

La gestión de la liquidez: necesidades y excedentes de tesorería*

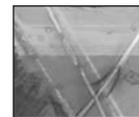
Txomin Iturralde Jainaga**
Amaia Maseda García***
Leire San José Ruiz de Agirre****

De las funciones que desarrolla el tesorero como principal responsable de la dirección y administración de los medios líquidos de la compañía, destaca la gestión de las necesidades y excedentes a corto plazo de tesorería. Para profundizar en este aspecto, se ha realizado un análisis empírico en el que se ha tomado como base las empresas asentadas en la Comunidad Autónoma del País Vasco (CAPV - España).

El estudio se concreta en objetivos tales como la identificación de los instrumentos de inversión y de financiación utilizados por las empresas en la gestión de tesorería, los factores más relevantes en la elección de estos medios de inversión y de financiación, y el análisis de la relación entre la gestión de las necesidades y excedentes de tesorería con el tamaño de la empresa y con la formación del tesorero.

Palabras clave: gestión de tesorería, excedentes de liquidez, necesidades de financiación.

Clasificación JEL: G2, G30, D21.



COLABORACIONES

1. Introducción

La gestión de la tesorería, como tarea integrada en la actual cultura del cash management (Charro y Ortiz, 1996, Blanco, Elvira y Navalón, 2001) supone asumir una serie de responsabilidades sobre el

control de los flujos monetarios de la entidad y su posición de liquidez, que conduzcan a una mejora de los resultados obtenidos en el departamento de tesorería, en unión con el resto de departamentos de la empresa.

Todas las tareas encomendadas al tesorero, responsable máximo de la coordi-

* La realización del presente trabajo se enmarca dentro del Proyecto de Investigación titulado "Análisis de la estructura financiera de la empresa: endeudamiento, rentabilidad, coste de financiación y dimensión empresarial. El caso de la Comunidad Autónoma del País Vasco", que ha recibido financiación de la Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea (España). Proyecto 1/UPV 00090.321-H-15402/2003.

** Profesor titular de la Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea.

*** Profesora titular de la Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea.

**** Profesora de la Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea.

nación de estas funciones, bien en un departamento específico o en uno con responsabilidades más amplias, deben orientarse a la obtención de beneficios a través de la maximización de la rentabilidad a corto plazo obtenida sobre los excedentes de liquidez y por la reducción de costes en la gestión de los déficit de tesorería, lo cual contribuirá a la consecución del objetivo general de maximizar el valor de la entidad.

Se establece así una relación directa entre la gestión de la tesorería y los conceptos de liquidez y rentabilidad. El departamento de tesorería deja de ser considerado meramente como un centro de costes y se identifica como un centro de beneficios, al igual que el resto de departamentos de la empresa, lo que implica un concepto activo y responsable de la gestión de la liquidez de la empresa (López, 2003, p. 139).



COLABORACIONES

2. Funciones básicas del Departamento de Tesorería

En este apartado presentamos las funciones básicas del tesorero, principal responsable de la dirección y gestión de la tesorería, bien en un departamento específico creado para esta finalidad, o bien como figura integrada en un departamento con funciones más amplias, como en los casos en los que el organigrama de la compañía presenta únicamente un departamento financiero o contable. El perfil del tesorero responde con el de un profesional conocedor del mercado monetario y crediticio, con habilidad en la gestión de las relaciones con las entidades financieras, que será el encargado de administrar dinámica, eficaz, coordinada y prudentemente la tesorería de la compañía.

Las funciones del tesorero son diversas y dependen, en gran medida, de la dimen-

sión de la entidad y de su posición dentro de la estructura de la corporación, por lo que requerirá siempre una definición y reparto de tareas. No obstante, hay responsabilidades innatas a esta figura que se le atribuyen en prácticamente todos los casos. Desde nuestra perspectiva éstas son:

- a) Control y planificación de la liquidez.
- b) Gestión de las necesidades y excedentes a corto plazo.
- c) Gestión de riesgos.
- d) Gestión de las relaciones con las entidades financieras.

2.1. Control y planificación de la liquidez

El tesorero deberá determinar, en primer lugar, el nivel de tesorería necesario en cada momento con la finalidad de «tener disponible suficiente para las necesidades operativas, pero no más del preciso para retribuir a los bancos por los servicios recibidos» (Smith, 1986, p. 30), teniendo en cuenta los motivos de transacción, precaución y especulación identificados por la teoría monetaria y que hacen prácticamente imposible que este saldo sea cero (Maseda e Iturralde, 2001, p. 33). El informe diario, a fecha valor, de la situación de las distintas cuentas de liquidez inmediata y de las cuentas de crédito, así como el seguimiento de las operaciones bancarias en proceso, permitirá conocer la posición global de la tesorería, que redundará en una mejor gestión de los saldos líquidos ociosos.

Una vez determinado el nivel de disponibilidades líquidas, se debe elaborar el presupuesto de tesorería para realizar las previsiones correspondientes, de tal manera que disminuyan las probabilidades de déficit y se planifiquen los medios y/o herramientas necesarios para minimizar, en su caso, los saldos ociosos. La gestión

de la liquidez a través del presupuesto de tesorería se enmarca en un horizonte temporal siempre a corto plazo, pero que varía desde el control de la posición diaria hasta el presupuesto de tesorería anual, pasando por las previsiones de entradas y salidas de medios líquidos mensuales y/o trimestrales.

El objetivo del presupuesto de tesorería responde al deseo de conocer de forma anticipada las necesidades y excesos de medios líquidos que se desprende de la actual actuación de la compañía, gracias a lo cual se podrán tomar en el presente decisiones que tengan incidencia en el futuro, en caso de que los resultados que muestre el presupuesto no respondan con los objetivos fijados en la planificación financiera. En consecuencia, el presupuesto de tesorería siempre debe estar coordinado con el presupuesto general de la empresa, pues será en último término el que asuma las consecuencias de las decisiones adoptadas en el resto de departamentos; y a la inversa, ningún otro área de la empresa podrá decidir su actuación futura si no toma en consideración el nivel de medios líquidos que afronta la entidad en el horizonte temporal objeto de evaluación.

2.2. Gestión de las necesidades y excedentes a corto plazo

La administración de excedentes de tesorería que transitoriamente se generan en la entidad es una de las principales responsabilidades que tiene encomendada el tesorero. La capacidad de negociación con las entidades financieras es un elemento clave de esta función, a la que el tesorero debe enfrentarse siendo conocedor de los instrumentos y productos bancarios que se ofrecen en el mercado, que permitan mantener los mínimos de liqui-

dez necesarios y asegurar la máxima rentabilidad financiero-fiscal posible.

La decisión sobre en qué instrumentos financieros invertir se basará, en definitiva, en un análisis conjunto de la solvencia, liquidez, seguridad y rentabilidad de los mismos, tomando en consideración otros aspectos colaterales no menos importantes, como es el que se desprende de su tratamiento fiscal. En principio, cualquier tipo de depósito, fondo, títulos o valores pueden reunir las condiciones expuestas, aunque resultan especialmente interesantes las operaciones Repo's, los eurodepósitos, los pagarés de empresa, las cuentas a la vista o cuentas de ahorro remuneradas o los fondos de inversión monetarios, entre otros.

Al mismo tiempo que enfatizamos la administración de los excedentes de liquidez, debemos considerar también la importancia de la gestión del déficit de tesorería que puede mantener la empresa. Las necesidades financieras se deben prever con la máxima antelación posible, al mismo tiempo que se determina la posible línea de financiación que se utiliza en caso de tener que hacer frente a algún imprevisto o situación no esperada.

Los cambios y las mejoras de las tecnologías de la información han propiciado un avance considerable en la actual gestión de tesorería, con el desarrollo de soportes informáticos que permiten obtener datos sobre los cobros y pagos efectuados de una forma actualizada e integrada. Esto conlleva a una mejora en la rapidez, validez y precisión de la información financiera, ayudando así a la hora de tomar decisiones en relación a la gestión de excedentes y déficit de tesorería.

2.3. Gestión de riesgos financieros

El riesgo y la incertidumbre sobre los acontecimientos futuros tiene un efecto en



COLABORACIONES

toda la planificación de la compañía, incluida la tesorería, provocando que las previsiones efectuadas no coincidan con la tesorería futura. Una de las misiones del tesorero en relación a la gestión de riesgos, será analizar y determinar hasta que punto es conveniente incurrir en un riesgo, tras el correspondiente estudio de su cobertura. Estos instrumentos de cobertura permiten cubrir de forma parcial o total las variaciones en los pagos o cobros previstos por la entidad.

Aunque en la actualidad existen un gran número de riesgos financieros, los más característicos son los siguientes:

1. El riesgo de tipo de interés, que se produce por las fluctuaciones en los tipos de interés de los activos y pasivos que cualquier agente económico puede tener. La cobertura de este riesgo supone no soportar pérdidas tan altas pero también obtener rentabilidades más bajas de las esperadas a priori.

2. El riesgo de tipo de cambio, que surge por variaciones en la cotización de las divisas respecto a su posición. Este riesgo supone asumir pérdidas superiores a las previstas, o ganancias inferiores a las esperadas como consecuencia de la alteración del tipo de cambio de una divisa.

2.4. Gestión de las relaciones con las entidades financieras

Una correcta gestión de las relaciones con las entidades financieras influye directamente en la posición bancaria de la empresa, y con ello, en la posición global de la tesorería. Para desarrollar adecuadamente esta labor, son elementos básicos la experiencia del tesorero y su poder de negociación.

Existen un gran número de variables que la empresa debe negociar con las entidades financieras, entre ellas, las fechas

de vencimiento, las fechas valor de los distintos instrumentos financieros, los tipos de interés, los tipos de cambio, las comisiones, etcétera. Un control exhaustivo de estas variables junto con el análisis periódico de los acuerdos firmados con cada entidad y del negocio bancario en su conjunto, puede permitir a la entidad una mejora considerable en la gestión del disponible. Los avances informáticos además, hacen posible una relación entre banco y empresa que permite no sólo obtener información rápida y fluida sobre la situación bancaria de la compañía, sino de transmitir y adecuar la misma a las necesidades en cada caso.

A modo de síntesis, podemos considerar tareas básicas de este departamento de tesorería, la planificación del disponible y su posterior control, las estrategias para invertir a la máxima rentabilidad los excesos de tesorería y financiar al mínimo coste los déficit, la gestión de los riesgos tanto de tipo de interés como de tipo de cambio y, por último, la gestión bancaria.

3. Objetivo del estudio

La agrupación de funciones en torno a la figura del tesorero establecidas en el apartado anterior, ha sido la base a partir de la cual hemos estructurado nuestro trabajo, y en particular, en lo que hace referencia a la gestión de necesidades y excedentes de tesorería. Para profundizar en dicho aspecto, se ha realizado un análisis empírico en el que se ha tomado como base las empresas asentadas en la Comunidad Autónoma del País Vasco (CAPV-España). La finalidad del estudio se concreta en los siguientes objetivos:

1. Identificar las fuentes de financiación utilizadas por las empresa para cubrir los déficit de tesorería a corto plazo.



COLABORACIONES

2. Identificar los instrumentos de inversión utilizados para gestionar los excedentes de tesorería a corto plazo.

3. Factores determinantes en la elección de la financiación de los déficit de tesorería.

4. Factores determinantes en la elección de la inversión de los excedentes de tesorería.

5. Analizar la relación entre el tamaño de la empresa y la gestión de las necesidades y excedentes de tesorería.

6. Analizar la relación entre la formación del tesorero o del responsable de la toma de decisiones en el área de tesorería y la gestión de las necesidades y excedentes de tesorería.

Teniendo en cuenta todos estos aspectos, el resto del trabajo se organiza de la siguiente manera. En primer lugar, se describe la metodología utilizada para desarrollar el análisis empírico, esto es, descripción de la muestra y del procedimiento de análisis seguido. Los principales resultados de la investigación son recogidos en el quinto apartado y ordenados en relación con los objetivos de partida. Por último, en el apartado sexto se recogen las principales conclusiones del trabajo y finalmente se presentan las referencias bibliográficas.

4. Metodología

4.1. Descripción de la muestra

La base de datos de la que partimos está formada por las 4.699 empresas de la CAPV con más de 15 trabajadores. En la selección se ha obviado a las llamadas «microempresas», esto es, aquellas entidades que cuentan con un número de empleados inferior a 15, pues precisamente, una de las características que identifica a este tipo de entidades es la de carecer de

una estructura organizativa relevante, fundamentalmente en el área financiera.

Así, del total de empresas seleccionadas —4.699—, fueron enviadas 1.500 encuestas repartidas por provincias en función de la proporción existente en la población objetivo. El índice de respuestas fue del 14,5 por 100, esto es, respondieron 217 de las encuestas enviadas.

Del total de empresas que respondieron la encuesta, el 14 por 100 se engloba dentro del grupo de pequeña empresa, el 62 por 100 mediana y el 24 por 100 como gran empresa.

En relación a la formación del tesorero o responsable de la toma de decisiones en el área de tesorería, hemos dividido las empresas en dos grupos, según la posesión o no de titulación universitaria del decisor. Al primer grupo pertenece el 69 por 100 de los individuos, mientras que el 31 por 100 carecen de titulación universitaria.

4.2. El cuestionario

El análisis de la gestión de las necesidades y excedentes de tesorería en las empresas sitas en la CAPV con un número de trabajadores superior a 15 ha sido la columna vertebral a partir de la cual se ha desarrollado la encuesta. Para ello, se ha estructurado el cuestionario en tres bloques de preguntas: «*financiación del déficit de tesorería*», «*inversión de los excedentes de tesorería*» e «*Información general*».

El primero de estos bloques, denominado «*financiación del déficit de tesorería*», pretende no sólo identificar las fuentes de financiación utilizadas, sino analizar también los factores que guían la elección de la modalidad de financiación.

El segundo bloque recoge los instrumentos de inversión utilizados por la empresa para gestionar los excedentes de tesorería, así como los factores que guían



COLABORACIONES

CUADRO 1 FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT DE TESORERÍA			
Fuentes de financiación utilizadas		Factores que guían la elección de la fuente de financiación	
Fin 1	Descuento de efectos comerciales.	Confin 1	Consejos de la entidad financiera.
Fin 2	Factoring.	Confin 2	Previsión t/i según los analistas financieros.
Fin 3	Línea de crédito.	Confin 3	Previsión t/i según la dirección financiera.
Fin 4	Préstamo bancario a corto plazo.	Confin 4	Exposición al riesgo de interés de la empresa.
Fin 5	Emisión de pagarés.	Confin 5	El menor coste de la fuente de financiación.
Fin 6	Ampliación del plazo de pago a los proveedores.	Confin 6	No exponer a la empresa a nuevas variaciones en el t/i por la financiación incorporada.
Fin 7	Reducción del plazo de crédito a los clientes.		

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO 2 INVERSIÓN DE LOS EXCEDENTES DE TESORERÍA			
Instrumentos de inversión utilizados		Factores que guían la elección del instrumento de inversión	
Inv 1	Deuda Pública.	Coninv 1	Consejos de la entidad financiera.
Inv 2	Fondos de Inversión.	Coninv 2	Previsión t/i según analistas financieros.
Inv 3	Repo's.	Coninv 3	Previsión t/i según la dirección financiera.
Inv 4	Eurodepósitos.	Coninv 4	Facilidad para recuperar la inversión.
Inv 5	Amortización de la deuda.	Coninv 5	Rentabilidad de la inversión.
Inv 6	Renta variable.	Coninv 6	Seguridad de la inversión.
Inv 7	Depósitos bancarios.		
Inv 8:	Futuros – opciones.		
Inv 9	Pagarés de empresa.		

Fuente: Elaboración propia.



COLABORACIONES

a la empresa en la consideración de esa modalidad de inversión.

En el tercer bloque, denominado «*Información general*», se recogen los datos necesarios para identificar a la empresa: volumen de negocio anual, total del activo del balance, número de empleados, así como la formación del responsable de la toma de decisiones en el área de tesorería, entre otros aspectos.

El cuestionario consta de 28 preguntas concretas sobre los aspectos objeto de estudio, que requieren respuestas igualmente concretas. La gran mayoría de estas preguntas se presentaron mediante una escala tipo *Likert*, que permite cuantificar la opinión cualitativa del empresario y poder así efectuar los contrastes empíricos pertinentes. Además, se plantearon una serie de preguntas adicionales con el objetivo de evaluar la formación del tesorero y el tamaño de la empresa.

Los niveles de acuerdo o de desacuerdo utilizados en estas preguntas han sido: 1 = Nunca/nada importante; 2 = Alguna vez y de escasa relevancia; 3 = Varias

veces y resulta de cierta relevancia; 4 = Muchas veces y resulta bastante relevante; 5 = Habitualmente y muy importante.

5. Presentación y análisis de resultados (1)

5.1. Análisis de los resultados

En primer lugar realizamos un análisis descriptivo de los valores medios obtenidos para cada uno de los items planteados en la encuesta, comenzando por la gestión de las necesidades de tesorería para analizar a continuación la gestión de los excedentes de medios líquidos.

5.1.1. Gestión de las necesidades de tesorería

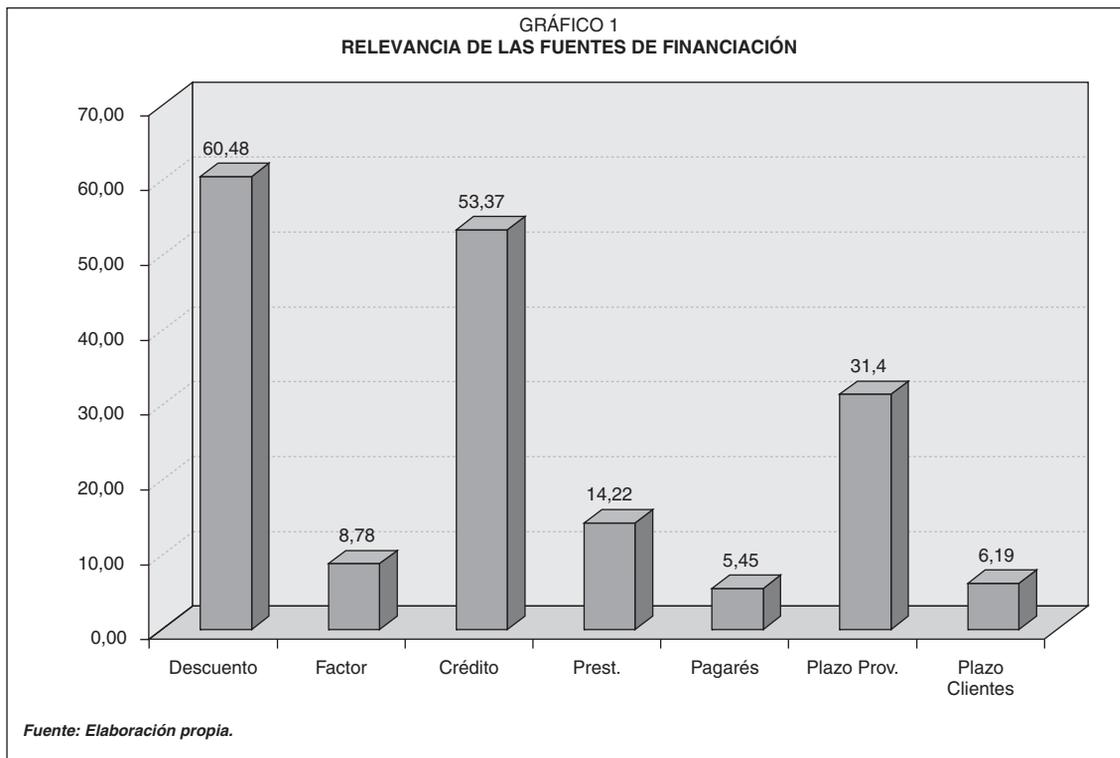
Según se desprende de los resultados obtenidos, el descuento de efectos comer-

(1) Para la preparación y el análisis de los datos hemos utilizado la hoja de cálculo Microsoft Excel 6.0 y el paquete de análisis estadístico SPSS 11.0.

**CUADRO 3
VALORES MEDIOS Y FRECUENCIAS DE LA UTILIZACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN**

	Fin1	Fin2	Fin3	Fin4	Fin5	Fin6	Fin7
Media	3,45	1,47	3,29	1,94	1,29	2,46	1,71
Nada importante	23,81	79,02	25,00	53,92	88,61	42,03	60,31
De escasa relevancia.....	8,10	8,29	6,25	19,12	2,48	10,14	17,53
De cierta relevancia	7,62	3,90	15,38	12,75	3,47	16,43	15,98
Bastante relevante	20,00	4,39	21,15	7,35	2,48	22,22	3,09
Muy importante	40,48	4,39	32,21	6,86	2,97	9,18	3,09

Fuente: Elaboración propia.



ciales y la línea de crédito son las fuentes de financiación a corto plazo más utilizadas por las empresas sitas en la CAPV, con un valoración media de 3,45 y de 3,29 puntos sobre cinco, respectivamente. El préstamo a corto plazo apenas obtuvo una puntuación media de 1,94 puntos, muy lejos de los obtenidos por las anteriores fuentes de financiación. La razón de estos resultados se halla, probablemente, en la menor flexibilidad del préstamo en relación a las otras dos fuentes financieras.

En cuanto a la ampliación del plazo de pago a los proveedores y a la reducción del plazo de crédito a los clientes, la diferencia en su utilización es importante,

siendo bastante más utilizada la negociación del plazo de vencimiento con los proveedores. Las grandes empresas tienen un mayor poder de negociación con sus clientes, pero aún así, las cifras obtenidas indican que no es esta vía la más utilizada para obtener medios líquidos, debido probablemente al miedo a que la reducción del plazo de cobro a clientes puede influir negativamente en las ventas.

Las fuentes de financiación a corto plazo menos utilizadas por las empresas encuestadas son la emisión de pagarés y el factoring, siendo importante la diferencia de utilización existente en relación con el resto. Sin lugar a dudas, la dimensión em-

CUADRO 4
 VALORES MEDIOS Y FRECUENCIAS DE LOS FACTORES GUÍA EN LA ELECCIÓN DE LA FINANCIACIÓN

	confin1	confin2	confin3	confin4	confin5	confin6
Media	2,43	2,07	1,97	1,99	2,89	1,52
Nada importante	33,33	45,55	52,11	48,95	27,75	71,12
De escasa relevancia	19,49	19,37	15,79	18,95	8,90	12,30
De cierta relevancia	23,08	19,90	17,37	17,89	24,61	12,30
Bastante relevante	19,49	12,57	12,11	12,11	24,08	2,14
Muy importante	4,62	2,62	2,63	2,11	14,66	2,14

Fuente: Elaboración propia.

presarial y la estructura organizativa de la compañía son factores clave para el uso de este tipo de instrumentos financieros.

Analizando los porcentajes que obtiene cada una de las respuestas, podemos confirmar la diferencia existente en la utilización de estas fuentes de financiación, sobre todo si consideramos de forma conjunta los niveles de respuesta 4 y 5, y que hacen referencia a las contestaciones «*muchas veces y resulta bastante relevante*» y «*habitualmente y es muy importante*». Los resultados indican una clara preferencia por el descuento de efectos comerciales y la línea de crédito, pudiendo considerarse como fuentes de financiación relevantes, al superar en ambos casos el 50 por 100. En el lado opuesto, la emisión de pagarés, la reducción del plazo de crédito a los clientes, los pagarés y el factoring no obtienen en ningún caso el 9 por 100 de valoración como fuente relevante por parte de los encuestados.

Una vez que se conoce la importancia relativa de cada una de las fuentes de financiación que habitualmente utiliza la empresa en el corto plazo, analizamos a continuación los factores que guían la elección de dichas fuentes.

A este respecto, los datos que figuran en el Cuadro 4 revelan que el elemento de mayor consideración es el coste, seguido por los consejos proporcionados por la entidad financiera, con un valoración media de 2,89 y 2,43 puntos sobre cinco, respectivamente. En relación a la estimación de la evolución previsible de los tipos de interés,

los encuestados valoran más, aunque con una diferencia mínima, la opinión de los analistas financieros frente a la realizada por la propia dirección. Por último, cabe destacar el escaso valor concedido a la obtención de préstamos a tipo de interés fijo con el propósito de no exponer a la empresa a variaciones adicionales al tipo de interés, puesto que el 71,12 por 100 de los encuestados no le otorga importancia a este hecho, a pesar de la existencia de cierto riesgo de subida de los tipos de interés.

5.1.2. Gestión de los excedentes de tesorería

Otra de las funciones importantes que tiene encomendada el tesorero es la de rentabilizar los excesos de tesorería que transitoriamente se generan en la empresa. Esto es, se tratan de «picos de tesorería» y no de fondos permanentes que tienen un tratamiento diferente porque también es distinta su razón de ser en la empresa.

El objetivo de rentabilizar al máximo los «picos de liquidez» es, sin lugar a dudas, primordial para una buena gestión de la tesorería. Sin embargo, las empresas encuestadas no valoran de la misma manera este aspecto, puesto que en las respuestas obtenidas sobre la utilización de los diferentes instrumentos de inversión, la contestación más frecuente ha sido «*nunca o nada importante*». Este dato denota la poca importancia que se le concede a la maximización de la rentabilidad de los excedentes de tesorería.



COLABORACIONES

**CUADRO 5
VALORES MEDIOS Y FRECUENCIAS DE LA UTILIZACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN**

	Inv1	Inv2	Inv3	Inv4	Inv5	Inv6	Inv7	Inv8	Inv9
Media	2,10	2,41	1,74	1,55	1,84	1,44	2,18	1,13	1,25
Nada importante	59,26	47,64	75,81	80,65	67,03	81,72	51,60	94,05	89,19
De escasa relevancia	5,29	9,42	2,69	3,23	6,49	6,45	11,70	2,70	3,24
De cierta relevancia	12,17	13,09	4,84	3,23	8,65	5,30	15,43	1,08	3,24
Bastante relevante	12,70	13,61	5,37	5,91	11,35	4,38	10,11	0,54	1,62
Muy importante	10,58	16,23	11,30	6,99	6,49	2,15	11,17	1,62	2,70

Fuente: Elaboración propia.

**CUADRO 6
VALORES MEDIOS Y FRECUENCIAS DE LOS FACTORES GUÍA EN LA ELECCIÓN DE LA INVERSIÓN**

	coninv1	coninv2	coninv3	coninv4	coninv5	coninv6
Media	2,75	2,22	2,04	3,32	3,24	3,64
Nada importante	25,65	42,55	49,74	21,58	20,31	16,67
De escasa relevancia	18,32	17,02	15,34	4,74	4,17	3,13
De cierta relevancia	23,04	21,28	19,58	15,79	21,88	13,54
Bastante relevante	20,94	14,36	12,17	35,79	38,02	33,33
Muy importante	12,04	4,79	3,17	22,11	15,63	33,33

Fuente: Elaboración propia.

Los datos de la Cuadro 5 muestran una preferente utilización de los fondos de inversión, los depósitos bancarios y la deuda pública sobre el resto de instrumentos de inversión de los excedentes de tesorería. Los derivados y la renta variable, por el contrario, son los menos valorados, aspecto que resulta lógico si se tiene en cuenta uno de los principios básicos que debe regir las inversiones de estas características, que es la seguridad de recuperar el dinero invertido. Los Repo's, eurodepósitos y pagarés de empresa tienen también una utilización baja, aunque algo mayor que las dos anteriores. La razón de que las empresas no valoren unos productos con un grado importante de liquidez y seguridad, puede deberse al desconocimiento de su existencia y a la escasa información que reciben sobre los mismos por parte de las entidades financieras. El papel de estas entidades es, en consecuencia, fundamental para la optimización de la gestión de tesorería.

Efectivamente, no son sólo las características de los propios activos financieros —seguridad, liquidez y rentabilidad—, los que influyen directamente en la decisión de inversión, sino también, y de una forma

muy notable, son los consejos de la entidad financiera los que decantan la inversión en uno u otro activo (ver Cuadro 6).

De las cualidades innatas del activo financiero, la seguridad es el principal aspecto considerado, puesto que el 66,66 por 100 de los encuestados lo considera relevante («*muchas veces y resulta bastante relevante*») y «*habitualmente y es muy importante*»), la liquidez ocupa el segundo lugar con un 57'89 por 100 y la tercera característica es la rentabilidad, con un 53,65 por 100 de respuestas. Las empresas encuestadas valoran, por lo tanto, la seguridad y liquidez por encima de la rentabilidad.

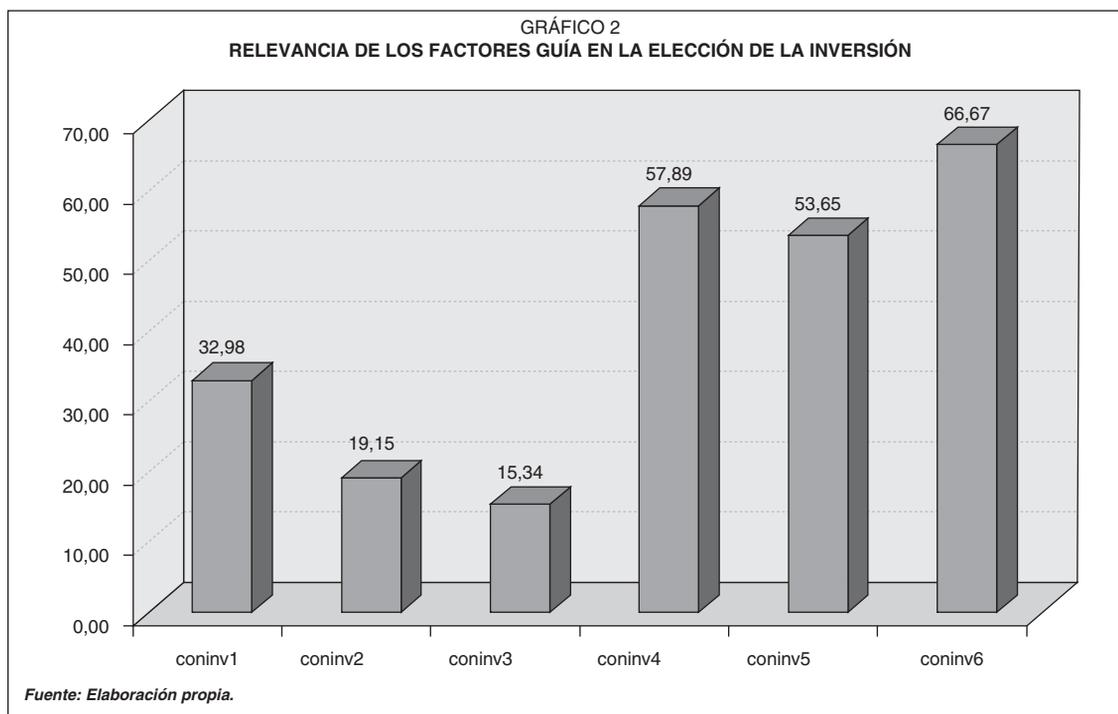
5.2. Incidencia del tamaño de la empresa y la formación del decisor (2)

Una vez identificados los instrumentos de inversión y de financiación más utiliza-

(2) Por motivos de espacio, en este trabajo no se han incluido la totalidad de estadísticos descriptivos, ni la totalidad de las tablas estadísticas correspondientes a los análisis realizados, pero pueden ser suministrados por los autores a quien lo requiera.



COLABORACIONES



COLABORACIONES

CUADRO 7
ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-VALLIS. INCIDENCIA DEL TAMAÑO DE LA EMPRESA

Factor: tamaño empresarial (pequeña, mediana, grande)

Variable dependiente	Fin1	Fin2	Fin3	Fin4	Fin5	Fin6	Fin7		
Estadístico χ^2	3,571	0,505	11,462	0,795	3,590	1,595	2,579		
p-valor.....	0,168	0,777	0,003	0,672	0,166	0,451	0,275		
Variable dependiente	confin1	confin2	confin3	confin4	confin5	confin6			
Estadístico χ^2	6,683	2,681	4,246	1,416	3,102	0,460			
p-valor.....	0,035	0,262	0,120	0,493	0,212	0,795			
Variable dependiente	Inv1	Inv2	Inv3	Inv4	Inv5	Inv6	Inv7	Inv8	Inv9
Estadístico χ^2	2,121	5,224	9,307	12,230	0,515	1,066	0,860	1,105	8,613
p-valor.....	0,346	0,073	0,010	0,002	0,773	0,587	0,651	0,676	0,013
Variable dependiente	coninv1	coninv2	coninv3	coninv4	coninv5	coninv6			
Estadístico χ^2	6,713	2,925	1,965	2,411	0,812	6,241			
p-valor.....	0,035	0,232	0,374	0,300	0,666	0,044			

Fuente: Elaboración propia.

dos por las empresas en la gestión de disponibilidades líquidas, así como los factores más relevantes en la elección de estos medios de inversión y de financiación, analizamos en último lugar la relación de la gestión de las necesidades y los excedentes de tesorería con el tamaño de la empresa y con la formación del tesorero o responsable de la toma de decisiones en el área de tesorería. Para completar este estudio efectuamos un análisis de varianza de *Kruskal-Vallis*.

Los resultados obtenidos en este análisis de varianza permiten rechazar la hipótesis nula de igualdad de medias para la mayoría de los casos (los resaltados en la Cuadro 7). Esto es, la utilización de la línea de crédito como fuente de financiación, la inversión en Repo's, en eurodepósitos y en pagarés de empresa, junto con la consideración de los consejos de la entidad financiera y la seguridad de la inversión, son elementos en los que existe una relación

CUADRO 8
 ANÁLISIS DE VARIANZA DE KRUSKAL-VALLIS. LA FORMACIÓN DEL DECISOR

Factor: Formación del decisor (titulados universitarios, no titulados)									
Variable dependiente	Fin1	Fin2	Fin3	Fin4	Fin5	Fin6	Fin7		
Estadístico χ^2	1,883	0,092	5,210	0,017	0,958	1,104	1,246		
p-valor.....	0,170	0,762	0,022	0,896	0,328	0,293	0,264		
Variable dependiente	confin1	confin2	confin3	confin4	confin5	confin6			
Estadístico χ^2	0,420	2,626	7,091	1,818	9,555	0,443			
p-valor.....	0,517	0,105	0,008	0,178	0,002	0,506			
Variable dependiente	Inv1	Inv2	Inv3	Inv4	Inv5	Inv6	Inv7	Inv8	Inv9
Estadístico χ^2	2,020	0,508	2,489	0,792	1,994	0,003	0,011	1,901	0,074
p-valor.....	0,155	0,476	0,115	0,373	0,158	0,957	0,916	0,168	0,785
Variable dependiente	coninv1	coninv2	coninv3	coninv4	coninv5	coninv6			
Estadístico χ^2	0,652	3,161	4,834	2,400	1,026	1,711			
p-valor.....	0,419	0,075	0,028	0,121	0,311	0,191			

Fuente: Elaboración propia.

estadísticamente significativa entre la dimensión empresarial y la gestión de las necesidades y excedentes de tesorería.

En lo que respecta a la relación entre la gestión de las necesidades y los excedentes de tesorería y la formación del tesoro, ésta sólo se manifiesta en algunos casos, como se puede observar en la Cuadro 8. La utilización de la línea de crédito, los conocimientos de la dirección financiera de la empresa y el coste de la financiación, son elementos en los que hay una diferencia significativa en la valoración en función de la formación del decisor.

6. Conclusiones

El estudio se ha centrado en la descripción y análisis de la problemática de la gestión de excedentes y necesidades de tesorería, tomando como referencia las empresas de la Comunidad Autónoma del País Vasco (CAPV - España) con más de 15 trabajadores. Del total de empresas que forman el colectivo objeto de estudio, se enviaron 1.500 cuestionarios seleccionados de forma aleatoria, lo que permite realizar inferencias estadísticas sobre el colectivo.

Se describe, en primer lugar, las funciones básicas del departamento de tesorería,

para, posteriormente, centrar el estudio en cómo actúan las empresas para rentabilizar los «picos de liquidez» transitorios y gestionar los déficit de disponibilidades líquidas generados en el corto plazo. En la segunda parte del trabajo, se identifican los instrumentos de inversión y de financiación utilizados por las empresas encuestadas en su gestión de tesorería, así como los factores más relevantes en dicha elección. Finalmente, se realiza un análisis de varianza para evidenciar la relación entre la gestión de las necesidades y excedentes de tesorería con el tamaño de la empresa y con la formación del tesoro.

En relación con la financiación de los déficit de liquidez, son el descuento de efectos comerciales y la línea de crédito las fuentes a corto plazo de mayor aceptación. La mayor flexibilidad de estas figuras en su gestión, junto a una menor dificultad en su obtención frente a otras fuentes, son razones que influyen en este hecho. Sin embargo, consideramos que hay otro tipo de factores que decantan el uso de estas fuentes, como puede ser la independencia de la financiación de la empresa con su imagen ante sus proveedores y clientes.

Para seleccionar estas fuentes financieras las empresas toman en consideración, fundamentalmente, dos elementos:



COLABORACIONES

el coste de la financiación y los consejos proporcionados por la entidad financiera. No obstante, en la gran empresa, y aunque el consejo de la entidad financiera pueda ser un referente, la elección de la fuente de financiación está respaldada por sus propios análisis, lo que refuerza la importancia de la existencia de un departamento financiero consolidado dentro de la estructura de la organización.

Otra de las funciones importantes que tiene encomendada el tesorero es la de rentabilizar los excesos de tesorería que transitoriamente se generan en la empresa. Sin embargo, las empresas encuestadas no valoran de la misma manera este aspecto, puesto que las respuestas obtenidas muestran la poca importancia que se le concede a la maximización de la rentabilidad de los excedentes de liquidez.

Los fondos de inversión, los depósitos bancarios y la deuda pública son los instrumentos de inversión de los excedentes de tesorería más utilizados. Los Repo's, eurodepósitos y pagarés de empresa tienen una utilización baja, a pesar de ser productos con un grado importante de liquidez y seguridad. La razón de su no utilización puede deberse al desconocimiento de su existencia y a la escasa información que reciben sobre los mismos por parte de las entidades financieras.

De las cualidades innatas de los activos financieros, seguridad, liquidez y rentabilidad, prima la seguridad y la liquidez sobre la rentabilidad.

En lo que respecta a la relación entre la gestión de las necesidades y los excedentes de tesorería con la dimensión empresarial y con la formación del tesorero, ésta sólo es significativa en algunos de los casos, lo que refuerza la idea de que esta función se integra dentro de la cultura del cash management y que la utilización de las nuevas técnicas de gestión de tesorería no está directamente relacionada con

el tamaño de la empresa ni con la formación del responsable del departamento de tesorería.

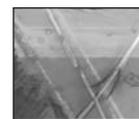
Bibliografía

1. BECERRA, M. (1992): «Cash management, política interna y motivaciones», *Estrategia Financiera*, Nº 72, marzo, pp. 18-23.
2. BEYER, W.E. (1988): «Liquidity measurement in corporate forecasting», *Journal of cash management*, november-december, pp. 12-16.
3. BLANCH, L., ELVIRA, E. y NAVALON, M. (2001): *Cash-Management. Gestión de tesorería*. Ed. Gestión 2000, S.A., Barcelona.
4. CASANOVAS, M. y FERNÁNDEZ, A. (2001): *E-tesorería*. Ed. Gestión 2000 S.A., Barcelona.
5. CHARRO, A.M. y ORTIZ, J.F. (1996): «La función de tesorería en la empresa banca electrónica y cash management», *Boletín de Estudios Económicos*, nº 157, abril, pp. 129-164.
6. FERRÁN, M. (1996): *SPSS para windows. Programación y análisis estadístico*. Ed. McGraw-Hill, Madrid.
7. HAIR, J. et al (1999): *Análisis Multivariante*. Ed. Prentice Hall, Madrid.
8. HASKINS, M.E., HIGGS, R.D., KETZ, J.E. (1987): «Cash flow planning», *Planning review*, november-december, pp. 38-44.
9. HUNAUULT, P. (1984): *Gestión de Tesorería día a día*. Ed. Deusto S.A., Bilbao.
10. ITURRALDE, TX., MASEDA, A., SAN JOSÉ, L. (2003): «Cash management. Un análisis empírico». En Rodríguez, P. y Rodríguez, C. (Eds.): *El gobierno equilibrado de la empresa. Best papers proceedings 2003*, XII International Conference AEDEM, Santiago de los Caballeros (República Dominicana), september, pp. 65-78.
11. LEITCH, R.A., BARRACK, J.B., MCKINLEY, S.H. (1980): «Controlling your cash resources», *Management accounting*, october, pp. 58-63.
12. LÓPEZ, F.J. (2003): *Manual de Cash Management. Cómo obtener beneficios ma-*



COLABORACIONES

- nejando mejor su dinero.* Ed. Deusto, S.A., Bilbao.
13. LÓPEZ, I. (1995): *Cobertura de riesgo de interés y de cambio.* Instituto superior de técnicas y prácticas bancarias, Madrid.
 14. MASEDA, A. y ITURRALDE, TX. (2001): «Una aproximación a la gestión de la liquidez a través del análisis del estado de flujos de tesorería», *Actualidad Financiera*, nº 7, julio, pp. 33-46.
 15. NUEVO, P. y PREGEL, G. (1997): *Instrumentos financieros al servicio de la empresa.* Ed. Deusto S.A., Bilbao.
 16. PINDADO, J. (2001): *Gestión de tesorería en la empresa. Teoría y aplicaciones prácticas.* Ed. Universidad Salamanca, Salamanca.
 17. SABATÉ, V. (1990): *La Gestión de Tesorería y los mercados monetarios en la Banca.* Ed. Gestión 2000 S.A., Barcelona.
 18. SANTOMÁ, J. y ÁLVAREZ, A. (2000): *Gestión de Tesorería,* Ed. Gestión 2000 S.A., Barcelona.
 19. SMITH, K.V. (1986): *Guía del capital circulante.* Ed. Deusto, S.A., Bilbao.
 20. VALLS PINÓS, J.R. (1996): *Fundamentos de la Nueva gestión de tesorería.* Ed. Fundación Confemetal, Madrid.



COLABORACIONES

IX Jornadas de Economía Internacional

La Laguna - 23, 24 y 25 de junio de 2005

<http://www.ixjornadas.ull.es/>

Recepción de trabajos hasta el 5 de Marzo en:

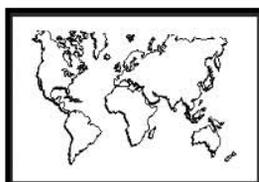
comteo@um.es Comercio e integración (teóricos)

comapli@um.es Comercio e integración (empíricos)

macteo@um.es Macroecon. abierta y finanzas internac. (teóricos)

macapli@um.es Macroecon. abierta y finanzas internac. (empíricos)

Organizan:



AEEFI

Asociación Española
de Economía y Finanzas
Internacionales

ULL

Universidad
de La Laguna