos asociados.

3. CARACTERISTICAS PERSONALES DEL CEO Y POLITICAS CORPORATIVAS DE TESORERIA

Además de todos estos factores y determinantes que han sido desarrollados anteriormente, los estudios han evolucionado para incluir otras dimensiones importantes en las decisiones de mantenimiento de efectivo, tales como las características personales del CEO.

Las decisiones que toma el CEO están relacionadas con factores cognitivos o características propias de la personalidad de la persona. Estas características tienen un impacto directo sobre los resultados, las decisiones que se toman y el desempeño de la empresa (Hambrick y Mason, 1984).

A pesar de que las características del CEO que pueden afectar a las tenencias de efectivo son muy amplias, hay autores como Winarta et al (2018) determinan como principales: la edad, el género y la educación.

3.1. Edad del CEO

Atendiendo a la literatura previa, los directivos de mayor edad tienden a ser más conservadores y tienen una mayor preferencia por la seguridad financiera y la estabilidad. Lo que nos lleva a relacionarlo de una manera directa y positiva con la cantidad de efectivo que se mantiene. Como resultado, estas empresas dirigidas por directivos más experimentados tienden a acumular más efectivo a modo de precaución y para hacer frente a posibles crisis o dificultades financieras (Hambrick y Mason, 1984). Suponemos con estos estudios, que los niveles de efectivo serán más altos si lo comparamos con el efectivo cuando el director ejecutivo es más joven. Esta expectativa se corrobora con el estudio de Bertrand y Schoar (2003), quienes encontraron evidencia sobre la relación positiva entre la edad del CEO y la tesorería que poseía la empresa.

También hay que tener en cuenta las perspectivas temporales, ya que un CEO de mayor edad, tendrá unas expectativas temporales de trabajo inferiores a un CEO de menor edad. Este horizonte profesional es sumamente importante, ya que los patrones estratégicos que van a seguir son muy diferentes. Un CEO de una edad avanzada va a ser más reacio a llevar a cabo inversiones en el largo plazo, debido a que estas restan fondos a la rentabilidad actual y solo generan beneficios en el largo plazo. Por ello, su interés en las inversiones a largo plazo será menor y mantendrán un objetivo más marcado en el corto plazo (Baker y Wurgler, 2002; McClelland y O'Brien, 2011). Podemos concluir que los directores ejecutivos de mayor edad estarán menos preocupados por el coste de oportunidad del efectivo y mantendrán unos mayores niveles de tesorería.

Además, se postula que un CEO con 20 años más de edad está aproximadamente un 30% menos motivado para emprender una adquisición (Yim, 2013). Por otro lado, Bertrand y Schoar (2003) indican que los directores ejecutivos de mayor edad tienden a ser más conservadores, ya que prefieren una vida

más tranquila y suelen ser menos agresivos en general. Esto supone que la empresa va a rechazar ideas de inversión que supondrían una salida de tesorería. El no llevarlas a cabo, nos hace entender que, mantendrán más altos los niveles de tesorería de la empresa.

Teniendo en cuenta otras teorías, podemos apreciar que los directores ejecutivos que poseen una edad más avanzada tienen un menor interés en la financiación ajena y mayor en la financiación propia. Esta manera de financiación se enfoca hacia el mantenimiento de mayores niveles de tesorería que posteriormente serán utilizados para las inversiones. Evitando así, tener que pedir dinero prestado a terceros.

Todas estas teorías han ayudado a formarnos una hipótesis relacionando la edad y el “cash holding”. Podemos ver que la mayor parte de los estudios relacionan de manera positiva la edad con el cash que mantiene la empresa. Por ello, determinamos:

H1: La edad del CEO se relaciona positivamente con la cantidad de tesorería.

3.2. Género del CEO

Continuando con otra característica, se ha señalado que el género de los ejecutivos es un factor clave para explicar las tenencias de efectivo de las empresas (ej: Ajanthan y Kumara, 2017; Kumala et al., 2021)

Se suele prever una relación positiva entre las mujeres ejecutivas y la cantidad de efectivo, dado que estas tienden a mostrar una negativa a asumir riesgos relacionados con las políticas de efectivo de la empresa. Esta relación ha sido respaldada por investigadores como Adhikari (2018) y La Rocca et al. (2019), quienes sugieren que las mujeres ejecutivas tienden a mantener mayores niveles de efectivo en comparación con sus contrapartes masculinos, debido a una actitud más cautelosa ante posibles necesidades de financiación inesperadas.

Investigadores como Zeng y Wang (2015) también argumentan que es más probable que las empresas con directoras ejecutivas retengan más efectivo por razones de precaución y seguridad, ya que están menos preocupadas por el coste de oportunidad asociado con tener efectivo disponible. En línea con todo esto, se espera que las mujeres que se encuentran en cargos directivos sean más conservadoras y actúen con mayor precaución para evitar perder el puesto de trabajo que tanto esfuerzo les ha supuesto conseguir. Sin embargo, este enfoque excesivamente conservador puede resultar en la pérdida de oportunidades de inversión, lo que podría reducir el valor para los accionistas.

En cuanto a los aspectos de sostenibilidad y responsabilidad social corporativa, se ha observado que las empresas con una mayor representación de mujeres en la alta dirección tienden a mostrar un mayor

interés en estas áreas (Hasan et al., 2018). La preocupación y buena actuación hacia los stakeholders, que incluyen a clientes, pero también a proveedores y otros acreedores, provoca que la dirección por parte de mujeres se relacione con elevados niveles de tesorería. Proporcionando un colchón financiero para evitar dilaciones en los pagos y para cumplir con sus obligaciones financieras y operativas, lo que contribuiría a mantener relaciones estables y positivas con sus stakeholders.

Estudios recientes, como el de Luo et al. (2018), han encontrado que las mujeres en posiciones ejecutivas también tienden a ser más cautelosas hacia el riesgo. Esto sugiere que las empresas con mujeres en cargos directivos podrían enfrentar un menor riesgo operativo y de información, lo que se conseguiría manteniendo elevados niveles de tesorería.

Desde la perspectiva de los costes de agencia, la presencia de mujeres en la junta directiva puede tener impactos positivos en la efectividad organizacional. Ayudando a reducir comportamientos oportunistas y expropiación de recursos Hamzah y Zulkafli (2014). La promoción de una mayor transparencia, responsabilidad y ética en la gestión financiera por parte de mujeres en roles directivos puede contribuir a mantener un equilibrio saludable entre la retención de efectivo y su uso eficiente para maximizar el valor para los accionistas.

Después de todo lo mencionado anteriormente, entendemos que la característica principal que explica la relación entre la mujer en la dirección y la toma de decisiones de tesorería es la mayor aversión al riesgo que tienen estas en relación con sus colegas masculinos. Por lo que, determinamos:

H2: Que el CEO sea una mujer se relaciona positivamente con el “cash holding”.

3.3. Educación del CEO

La educación del CEO puede tener un impacto significativo en las estrategias y políticas adoptadas por la empresa, incluida la gestión de efectivo.

La educación se vuelve crucial para el equipo directivo, ya que amplía su capacidad para procesar información y facilita la toma de decisiones estratégicas (Hambrick y Mason, 1984). Un equipo directivo con una formación más sólida tiende a tener una comprensión más profunda de la organización y una mayor disposición para asumir riesgos (Wiersema y Bantel, 1992), lo que se traduce positivamente en su rendimiento (King et al., 2016). Como concluyen estos estudios, un directivo con niveles educativos especializados o relacionados con ciencias serán más propensos a llevar a cabo cambios bruscos en la estrategia corporativa. También se ha podido apreciar su propensión a invertir y dar más importancia a las oportunidades de investigación y desarrollo (I+D) en comparación con aquellos con otros antecedentes académicos relevantes (Tyler y Steensma, 1998). De manera similar, Lin et al (2011) y Harymawan et al. (2020) siguen esta línea y expresan que los directores ejecutivos con formación y

experiencia técnica, en I+D e ingeniería, estarán más involucrados en actividades de innovación, ya que su éxito a menudo depende del desarrollo de nuevos productos. Mientras que aquellos con experiencia en negocios (contabilidad/finanzas, producción, administración y legal) tienden a enfocarse en mejorar la eficiencia empresarial. Por tanto, se espera que estos cambios no permitan mantener a la empresa en un punto de estabilidad. Concluimos, que la escasa preocupación del CEO por la estabilidad llevará a buscar única y exclusivamente la maximización del rendimiento. Esto va a suponer una menor cantidad de efectivo en tesorería que será destinado a proyectos o inversiones con el objetivo de aumentar el rendimiento de la empresa.

Manner (2010) destaca que los directores ejecutivos con formación en humanidades tienden a invertir de manera proactiva en el Responsabilidad Social Corporativa (RSC), en contraposición a los CEOs con formación en economía. La recopilación de estos estudios, junto con los que se expondrán en adelante, proporcionan una perspectiva esclarecedora sobre las disparidades presentes en las estrategias de inversión. La carrera que ha sido cursada por el CEO se encuentra estrechamente ligada a las decisiones de inversión, dado que la inversión implica una salida de recursos financieros (efectivo). Es plausible afirmar que, según el tipo de formación académica del CEO, la cantidad de efectivo en tesorería de la empresa puede variar considerablemente.

Sin embargo, estas investigaciones no concuerdan con la de Shabrina y Lubis (2021), quienes indicaron que los CEOs con especialización en negocios y con un nivel educativo más alto no afecta a las tenencias de efectivo.

Geletkanycz y Black (2001) hacen referencia e identifican que aquellos directores ejecutivos que poseen títulos de MBA superan a aquellos que no lo tienen. Los resultados de su investigación sugieren que los CEOs con un MBA tienden a implementar estrategias más agresivas y arriesgadas en comparación con aquellos sin esta formación. Además, encontraron que las empresas dirigidas por CEOs con un MBA pueden experimentar una mayor volatilidad en su desempeño financiero a corto plazo. Sin embargo, también señalaron que estas empresas pueden tener un mejor rendimiento a largo plazo en términos de crecimiento y rentabilidad. Concluimos gracias a los estudios anteriores que los CEOs que adoptan estrategias agresivas y arriesgadas suelen mantener tenencias de efectivo más reducidas, entendemos que este tipo de CEO va a buscar maximizar el rendimiento. Esto sugiere que las empresas que optan por estrategias más audaces tienden a mantener reservas de efectivo más limitadas, lo que puede tener implicaciones importantes en su capacidad para hacer frente a contingencias futuras.

Por otro lado, y teniendo en cuenta que el MBA tiene una gran relación con la especialización en economía, los directores ejecutivos con especialización en negocios (economía) o un título de MBA suelen adoptar una postura conservadora y mostrar aversión al riesgo al gestionar sus empresas,

buscando así mantener una operación estable (Barker III y Mueller, 2002). Recientemente, Miller y Xu (2019) plantean la posibilidad de que los CEOs con MBA sean más propensos a evitar el riesgo, sin embargo, Bertrand y Schoar (2003) junto con Beber y Fabbri (2012) sugieren lo contrario. Estas conclusiones son importantes si lo vemos desde un punto de vista en el que menos propenso al riesgo supone mayor tesorería y viceversa.

Los poseedores de un MBA tienden a dedicar menos recursos a actividades de investigación y desarrollo (I+D) debido a una falta de entendimiento técnico de estos aspectos (Barker III y Mueller, 2002; Beber y Fabbri, 2012; Tyler y Steensma, 1998). Esto nos lleva a anticipar que los CEOs con un MBA, pero que se hayan especializado en una formación técnica (ingeniería o ciencias), estarán más inclinados a realizar inversiones arriesgadas en la empresa (o a invertir más en I+D) en comparación con los CEOs con MBA y especialización relacionada con negocios. Esta última parte de conclusión se relaciona con la teoría del “trade off”, los CEO con especialización en negocios tendrán más en cuenta ese coste de oportunidad del efectivo y lo utilizarán para desarrollar inversiones rentables buscando esa maximización del beneficio. Si continuamos relacionando estas características con la gestión del efectivo, estos estudios nos ayudan a continuar formándonos una conclusión. De una manera directa, la innovación y la inversión necesitan una fuente de financiación. Como hemos visto en la teoría del “pecking order”, la primera forma de financiación es el efectivo.

En el estudio llevado a cabo Ahmed y Kumar (2023) muestra un coeficiente negativo y significativo entre los ejecutivos con MBA y la liquidez. Esto indica que los directores ejecutivos con MBA tienden a tener menos liquidez que aquellos que no mantienen este nivel de educación. Este estudio finaliza concluyendo lo siguiente y nos permite formalizar nuestra conclusión respecto a la relación de la educación con el efectivo. Las juntas directivas no deberían considerar a los titulares de un MBA si la empresa pretende reducir el riesgo de liquidez corporativa, mientras que deberían contratar a aquellos con un título de MBA si la empresa les exige que se deshagan de tenencias excesivas de liquidez.

Con toda esta información desarrollamos la siguiente hipótesis:

H3: La educación del CEO (especialidad, nivel...) influye en las tenencias de efectivo.

4. MUESTRA, MODELO Y METODOLOGIA

4.1. Muestra

El presente trabajo de investigación se enfoca en las empresas del mercado continuo, excluyendo aquellas pertenecientes al sector financiero. La muestra seleccionada para este estudio comprende un total de 108 empresas. El hecho de haber eliminado las empresas del sector financiero se debe a que podía afectar de manera significativa y modificar el estudio debido a los datos financieros. Además, se

han eliminado un considerable número de empresas por diversas razones, ya sea la falta de datos en la base de datos SABI, la indisponibilidad de información relevante sobre la edad del CEO que podría influir en los cálculos a través de la base de datos STATA, o la presencia de ratios que se desvían considerablemente de la media, lo que podría distorsionar los resultados de manera significativa. Vamos a citar aquellas empresas que han sido eliminadas de la muestra: AIRBUS SE, AIRTIFICIAL, APERAM, DURO FELGUERA, BERKELEY, BORGES BAIN, CCEP, CLEOP, DIA, FERROVIAL SE, IBERPAPEL, INNOVATIVE, LINEA DIRECT, LINGOTES ESP, MONTEBALITO, NEXTIL, NYESA, ORYZON, PESCANOVA, SQUIRREL, TEC.REUNIDAS, TUBOS REUNI., URBAS.

El inicio de nuestra investigación implicó la búsqueda de información a través de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), donde los informes de gobierno corporativo nos permitieron identificar el nombre y apellidos del CEO y, por ende, determinar su género. De estos informes también pudimos obtener la formación académica y los títulos de nivel como MBA. Para aquellos casos en los que esta información no estaba disponible, se recurrió a plataformas como LinkedIn, además de referencias en artículos y entrevistas previamente mencionadas.

Con respecto a la edad de los CEO, se llevó a cabo una exhaustiva investigación utilizando diversas plataformas como Investing, Yahoo Finance, así como la consulta de artículos y entrevistas donde se menciona al CEO junto con su fecha de nacimiento.

Después de la recopilación de información inicial mencionada, recurrimos a la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) para extraer datos financieros específicos de las empresas seleccionadas del ejercicio económico 2022. La combinación de la información obtenida de ambas fuentes de datos, es decir, los informes de gobierno corporativo de la CNMV y los datos financieros de SABI, nos permitió construir una muestra final de 85 empresas no financieras. Tras la recopilación de datos mediante el uso de la base de datos SABI, procedimos a calcular una serie de ratios financieros relevantes para nuestro análisis. Estas ratios, nos permitirán profundizar en la comprensión de la variable en estudio y su relación con otros aspectos de la gestión empresarial.

En cuanto al sector al que pertenece cada una de las empresas, la página web del BME (Bolsas y Mercados Españoles), divide a las empresas en 7 sectores. El sector "Servicios Financieros" ha sido obviado de nuestro estudio como bien hemos comentado anteriormente, por lo que nos hemos centrado en los otros 6. En este estudio, no introduciremos los seis sectores en su totalidad. Nos centraremos específicamente en aquellos sectores que tienen una mayor relación con la variable que queremos explicar. Esto es crucial para evitar problemas de multicolinealidad en nuestro análisis.

4.2. Modelo

A continuación, vamos a presentar la ecuación que va a ser utilizada en nuestro modelo de estudio. Pretende medir la TESORERIA:

- **TESORERIA** = $\alpha_i + \beta_1 \text{EDAD} + \beta_2 \text{GENERO} + \beta_3 \text{EDUCACION} + \beta_4 \text{VARIABLES DE CONTROL} + \varepsilon_i$

Siendo ε_i es el residuo de la regresión.

La tesorería, variable dependiente en nuestro modelo, va a ser medida a partir de dos maneras, tal y como se indica en la tabla 4.2.1. Por lo tanto, realizaremos dos regresiones lineales posteriormente. Una con la variable dependiente CASH1, la cual se obtiene sumando las inversiones financieras más la tesorería entre el activo total neto¹ y otra con la variable dependiente CASH2, la cual se obtiene de la misma manera que CASH1, pero situando en el denominador el activo total.

Tabla 4.2.1. Variables dependientes

| DEPENDIENTE | VARIABLE | MEDIDA |
|-------------|----------|--|
| TESORERIA | CASH1 | $\frac{INV.FINANCIERA + TESORERIA}{ACTIVO TOTAL NETO}$ |
| | CASH2 | $\frac{INV.FINANCIERA + TESORERIA}{ACTIVO TOTAL}$ |

Fuente: Elaboración propia.

Respecto a las variables independientes (edad, género y educación), las cuales han sido medidas tal y como podemos apreciar en la tabla 4.2.2.

Comenzando por la primera variable independiente, la EDAD será medida a partir de calcular el logaritmo neperiano sobre la edad real del CEO.

La segunda variable independiente es el GENERO, esta variable será una variable *dummy* debido a que hemos dado valor 1 a las CEO que son mujeres y 0 a aquellos CEO hombres.

¹ ACTIVO TOTAL NETO = ACTIVO TOTAL – INV. FINANCIERA – TESORERIA

La tercera variable independiente es EDUCACION. Este concepto engloba especialidad y nivel, dentro de especialidad podemos observar una distinción entre los CEO que han desarrollado carreras dentro del marco de la ECONOMIA, otros relacionadas con la INGENIERIA y por ultimo los que se han centrado en el campo de las ciencias. En cuanto al nivel, hemos tenido en cuenta aquellos CEO que han desarrollado un MBA posteriormente a su finalización del grado universitario.

Por último, también dentro de esta tercera variable dependiente se encuentra la universidad a la que ha acudido el CEO (PUBLICA / PRIVADA). Aunque no hemos hablado de ello en las hipótesis debido a que no se ha encontrado literatura previa para valorar cual sería la relación con el cash. Hemos analizado si existe algún tipo de relación, y para ello al igual que en todas las demás variables dependientes de EDUCACION, hemos utilizado una variable *dummy*.

Tabla 4.2.2. Variables independientes

| INDEPENDIENTE | | VARIABLE | MEDIDA |
|----------------|--------------|------------|---|
| EDAD (H1) | | EDAD | Logaritmo neperiano de la edad. |
| GENERO (H2) | | GENERO | Toma valor 1 si el puesto está ocupado por una mujer y 0 si es un hombre. |
| EDUCACION (H3) | ESPECIALIDAD | INGENIERIA | Toma valor 1 si el CEO ha realizado una carrera relacionada con ingeniería, en caso contrario será 0. |
| | | ECONOMIA | Toma valor 1 si el CEO ha realizado una carrera relacionada con Economía, en caso contrario será 0. |
| | | CIENCIAS | Toma valor 1 si el CEO ha realizado una carrera relacionada con Ciencias, en caso contrario será 0. |
| | NIVEL | MBA | Toma valor 1 si el CEO ha estudiado un MBA y 0 en caso contrario. |
| | | PUBLICA | Toma valor 1 si el CEO ha estudiado en una universidad Pública y 0 en caso contrario. |

Fuente: Elaboración propia.

Como variables de control de nuestro modelo, tras haber revisado la literatura respecto a los determinantes de la tesorería, vamos a tener en cuenta: el tamaño de la empresa (TAM) calculada a partir del logaritmo neperiano del activo total, el endeudamiento (END), su “working capital” (WC), las oportunidades de crecimiento (OPCREC) y por último la rentabilidad (RENT). Por último, podemos

apreciar la variable dummy del sector, los sectores introducidos en nuestro estudio son PETROLEO, MAT.BASICOS, BIENCONSUMO, SERVINMB y TECN. Y TELEC. Para la obtención de los datos hemos recurrido al mercado continuo español a través de la página Bolsas y Mercados Españoles (BME). En la tabla 4.2.3. se podrán apreciar el nombre dado a cada una de las variables y los cálculos llevados a cabo para su obtención.

Tabla 4.2.3. Variables de control.

| CONTROL | VARIABLE | MEDIDA |
|----------------------------|-----------------|---|
| TAMAÑO DE LA EMPRESA | TAM | Logaritmo neperiano del activo total de la empresa |
| ENDEUDAMIENTO | END | $\frac{PASIVO}{FONDOS PROPIOS}$ |
| WORKING CAPITAL | WC | $\frac{ACTIVO CIRCULANTE}{PASIVO CIRCULANTE}$ |
| OPERACIONES DE CRECIMIENTO | OP.CREC. | $\frac{VALOR EN BOLSA}{ACTIVO TOTAL}$ |
| RENTABILIDAD | RENT. | $\frac{BENEFICIO DE EXPLOTACION}{ACTIVO TOTAL}$ |
| SECTOR | "NOMBRE SECTOR" | Toma valor 1 si la empresa pertenece a dicho sector o 0 si no pertenece al mismo. |

Fuente: Elaboración propia.

4.3. Metodología

Para realizar nuestro análisis y observar si existe alguna relación entre la cantidad de efectivo y las características del CEO, hemos llevado a cabo una regresión lineal. La regresión lineal de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) es un método estadístico utilizado para modelar la relación entre una variable dependiente (o respuesta) y una o más variables independientes. En su forma más básica, la regresión lineal asume que esta relación puede ser aproximada por una línea recta. La idea fundamental detrás de la regresión lineal es encontrar la mejor línea recta que se ajuste a los datos observados, de modo que pueda utilizarse para predecir valores de la variable dependiente basados en los valores de las variables independientes (Montgomery et. al, 2021). Para esto vamos a utilizar un programa denominado STATA 16.1.

Previamente a realizar una regresión lineal revisaremos los estadísticos descriptivos básicos y también el coeficiente de correlación de Pearson, que toma valores en el rango de -1 a 1. Un valor de 1 indica una correlación positiva perfecta, lo que significa que cuando una variable aumenta, la otra también lo hace en proporción constante. Un valor de -1 indica una correlación negativa perfecta, lo que significa que cuando una variable aumenta, la otra disminuye en proporción constante. Un valor de 0 indica que no hay correlación lineal entre las dos variables.

5. ANALISIS DESCRIPTIVO

Los estadísticos descriptivos básicos (media, mediana, desviación estándar, mínimo, máximo) son medidas numéricas utilizadas para resumir las características principales. Proporcionan información sobre la tendencia central, la dispersión y la distribución de los datos, esto nos ayuda posteriormente para el análisis de los resultados de la regresión.

El análisis descriptivo, representado en las siguientes tablas, se ha expuesto de forma desagregada en función del tipo de variable que estamos estudiando, empezando por las dependientes (tabla 5.1.), continuando por las independientes (tabla 5.2.) y finalizando con las de control (tabla 5.3.). Este análisis nos ofrece una exposición de los diversos estadísticos que caracterizan las variables previamente descritas.

Para la variable CASH1, podemos apreciar como las empresas sitúan su media de efectivo en otros activos líquidos en el 20,12%. El máximo valor en dicha variable lo mantiene Lar España con 744.663 Miles de euros sobre un total de activo de 1.396.145 miles de euros y el mínimo Deoleo con 2 Millones de euros sobre un total de activo de 29.490 miles de euros. Ver tabla 5.1.

En cuanto a la variable CASH2, podemos apreciar como las empresas sitúan su media de liquidez en el 14,29%. El máximo valor en dicha variable lo mantiene Lar España con 744.663 Miles de euros sobre un total de activo total neto de 651.482 Miles de euros y el mínimo Deoleo con 2 Millones de euros sobre un total de activo neto de 29.487 miles de euros. Ver tabla 5.1.

Tabla 5.1. Cuadro resumen análisis estadístico descriptivo de variables dependientes

| VARIABLES DEPENDIENTES | Obs. | Media | Mediana | Desv.est. | Min | Max |
|------------------------|------|--------|---------|-----------|--------|--------|
| CASH1 | 85 | 0,2012 | 0,1232 | 0,2452 | 0,0001 | 1,1430 |
| CASH2 | 85 | 0,1429 | 0,1097 | 0,1258 | 0,0001 | 0,5334 |

Fuente: Elaboración propia.

Una vez finalizado el análisis descriptivo de las variables dependientes, pasaremos a analizar las variables independientes (Ver tabla 5.2.).

Tabla 5.2. Cuadro resumen análisis estadístico descriptivo de variables independientes

| VARIABLES INDEPENDIENTES | Obs. | Media | Mediana | Desv.est. | Min | Max |
|--------------------------|------|--------|---------|-----------|--------|--------|
| EDAD | 85 | 4,0469 | 4,0604 | 0,1564 | 3,5264 | 4,3694 |
| GENERO | 85 | 0,0353 | 0,0000 | 0,1856 | 0,0000 | 1,0000 |
| ECONOMIA | 85 | 0,3529 | 0,0000 | 0,4807 | 0,0000 | 1,0000 |
| INGENIERIA | 85 | 0,3647 | 0,0000 | 0,4842 | 0,0000 | 1,0000 |
| CIENCIAS | 85 | 0,0353 | 0,0000 | 0,1856 | 0,0000 | 1,0000 |
| MBA | 85 | 0,2706 | 0,0000 | 0,4469 | 0,0000 | 1,0000 |
| PUBLIC | 85 | 0,6118 | 1,0000 | 0,4902 | 0,0000 | 1,0000 |

Fuente: Elaboración propia.

La edad se calcula como el logaritmo neperiano de la edad real de los CEO. Podemos apreciar como la media se sitúa en el 4,0469. El CEO con mayor edad corresponde a la empresa de Pharma Mar con 79 años. Y el mínimo a Realia con 34 años. A la par con esto, tenemos la variable género, revela que solamente el 3,53% de los CEO son mujeres

Respecto a las variables relacionadas con el campo de las carreras cursadas por los CEOs: ECONOMIA, INGENIERIA Y CIENCIAS. El número de CEOs que han llevado a cabo una carrera relacionada con el campo de las ciencias es casi inapreciable. En cambio, toman más fuerza otras carreras como ingeniería o economía.

Podemos apreciar cómo el 35,29% de los CEO han cursado carreras relacionadas con la ECONOMIA; el 36,47% ha llevado a cabo carreras relacionadas con la INGENIERIA; y, por último, el 3,53% de los CEO ha desarrollado una carrera relacionada con las CIENCIAS. Continuando con este tema y centrándonos en la educación de postgrado, podemos ver como el 27,06% de los CEOs han llevado a cabo un MBA.

Al focalizarnos en las características inherentes al tipo de educación, observamos que el 61,18% de los CEOs han completado sus trayectorias académicas en instituciones universitarias públicas.

La variable género revela que solamente el 3,53% de los CEO son mujeres. A la par con esto, tenemos la edad, la cual se calcula como el logaritmo neperiano de la edad real de los CEO. Podemos apreciar como la media se sitúa en el 4,0469. El CEO con mayor edad corresponde a la empresa de Pharma Mar con 79 años. Y el mínimo a Realia con 34 años.

Las variables relacionadas con el sector: PETROLEO, MAT.BASICOS, BIENCONSUMO, SERVINMB y TECN. Y TELEC. Se observa una distribución porcentual de las empresas en cada sector con respecto al total. Estos porcentajes se sitúan en el 15,29%, 25,88%, 21,18%, 14,12% y 7,06%, respectivamente.

Pasamos al análisis de las variables de control (tabla 5.3.): Tamaño, Endeudamiento, WC y Rentabilidad.

Tabla 5.3. Cuadro resumen análisis estadístico descriptivo de variables de control

| VARIABLES DE CONTROL | Obs. | Media | Mediana | Desv.est. | Min | Max |
|----------------------|------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| TAM | 85 | 13,9902 | 14,0933 | 1,8393 | 9,8399 | 18,0459 |
| END | 85 | 1,4469 | 0,8675 | 1,4949 | 0,0701 | 6,9039 |
| WC | 85 | 1,6644 | 1,0866 | 1,9825 | 0,0740 | 16,0243 |
| OP.CREC. | 85 | 2,6533 | 0,4720 | 1,0474 | 0,0185 | 65,5389 |
| RENT | 85 | 0,0453 | 0,0286 | 0,0653 | -0,0747 | 0,3142 |
| PETROLEO | 85 | 0,1529 | 0,0000 | 0,3621 | 0,0000 | 1,0000 |
| MAT.BASICOS | 85 | 0,2588 | 0,0000 | 0,4406 | 0,0000 | 1,0000 |
| BIENCONSUMO | 85 | 0,2118 | 0,0000 | 0,4110 | 0,0000 | 1,0000 |
| SERVINMB. | 85 | 0,1412 | 0,0000 | 0,3503 | 0,0000 | 1,0000 |
| TECN. Y TELEC. | 85 | 0,0706 | 0,0000 | 0,2577 | 0,0000 | 1,0000 |

Fuente: Elaboración propia.

El tamaño de los activos totales, que al igual que en la edad, es medido con el logaritmo neperiano del valor real del activo. El valor medio se encuentra en 13,9902. El mínimo es 9,8399, el cual se corresponde con la empresa Desa con un activo total de 18.767 miles de euros. Y el máximo de 18,0459, se vincula a Telefónica con un activo total de 68.742 Millones de euros.

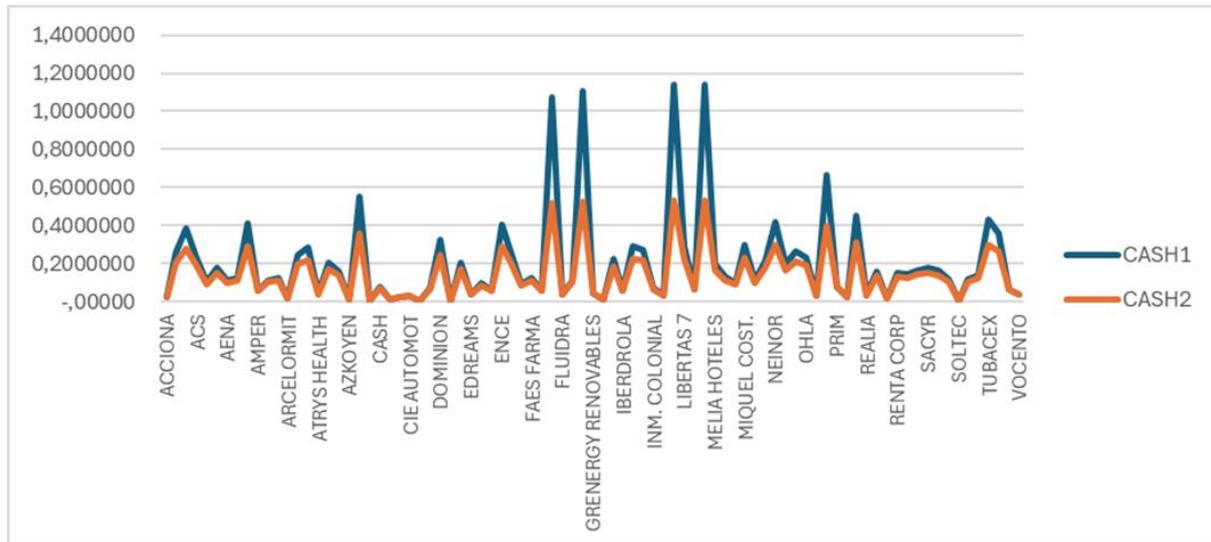
El endeudamiento medio se sitúa en el 144,69%, la empresa menos endeudada con un 7,01% es Fluidra. Y la que mantiene un nivel de endeudamiento más alto con un 690,39% es Cie Automotive. Continuando con la variable WC, el valor medio se sitúa en el 166,44%, siendo el mínimo fondo de maniobra del 7,4% en la empresa Acciona con 240.000 Miles de euros de activo corriente y 3.245 Miles de euros en el pasivo corriente. En cuanto a la empresa con el máximo fondo de maniobra de Lar España, con un activo circulante de 772.549 Miles de euros y un pasivo líquido de 48.211 Miles de euros. La empresa con mayores oportunidades de crecimiento es DESA y la que menos OHLA.

Por último, la rentabilidad, la cual de media se establece en el 4,53%. La empresa con menos rentabilidad es Dominion, con un -7,47%. Mantiene un resultado de explotación de -11.442 Miles de euros y un activo total de 32.753,43 Miles de euros. La empresa con la máxima rentabilidad 31,42% es Clínica Baviera, con un resultado de explotación de 26.908,67 Miles de euros y un activo total de 85.630 Miles de euros.

Podemos apreciar a través del gráfico 5.1., como la variable dependiente CASH2 su cálculo se lleva a cabo sobre el activo total a diferencia del CASH1 que es sobre el activo total neto. Esta diferencia provoca

que la parte del denominador sea más pequeña en el caso de la variable CASH1 y por tanto la ratio sea superior a la variable CASH2.

Gráfico 5.1. Relación entre las variables dependientes.



Fuente: Elaboración propia.

Correlación de Pearson

Dentro de este análisis descriptivo, vamos a llevar a cabo un análisis de correlaciones de variables de Pearson, ver tabla 5.4.

Tabla 5.4. Correlación de Pearson

| | CASH2 | CASH1 | ECONOMIA | INGEN- A | CIENCIAS | MASTER | PUBLIC | GENERO | LNEDAD | PETROLEO | MAT.BASICOS | BIENCO-O | SERVINMB | TECN. Y TELEC. | TAM | END | WC | OP.CREC. | RENT |
|----------------|-------|-------|----------|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|----------|-------------|----------|----------|----------------|-------|-------|-------|----------|------|
| CASH2 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CASH1 | 0,97 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ECONOMIA | -0,11 | -0,08 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| INGENIERIA | -0,06 | -0,07 | -0,56 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | |
| CIENCIAS | -0,08 | -0,08 | -0,14 | -0,14 | 1 | | | | | | | | | | | | | | |
| MBA | -0,01 | 0,02 | 0,05 | 0,09 | -0,12 | 1 | | | | | | | | | | | | | |
| PUBLIC | 0,01 | -0,00 | 0,03 | -0,05 | 0,02 | -0,00 | 1 | | | | | | | | | | | | |
| GENERO | 0,02 | -0,00 | -0,14 | -0,01 | -0,04 | 0,03 | 0,02 | 1 | | | | | | | | | | | |
| LNEDAD | 0,19 | 0,16 | -0,03 | -0,19 | 0,07 | -0,24 | -0,03 | -0,04 | 1 | | | | | | | | | | |
| PETROLEO | -0,12 | -0,13 | -0,18 | 0,22 | 0,27 | -0,11 | 0,07 | -0,08 | -0,13 | 1 | | | | | | | | | |
| MAT.BASICOS | 0,04 | 0,06 | -0,04 | 0,11 | 0,03 | -0,06 | -0,08 | 0,03 | 0,18 | -0,25 | 1 | | | | | | | | |
| BIENCONSUMO | -0,08 | -0,08 | 0,04 | -0,09 | -0,10 | -0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,12 | -0,22 | -0,31 | 1 | | | | | | | |
| SERVINMB | 0,05 | 0,05 | 0,05 | -0,03 | -0,08 | 0,06 | -0,02 | 0,11 | -0,07 | -0,17 | -0,24 | -0,21 | 1 | | | | | | |
| TECN. Y TELEC. | 0,03 | 0,00 | -0,11 | -0,02 | -0,05 | -0,06 | 0,03 | -0,05 | 0,04 | -0,12 | -0,16 | -0,14 | -0,11 | 1 | | | | | |
| TAM | 0,13 | 0,12 | -0,10 | 0,12 | 0,17 | -0,07 | -0,12 | -0,19 | 0,11 | 0,20 | -0,03 | -0,25 | -0,10 | 0,20 | 1 | | | | |
| END | 0,16 | 0,18 | 0,09 | -0,17 | -0,07 | 0,13 | -0,18 | -0,10 | -0,05 | -0,15 | 0,16 | -0,20 | -0,19 | 0,26 | 0,20 | 1 | | | |
| WC | 0,36 | 0,39 | 0,09 | -0,08 | -0,03 | 0,09 | 0,17 | -0,04 | 0,07 | 0,01 | -0,17 | 0,04 | 0,35 | -0,12 | -0,03 | -0,23 | 1 | | |
| OP.CREC. | -0,02 | -0,02 | 0,23 | -0,12 | -0,06 | -0,09 | 0,09 | -0,01 | 0,04 | -0,08 | 0,11 | 0,09 | -0,07 | -0,09 | -0,44 | -0,15 | -0,04 | 1 | |
| RENT | 0,14 | 0,09 | -0,04 | -0,03 | 0,18 | -0,14 | 0,12 | -0,06 | 0,16 | 0,17 | -0,06 | 0,14 | -0,09 | -0,21 | 0,01 | -0,30 | 0,08 | 0,20 | 1 |

Fuente: Elaboración propia.

La correlación más notable evidenciada en el cuadro anterior radica en la relación entre la ratio CASH1 y la ratio CASH2. Esta conexión se manifiesta principalmente debido a la distinción fundamental en el cálculo de ambos ratios, donde la ratio CASH1 se determina sobre los activos totales netos en contraste con la ratio CASH2, que se basa en los activos totales.

Tener en cuenta que correlación no es signo de causalidad, en la tabla 5.4. podemos ver como se relacionan las variables en parejas, pero no sabemos cuál causa efecto sobre cual.

6. ANALISIS EXPLICATIVO

Los resultados obtenidos en el cálculo de la regresión se pueden ver en la Tabla 6.1. Hemos llevado a cabo dos modelos de regresión, la primera sobre la variable CASH1 y la segunda sobre la variable CASH2. Ambas variables representan la tesorería de la empresa y vamos a tratar de buscar respuesta a si las características personales del CEO influyen en la cantidad de tesorería que mantienen.

Si nos fijamos de manera general en la tabla 6.2., podemos decir que el modelo es significativo en su conjunto. Como la Prob. $F < 0,05$, el modelo es válido y podemos aceptar en un 95% el modelo de regresión planteado. Si continuamos con más estadísticos como R^2 o R^2 ajustado, la diferencia principal es que la R^2 ajustado esta ponderada al número de observaciones. Este estadístico nos ofrece valores entre 0 y 1 permitiéndonos conocer qué porcentaje de la varianza de las variables dependientes CASH1 y del CASH2 es explicado con nuestro modelo. En este caso para el CASH1, podemos decir que nuestras variables están explicando en torno a un 17,03% de la varianza del CASH1. Y respecto al CASH2, las variables explican en torno al 18,48% de la varianza del CASH2.

Para continuar con el análisis de las variables y como afectan, debemos conocer la significatividad respecto a la variable dependiente de la misma manera que hemos hecho para el modelo en general. Esto viene determinado por la t-student, si Prob $| t | < 0,01$ (*) la significatividad será del 99%, si la Prob $| t | < 0,05$ (**) la significatividad será del 95%, si Prob $| t | < 0,1$ (***) la significatividad será del 90%.

En la primera columna (CASH1), la variable independiente ECONOMIA influye sobre la variable dependiente con una significatividad del 90%. Pudiendo concluir que el CEO haya realizado una carrera de ECONOMIA, se relaciona de manera negativa con el CASH1. Cuando el CEO ha realizado una carrera de economía mantendrá una menor cantidad de efectivo en tesorería. La hipótesis (H3) que habíamos propuesto a partir de la literatura se corrobora ya que proponía una relación entre la educación del CEO y la cantidad de efectivo. Lo mismo ocurre con ECONOMIA y la variable dependiente CASH2. La significatividad es del 90% y mantiene esa relación negativa respecto a la cantidad de efectivo. Ver tabla 6.1.

Tabla 6.1. Regresión lineal

| | CASH1 | | CASH2 | |
|--------------------------------|---------------------|----|---------------------|-----|
| ECONOMIA | -0,1214 (0,0688) | ** | -0,0687 (0,0349) | ** |
| INGENIERIA | -0,0412 (0,0732) | | -0,0206 (0,0372) | |
| CIENCIAS | -0,1474 (0,1511) | | -0,0886 (0,0768) | |
| MBA | -0,0213 (0,0600) | | -0,0153 (0,0305) | |
| PUBLIC | -0,0070 (0,0522) | | -0,0009 (0,0265) | |
| GENERO | 0,0596 (0,1395) | | 0,0494 (0,0709) | |
| LNEDAD | 0,1212 (0,1785) | | 0,0869 (0,0907) | |
| PETROLEOYENERGIA | -0,1456 (0,0979) | | -0,0776 (0,0498) | |
| MATBASICOSINDYCONST | -0,0402 (0,0851) | | -0,0304 (0,0432) | |
| BIENCONSUMO | -0,1055 (0,0874) | | -0,0608 (0,0444) | |
| SERVINMB | -0,0965 (0,0983) | | -0,0514 (0,0500) | |
| TECNYTELECOMUNICACIONES | -0,1105 (0,1179) | | -0,0467 (0,0599) | |
| TAM | 0,0165 (0,0169) | | 0,0085 (0,0086) | |
| ENDEUDAMIENTO | 0,0456 (0,0201) | ** | 0,0233 (0,0102) | ** |
| CCWC | 0,0609 (0,0140) | * | 0,0293 (0,0071) | * |
| OPCREC | 0,0027 (0,0038) | | 0,0013 (0,0019) | |
| RENTABILIDAD | 0,5066 (0,4265) | | 0,3700 (0,2168) | *** |
| CONSTANTE | -0,5697 0,7279 | | -0,3493 0,3701 | |

Fuente: Muestra de SABI y calculo STATA (elaboración propia)

No vamos a hacer referencia a ninguna de las demás variables independientes en nuestro análisis explicativo ya que ninguna de ellas ha sido significativa y por tanto no son objeto de estudio en nuestro trabajo.

Tabla 6.2. Datos generales de ambos modelos de regresión

| | CASH1 | CASH2 |
|--------------------------------|--------|--------|
| NUMERO DE OBSERVACIONES | 85 | 85 |
| METODOLOGIA | MCO | MCO |
| TEST F | 2,02 | 2,12 |
| PROB F | 0,0223 | 0,0156 |
| R-SQUEARED | 0,3382 | 0,3497 |
| R-CUADRADO AJUSTADO | 0,1703 | 0,1848 |
| VIF | 1,61 | 1,61 |

Fuente: Muestra de SABI y calculo STATA (elaboración propia).

A continuación, presentaremos la tabla 6.3, la cual nos permitirá evaluar la relación esperada según la literatura y la relación observada a partir de las regresiones realizadas. Además, podremos apreciar qué variables de nuestros modelos han resultado significativas y cuáles no, esto nos da un enfoque sobre la influencia de cada variable en nuestra investigación.

Tabla 6.3. Resultados variables dependientes

| Variable | RELACION ESPERADA | RELACION ENCONTRADA | SIGNIFICATIVIDAD |
|------------|-------------------|---------------------|------------------|
| GENERO | POSITIVA | POSITIVA | NO |
| LNEDAD | POSITIVA | POSITIVA | NO |
| ECONOMIA | NEGATIVA | NEGATIVA | SI |
| INGENIERIA | NEGATIVA | NEGATIVA | NO |
| CIENCIAS | NEGATIVA | NEGATIVA | NO |
| MBA | NEGATIVA | NEGATIVA | NO |
| PUBLIC | - | NEGATIVA | NO |

Fuente: Elaboración propia.

Respecto a las variables de control, podemos apreciar sobre ambas regresiones que el ENDEUDAMIENTO tiene un nivel de significatividad del 95% y se relaciona positivamente respecto a la variable de control. En cuanto al CCWC existe un nivel de significatividad del 99% y una relación positiva. Por último, la variable RENTABILIDAD únicamente posee significatividad sobre la variable dependiente CASH2 en un 90% y una relación positiva. Ver tabla 6.4.

Tabla 6.4. Resultados variables de control

| Variable | RELACION ENCONTRADA | SIGNIFICATIVIDAD |
|----------------|---------------------|------------------|
| TAM | POSITIVA | NO |
| END | POSITIVA | SI |
| WC | POSITIVA | SI |
| OP.CREC. | POSITIVA | NO |
| RENT | POSITIVA | SI |
| PETROLEO | NEGATIVA | NO |
| MAT.BASICOS | NEGATIVA | NO |
| BIENCONSUMO | NEGATIVA | NO |
| SERVINMB. | NEGATIVA | NO |
| TECN. Y TELEC. | NEGATIVA | NO |

Fuente: Elaboración propia.

Finalizar el análisis hablando sobre el VIF (factor de agrandamiento de la varianza), en todas las regresiones para evitar problemas de multicolinealidad debe mantenerse inferior a 3 o 4. En ambas regresiones se mantiene en el 1,61, lo que nos lleva a descartar problemas de este tipo.

7. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo es analizar la relación entre las características personales del CEO y la cantidad de tesorería que mantiene una empresa. Para abordar esta cuestión, se realizó una revisión exhaustiva de la literatura que abarca tanto teorías generales relacionadas con la gestión de tesorería (“trade off”, “pecking order” y “free cash flow”), como estudios más específicos que exploran su conexión con las características personales del CEO. Los resultados empíricos que hemos obtenidos no nos han llevado a resultados concluyentes. A pesar de ello, nuestro objetivo es seguir avanzando en el conocimiento de ese efecto de las características personales del CEO y la cantidad de tesorería que mantienen las empresas, aportando un poco más de información que pueda ayudar a futuros estudios.

Tratando de buscar evidencia empírica que ayude a explicar cómo las características del CEO (Género, Edad, Campo de estudios universitarios, universidad pública/privada y estudios posgrado) afectan de manera positiva o negativa a las tenencias de efectivo. Hemos utilizado una muestra de 85 empresas que cotizan en el mercado continuo de las que se excluyeron las empresas del sector financiero. Para dicho estudio nos hemos apoyado en los datos financieros de 2022.

Los resultados obtenidos muestran que los CEO con especialización educativa en economía, se relacionarán de manera negativa con el efectivo. Estos suelen tener una mejor comprensión de las oportunidades de inversión y de los rendimientos esperados. Lo que los lleva a preferir invertir los fondos disponibles en proyectos rentables en lugar de mantener grandes cantidades de efectivo que no generan rendimientos adicionales. Dicho conocimiento más específico sobre el funcionamiento del mercado conlleva a que estos estarán más dispuestos a asumir riesgos controlados y a utilizar el efectivo disponible. Además, los CEO con formación en economía están más familiarizados con estrategias alternativas de financiación, como la emisión de deuda o la reestructuración financiera, lo que les permite gestionar la liquidez de manera más dinámica y adaptativa según las necesidades de la empresa. Esta capacidad de adaptación financiera contribuye a una gestión más efectiva de los recursos financieros disponibles.

Además, la formación en economía está asociada con una actitud menos cautelosa hacia el riesgo financiero y una mayor inclinación hacia la maximización de beneficios.

Respecto a las variables de control hemos podido ver que solo se han contrastado el endeudamiento y el capital circulante respecto a la primera regresión. A esto se le ha sumado la variable rentabilidad (ROA) en la segunda regresión.

Podemos ver que el endeudamiento se relaciona de manera positiva. La literatura argumentaba Ferreira y Vilela (2004), a través de la teoría del trade off, una dualidad del comportamiento de dicha variable sobre el cash. Por el lado de la asociación positiva, se plantea que el apalancamiento financiero aumenta el riesgo y la vulnerabilidad financiera de una empresa, ya que las obligaciones de pago asociadas a la deuda pueden imponer restricciones financieras significativas, lo que supone mantener más efectivo (Ferreira y Vilela, 2004). Por tanto, nuestro resultado apoya la parte de la literatura que incide sobre esa relación positiva.

En relación con el capital corriente, otra variable que mostró ser significativa positivamente en un 99% en nuestro estudio, y por tanto es interesante contrastar estos hallazgos con la literatura existente. La teoría del trade-off tradicionalmente postula una relación negativa entre el capital corriente y las tenencias de efectivo de una empresa (Ferreira y Vilela, 2004). Sin embargo, nuestros resultados contradicen esta

suposición, ya que observamos una relación positiva entre el capital corriente y las tenencias de efectivo. Esto sugiere que las dinámicas que influyen en la gestión del efectivo pueden ser más complejas y pueden variar según el contexto específico de cada empresa.

Por último, hay que destacar que es significativa la variable rentabilidad de manera positiva (aunque no en todas las formas de medir tesorería). A través de la literatura, como la teoría del trade off, hemos podido ver que otros estudios también han contrastado esta variable empíricamente, observando esa misma relación positiva. Por lo que podemos decir que nuestros resultados apoyan que cuanto mayor es la rentabilidad, mayores serán las tenencias de efectivo.

El presente trabajo puede tener una gran implicación práctica gracias a todos los resultados obtenidos. Podría ser de gran importancia para aquellos directivos que han cursado una carrera relacionada con la economía y que, por tanto, vistos los resultados, van a asumir más riesgos. Esto los podría llevar a plantearse diferentes caminos, como rotar a otra especialidad que empíricamente se haya determinado como menos arriesgada, este es el caso de las carreras relacionadas con humanidades (Manner, 2010). Este estudio no solo tendría grandes influencias en directivos ya formados, sino también en estudiantes que no tienen claro su futuro profesional y que quizás el motivo para cambiar su futura especialidad podría ser este.

A parte de lo que acabamos de comentar, podemos entender que como inversores vamos a buscar un director ejecutivo acorde a nuestras peticiones. Por tanto, el presente trabajo advierte de los comportamientos y estrategias que puede seguir un CEO con una especialización económica, y que, en el caso de que el perfil del inversor sea con una gran aversión al riesgo, quizás una empresa con un CEO de estas características no sea la mejor opción. Por tanto, se vuelve crucial para los inversores conocer al CEO y su backup educativo, ya que esto puede ser determinante para la decisión de inversión.

No solo es importante para nuevos inversores sino también para los que ya son accionistas, un cambio de director ejecutivo podría suponer una venta o mayor compra de acciones en función del perfil de accionista. Esto conllevará a que la empresa experimente un impacto significativo en el valor de sus acciones, algo que las empresas deben tener muy presente si desean evitar periodos de volatilidad.

Nuestro trabajo presenta varias limitaciones, empezando por la cantidad de empresas que han tenido que ser eliminadas de la muestra debido a la imposibilidad para encontrar los datos necesarios. La información con mayor dificultad para su búsqueda ha sido la edad de cada uno de los CEO. Quizás ciertos CEO por motivos personales prefieren mantener esta información en secreto, a pesar de ello, sería de gran ayuda la existencia de una plataforma que pueda dar toda la información sobre cada uno de los CEO que ha estado en la empresa a lo largo de su vida económica. El análisis planteado es de

empresas españolas, pero debido a la gran reducción que hemos tenido que hacer habría sido interesante introducir empresas de otros mercados (Francia, Alemania...) para así conseguir aumentar la muestra y sacar resultados más concluyentes a nivel global.

Con estas limitaciones, se podrían plantear futuros estudios que introdujeran como variable independiente el lugar de nacimiento del CEO dentro de las características personales, ya que no solamente la educación sino también la cultura y tradiciones son de gran importancia para evaluar el comportamiento empresarial de los CEO. Enlazando con lo aportado en el párrafo anterior, podría plantearse la ampliación a otros países utilizando las empresas del CAC40, DAX40, IBEX 35... El diferente funcionamiento de los mercados y países tendrían gran influencia en los resultados.

Tras comentar los resultados obtenidos, el objetivo de nuestro trabajo de fin de grado era contrastar si las características del CEO influían sobre la cantidad de tesorería que mantienen las empresas. Hemos podido apreciar que, si el CEO ha llevado a cabo una carrera relacionada con la economía, menor será la cantidad de efectivo que mantenga en tesorería.

8. BLIBIOGRAFIA

- Adhikari, B. K. (2018). Female executives and corporate cash holdings. *Applied Economics Letters*, 25(13), 958-963.
- Aftab, U., Javid, A. Y., & Akhter, W. (2018). The determinants of cash holdings around different regions of the world. *Business and Economic Review*, 10(2), 151-181.
- Ahmed, M. S., & Kumar, S. (2023). Are MBA CEOs really more risk-averse? *International Review Of Financial Analysis*, 89, 102804.
- Ajanthan, A., & Kumara, K. U. (2017). Corporate governance and cash holdings: empirical evidence from an emerging country, Sri Lanka. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 7(2), 112-128.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Barker III, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management science*, 48(6), 782-801.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- Baumol, W. J. (1952). The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 66(4), 545-556.
- Beber, A., & Fabbri, D. (2012). Who times the foreign exchange market? Corporate speculation and CEO characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1065-1087.
- Beranek, W. (1963). A Programming Model of Corporate Cash Management. *Journal of Finance*, 18(3), 409-419.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly journal of economics*, 118(4), 1169-1208.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2015). *Principles of corporate finance*. McGraw-hill.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate
- Donaldson, G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. *Harvard Business Review*, 39(4), 43-54.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.

- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). ¿Por qué las empresas tienen dinero en efectivo? Datos de los países de la UEM. *Gestión financiera europea*, 10(2), 295-319.
- Geletkanycz, M. A., & Black, S. S. (2001). Bound by the past? Experience-based effects on commitment to the strategic status quo. *Journal of Management*, 27(1), 3-21.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Hamzah, AH y Zulkafli, AH (2014). Diversidad de directorios y expropiación corporativa. *Procedia-Ciencias sociales y del comportamiento*, 164, 562-568.
- Harymawan, I., Nasih, M., Agustia, D., Ratri, M. C., & Nowland, J. (2020). CEO & CFO education and R&D investment in Indonesia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 4(2), 16-34.
- Hasan, I., Kobeissi, N., Liu, L., & Wang, H. (2018). Corporate social responsibility and firm financial performance: The mediating role of productivity. *Journal of Business Ethics*, 149, 671-688.
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 44(2), 237-271.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- King, T., Srivastav, A., & Williams, J. (2016). What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. *Journal of Corporate Finance*, 37, 287-308.
- Kumala, L., Suherman, S., & Dong, K. T. P. (2024). The impact of CEO gender and educational background on capital structure. *Global Advances in Business Studies*, 3(1), 13-25.
- Kumar, K., Rajan, R., & Zingales, L. (1999). What determines firm size?
- La Rocca, M., La Rocca, T., Staglianò, R., Vecellio, P. y Montalto, F. (2019). Diversidad de género, tenencias de efectivo y el papel del entorno institucional: evidencia empírica en Europa. *Economía Aplicada*, 51 (29), 3137-3152.
- Lin, C., Lin, P., Song, F. M., & Li, C. (2011). Managerial incentives, CEO characteristics and corporate innovation in China's private sector. *Journal of comparative economics*, 39(2), 176-190.
- López Apablaza, J. C. (2017). Determinantes de la reserva de efectivo: evidencia para Chile.
- Luo, J. H., Huang, Z., Li, X., & Lin, X. (2018). Are women CEOs valuable in terms of bank loan costs? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 153, 337-355.

Manner, M. H. (2010). The impact of CEO characteristics on corporate social performance. *Journal of business ethics*, 93, 53-72.

McClelland, P. L., & O'Brien, J. P. (2011). Transaction cost economics and corporate governance: The case of CEO age and financial stake. *Managerial and Decision Economics*, 32(3), 141-158.

Miller, D., & Xu, X. (2019). MBA CEOs, short-term management, and performance. *Journal of Business Ethics*, 154, 285-300.

Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435.

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.

Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance*, 49(3), 1015-1040.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.

Rajan, R., & Zingales, L. (1996). Financial dependence and growth.

Shabrina, H., & Lubis, A. W. (2021). The effects of CEOs' overconfidence and education on cash holding: a study of non-financial companies in Indonesia during 2019. *International Journal of Advanced Research in Economics and Finance*, 3(3), 89-101.

Teruel, P. J. G., & Solano, P. M. (2003). La tesorería en la empresa y sus determinantes. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

Tyler, B. B., & Steensma, H. K. (1998). The effects of CEO pay structure on corporate social performance. *Journal of Management*, 24(5), 517-535.

Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management journal*, 35(1), 91-121.

Winarta, B. J., Djuariah, N., & Bustaman, Y. (2018). CEO characteristics on cash holdings & overinvestment: Evidence from Indonesian firms. *Journal of Management Practices, Humanities and Social Sciences*, 2(2), 28-34.

Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of financial economics*, 108(1), 250-273.

Zeng, S., & Wang, L. (2015). CEO gender and corporate cash holdings. Are female CEOs more conservative? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 22(4), 449-474.

9. ANEXO DE SOSTENIBILIZACION CURRICULAR

Este trabajo de fin de grado no se vincula de manera directa con ninguno de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) pero de manera indirecta podemos observar relación con varios de estos.

Iniciando con la educación, y relacionándolo con el ODS 4 (Educación de calidad). En el contexto empresarial, la educación del CEO puede influir en la promoción de una cultura organizacional que valore y fomente la educación continua y el desarrollo profesional de los empleados. Dando importancia a la diversidad y la inclusión en el lugar de trabajo, incluido el acceso equitativo a oportunidades educativas y de desarrollo para todos los empleados, independientemente de su origen o situación personal. Un CEO educado puede ser un defensor de programas de capacitación interna, becas educativas para empleados y colaboraciones con instituciones educativas para mejorar las habilidades y competencias del personal. Puede impulsar programas educativos en comunidades locales, colaborar con escuelas y universidades.

Un CEO con educación sólida puede liderar estrategias empresariales que fomenten la inversión en investigación y desarrollo (I+D), promoviendo así la innovación en productos y servicios que contribuyan al desarrollo sostenible. Podemos apreciar por tanto la relación con el ODS 9, la educación del CEO puede influir en la capacidad de una empresa para adoptar e implementar nuevas tecnologías que mejoren la productividad y la competitividad.

Por otro lado, la cantidad de mujeres en posiciones ejecutivas puede reflejar las barreras y desafíos a los que se enfrentan para ascender a roles de liderazgo en las organizaciones. Esto se alinea con el ODS 5, que busca garantizar igualdad de derechos y oportunidades para las mujeres en todos los niveles y sectores. Como hemos podido observar en el presente trabajo, la cantidad de mujeres que hay en las empresas cotizadas del mercado continuo es muy reducido si lo comparamos con la cantidad de hombres. Todo esto sin tener en cuenta la diferenciación del sector al que pertenecen cada una de las empresas.

Tener más mujeres en los equipos directivos no solo promueve la diversidad de perspectivas, sino que también contribuye a una toma de decisiones más inclusiva y representativa. La igualdad de género y el empoderamiento de las mujeres no solo es un objetivo en sí mismo, sino que también es fundamental para alcanzar otros Objetivos de Desarrollo Sostenible. La representación femenina en los equipos directivos puede mejorar el rendimiento empresarial, fomentar la innovación y promover prácticas más sostenibles y éticas.

Otro objetivo de desarrollo sostenible que podemos observar en el presente trabajo es el ODS 8. Las prácticas de gestión financiera en las empresas pueden contribuir a la consecución de dicho objetivo que

hace referencia al trabajo decente y el crecimiento económico. Todas estas prácticas, pueden contribuir al desarrollo económico sostenible de una empresa, equilibrando la rentabilidad con consideraciones de responsabilidad social y ambiental. También remarcar que la gestión efectiva de la liquidez dentro de las empresas es fundamental para mantener la estabilidad financiera y crear empleos productivos y de calidad. Al asegurar un flujo de efectivo adecuado, las empresas pueden invertir en la expansión de sus operaciones.

Dicho crecimiento económico sostenible, puede influir positivamente en la rentabilidad de las empresas a largo plazo. El desarrollo económico inclusivo crea mercados más estables y amplios, lo que puede traducirse en mayores oportunidades de negocio y rentabilidad para las empresas.

Finalizar concluyendo que las empresas que se comprometen con la sostenibilidad ambiental están mejor posicionadas para aprovechar oportunidades de crecimiento a largo plazo, alineando sus operaciones con las expectativas de cada vez más consumidores y reguladores. En la actualidad, existe un creciente reconocimiento dentro de las empresas sobre la importancia de la concienciación respecto al desarrollo sostenible. Aquellas empresas que integren sólidamente los principios del desarrollo sostenible en sus bases y objetivos tendrán perspectivas de crecimiento más prometedoras.