

TENENCIAS DE ACTIVOS LÍQUIDOS, TAMAÑO EMPRESARIAL Y ACCESO
A FINANCIACIÓN EXTERNA. UN ANÁLISIS PARA EL ÁREA DEL EURO

Tenencias de activos líquidos, tamaño empresarial y acceso a financiación externa. Un análisis para el área del euro

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Martínez-Carrascal, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

Las sociedades mantienen instrumentos financieros líquidos a pesar del coste de oportunidad que implica (tienen una rentabilidad menor que la de usos alternativos de estos recursos); fundamentalmente, por dos razones. En primer lugar, para poder efectuar con ellos los pagos esperados que se derivan de su actividad habitual sin tener que liquidar otros activos, ahorrando de este modo costes de transacción. En segundo lugar, para cubrirse del riesgo de experimentar una posible escasez inesperada de liquidez ligada a variaciones imprevistas de los flujos de caja o de no poder acometer nuevas oportunidades de inversión con la suficiente inmediatez por no disponer de recursos suficientes. Este ahorro por motivo de precaución será generalmente más relevante para aquellas compañías que se enfrentan a un acceso limitado a la financiación externa, ya que las sociedades que tengan menos restricciones en este sentido podrían obtener los fondos necesarios en los mercados de capitales.

De este modo, dado que la disponibilidad de fondos externos puede condicionar las decisiones de inversión en activos líquidos de las sociedades, el estudio de estas elecciones puede ayudar a identificar si existen restricciones en el acceso a la financiación externa para el sector empresarial y si, dentro de este, algunos segmentos se ven más afectados que otros por dichas limitaciones.

En este contexto, el presente artículo analiza si la relación existente entre las ratios de liquidez y sus determinantes (y en especial los ligados al ahorro por motivo de precaución) difiere en función del tamaño empresarial, ya que esta es una característica de las sociedades, que, a priori, puede condicionar la disponibilidad de fondos externos. Así, en principio cabría esperar que las pymes tendieran a experimentar mayores restricciones en su acceso a la financiación externa en comparación con las grandes compañías, en la medida en que pueden verse más afectadas por asimetrías de información entre prestamista y prestatario. El estudio se realiza con una muestra de sociedades de varios países que operan en el área del euro para el período comprendido entre 1998 y 2005.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En la segunda sección se describe brevemente la evidencia previa disponible en esta área a escala internacional. En la tercera se muestran los resultados del estudio, y en la cuarta se resumen las principales conclusiones del estudio.

Revisión de la literatura

La mayoría de los trabajos empíricos que han analizado las decisiones de las sociedades relativas a la inversión en activos líquidos desde el punto de vista de la identificación de posibles restricciones financieras en determinados grupos empresariales han utilizado datos de compañías de Estados Unidos. Estos estudios generalmente investigan la respuesta de las ratios de liquidez (es decir, la proporción de tenencias de efectivo e instrumentos próximos a este en el balance) de las empresas al flujo de caja y a su variabilidad. Si el acceso de las sociedades a los mercados de capitales fuera perfecto, sus tenencias de activos líquidos no deberían

1. Este artículo resume las principales conclusiones del trabajo *Cash holdings, firm size and access to external finance. Evidence for the euro area*, publicado en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España con el número 1034. Los datos utilizados fueron proporcionados por el Banco Central Europeo durante una estancia temporal de la autora en esta institución para la realización de un proyecto del que derivó el que aquí se resume.

responder ni a las oportunidades de inversión ni al flujo de caja, ni tampoco depender de su variabilidad (lo que sería indicio de la existencia de ahorro por motivo de precaución). En cambio, si las compañías anticiparan restricciones en la disponibilidad de financiación, decidirían mantener una mayor liquidez en sus balances para poder cubrir posibles necesidades futuras. Como no es posible identificar qué agentes están restringidos en su acceso a fondos, en estos estudios se realiza una clasificación a priori de las empresas de acuerdo con distintos criterios que están previsiblemente relacionados con la existencia de estas restricciones: el tamaño empresarial, la ausencia de calificación crediticia y el pago de dividendos (un volumen más reducido de estos últimos puede ser indicio de una menor disponibilidad de financiación).

Los resultados obtenidos con muestras de empresas de Estados Unidos apuntan a la existencia de diferencias en las políticas de tenencias de activos líquidos que parecen estar ligadas al distinto grado de acceso a fondos externos. Así, las sociedades de menor tamaño, aquellas que carecen de calificación crediticia y las que pagan menos dividendos (que serían, a priori, las candidatas a resultar más afectadas por restricciones financieras) tienden a presentar ratios de liquidez más altas cuando sus flujos de caja son más volátiles y más elevados, algo que no se observa para el resto de empresas².

Para el área del euro, el único estudio en este ámbito es el de Pál y Ferrando (2010), que se centra en el análisis de la relación existente entre las ratios de liquidez y el flujo de caja (pero no estudia el vínculo con su volatilidad) para distintos grupos empresariales, definidos en función de categorías que se establecen, como en los estudios previos, según el tamaño empresarial y, alternativamente, distinguiendo entre las que cotizan en bolsa y las que no. Sus resultados son, no obstante, diferentes a los obtenidos para Estados Unidos, ya que encuentran que las tenencias de efectivo (y de los instrumentos próximos) responden positivamente al flujo de caja para todas las sociedades, y lo hacen de forma más acusada para aquellas que, de acuerdo con las hipótesis antes descritas, deberían enfrentarse a menores limitaciones en la disponibilidad de crédito.

Evidencia descriptiva y econométrica

El análisis realizado se basa en una muestra de empresas de la zona del euro de la base de datos AMADEUS, de Bureau van Dijk, durante el período comprendido entre 1998 y 2005. Se dispone de 500.000 observaciones, correspondientes a 85.000 sociedades, de las cuales un 82% son pequeñas, un 14% medianas y un 4% grandes³. La variable de interés es, como en los estudios previos en este ámbito, la ratio de liquidez, que se define como el cociente entre el efectivo y los instrumentos financieros próximos a este y los activos totales. En particular, se estudian su distribución dentro del sector y su relación con un conjunto de variables más amplio que en estudios previos: nivel y volatilidad del flujo de caja, el diferencial entre el tipo de interés de los préstamos bancarios a sociedades y el asociado al agregado monetario M3⁴ (como aproximación al coste de oportunidad de mantener activos líquidos), el nivel de endeudamiento (que incrementa el coste de oportunidad de los instrumentos líquidos) y la proporción en el balance tanto de otros activos a corto plazo (que son sus sustitutos más cercanos).

2. Véanse Almeida, Campello y Weisbach (2004) y Han y Qiu (2007). Tal y como señalan Almeida, Campello y Weisbach (2009), la respuesta positiva de la ratio de liquidez al flujo de caja para las sociedades con un acceso limitado a fondos externos dejaría de existir al introducir la posibilidad de invertir en instrumentos líquidos distintos al efectivo. Por su parte, Acharya, Almeida y Campello (2007) encuentran que la relación entre ambas variables depende de la correlación existente entre el flujo de caja futuro y las oportunidades de inversión (si es reducida, las sociedades restringidas en su acceso a financiación tenderán a acumular más activos líquidos cuando obtengan flujos de caja más elevados). 3. El tamaño empresarial se ha definido de acuerdo con el criterio adoptado por la Comisión Europea, que tiene en cuenta el número de empleados, el volumen de activos y el de ventas. 4. M3 incluye el efectivo en circulación en el área del euro, los depósitos bancarios y otros instrumentos financieros próximos a estos.

como de los tangibles (que pueden utilizarse como garantías y, por tanto, facilitan la disponibilidad de financiación externa).

El panel 1 del gráfico 1 muestra los percentiles 25, 50 y 75 de la distribución de la ratio de liquidez, para las empresas pequeñas, medianas y grandes. Para cada grupo y año, el percentil 50 puede considerarse ilustrativo de la situación de la compañía típica, mientras que los más bajos reflejan la de las que mantienen una menor proporción de fondos líquidos en sus balances. Como puede apreciarse en el gráfico, para las compañías de menor dimensión este indicador se sitúa en valores mucho más elevados. Por ejemplo, para la sociedad pequeña representativa su nivel es, en promedio, 2,5 veces superior al correspondiente a las grandes.

En el resto de paneles del gráfico 1 se recoge el vínculo existente, en función del tamaño empresarial, entre la ratio de liquidez y diversas variables con las que está relacionada. Por ejemplo, el segundo muestra el valor mediano de dicho indicador para sociedades que pertenecen a la decila superior, intermedia e inferior de la distribución del flujo de caja (normalizado por los activos totales). El primero y el último de estos grupos incluyen el 10% de empresas para las que este se sitúa en los niveles más elevados y reducidos, respectivamente, para cada año y tamaño. Se observa que existe una relación positiva entre ambas variables, que es especialmente marcada para las compañías de menor dimensión. Los resultados económétricos apuntan en esta misma dirección. Así, como puede observarse en el cuadro 1, que presenta los coeficientes obtenidos al estimar una ecuación para la proporción de instrumentos líquidos en el balance en función de sus determinantes, el asociado al flujo de caja es muy superior (casi el triple) para las empresas pequeñas respecto a las grandes, siendo la diferencia entre ambos estadísticamente significativa (véase última columna del cuadro).

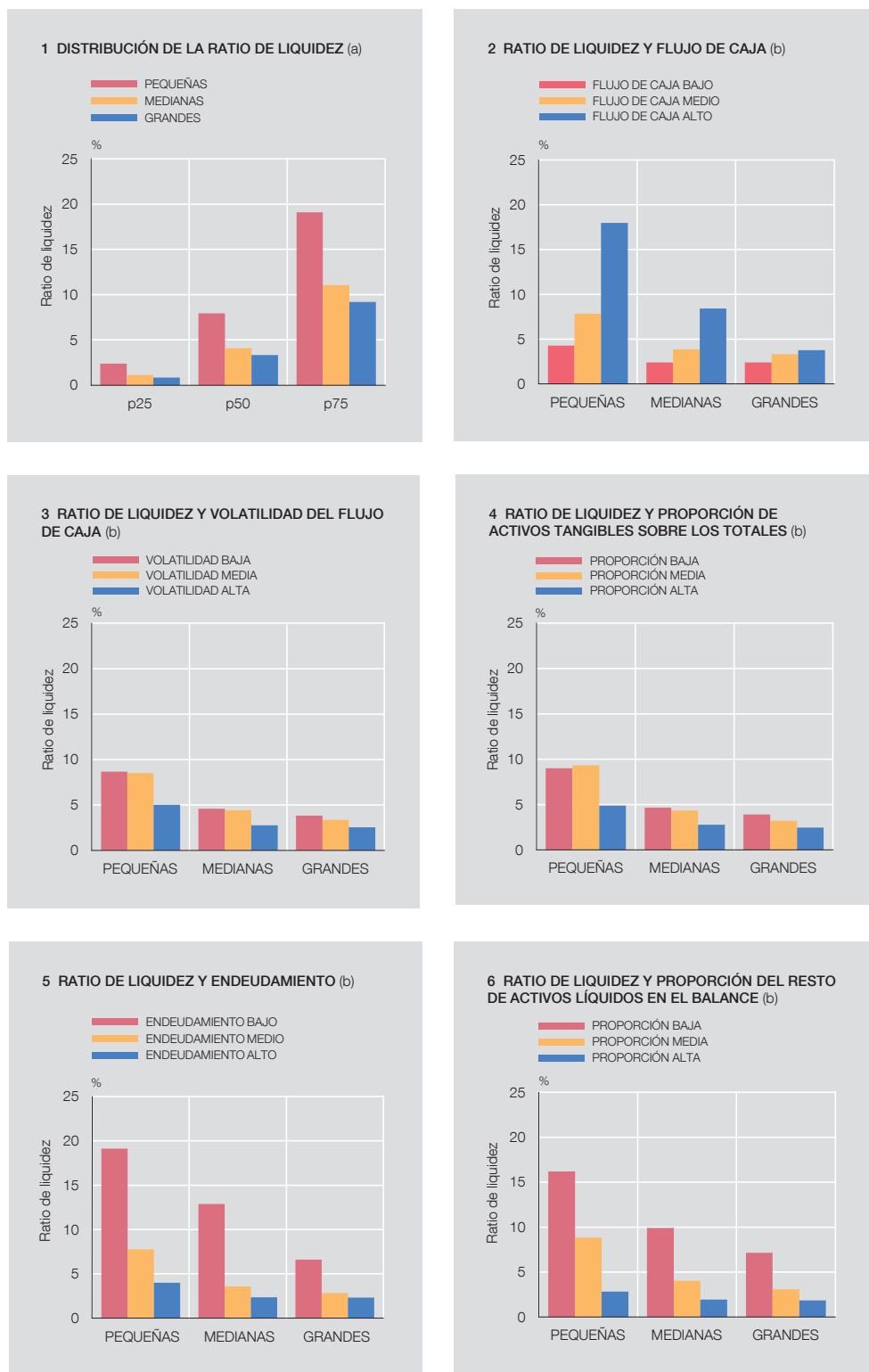
El tercer panel del gráfico 1 presenta la ratio de liquidez mediana para distintos grupos de compañías según la volatilidad del flujo de caja, que se utiliza aquí como aproximación al riesgo de perturbaciones negativas a la corriente de ingresos de la empresa. Esta evidencia descriptiva no parece indicar que exista un vínculo positivo entre ambas variables. No obstante, el análisis económétrico muestra que, al controlar por el resto de determinantes, sí aparece dicha relación, aunque solo es significativa en el caso de las sociedades de menor dimensión (véase cuadro 1). En concreto, para estas últimas, un aumento de una desviación estándar en esta variable implicaría un ascenso de 0,8 puntos porcentuales de la ratio de liquidez (un 9,5% del valor mediano). Este resultado, que está en línea con el obtenido por Han y Qiu (2007) para Estados Unidos, podría sugerir que el acceso a financiación externa es más limitado para las empresas más pequeñas, lo que las llevaría a mantener un volumen de activos líquidos en sus balances tanto mayor cuanto más elevado resulta el riesgo de una posible caída de sus ingresos, a pesar del coste de oportunidad que esto conlleva.

Asimismo, el cuarto panel del gráfico refleja la existencia de una relación negativa entre la proporción de instrumentos líquidos y la de activos tangibles en el balance. Los resultados económétricos apuntan también en la misma dirección en el caso de las sociedades pequeñas y medianas, pero no en el de las grandes, para las que no existe un vínculo claro entre dichas variables (véase cuadro 1). Esto podría indicar que el acceso a financiación externa está más ligado a la disponibilidad de garantías para las compañías de menor dimensión, en línea con la evidencia encontrada en Coluzzi, Ferrando y Martínez-Carrascal (2008).

Por otra parte, tanto la evidencia descriptiva presentada en el quinto panel del gráfico 1 como la económétrica recogen la existencia de una relación negativa entre la liquidez y el endeudamiento (que incrementa el coste de oportunidad de mantener efectivo en los balances). No obstante, como en el caso de la volatilidad del flujo de caja y de la ratio de activos tangibles,

**RATIO DE LIQUIDEZ. DISTRIBUCIÓN Y RELACIÓN CON OTRAS VARIABLES
DESGLOSE POR TAMAÑO DE EMPRESA**

GRÁFICO 1



FUENTES: AMADEUS y Banco de España.

- a. p25, p50 y p75 recogen, respectivamente, el promedio de los percentiles 25, 50 y 75 de la distribución de la ratio de liquidez para el período 1996-2005.
b. Promedio, para el período 1998-2005, de la ratio de liquidez mediana para empresas con un nivel alto de la variable correspondiente (por encima del percentil 90 de la distribución), medio (incluye aquellas sociedades para las que la ratio se sitúa entre el percentil 45 y el 55) y bajo (engloba al 10% de la muestra, en cada año, con menor nivel de este indicador).

	Empresas grandes	Empresas Medianas	Empresas pequeñas	Diferencia de coeficientes: pequeñas frente a grandes
	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	
Liquidez en el período previo	0,624***	0,570***	0,809***	**
Liquidez desfasada dos períodos	0,087***	0,188***	0,03	No significativo
Flujo de caja/activo total	0,082*	0,183***	0,235***	**
Diferencial de rentabilidad (b)	-0,844***	-0,455**	-0,375**	**
Volatilidad del flujo de caja _{it} (%)	0,07	0,18	0,305***	*
Otros activos líquidos/total activos	-0,069*	-0,041*	-0,01	*
Activos tangibles/total activos	0,01	-0,049*	-0,046***	**
Endeudamiento	-0,01	-0,01	-0,013*	No significativo
Número de empresas	3.382	11.255	69.459	
Número de observaciones	21.477	71.853	421.200	

FUENTES: AMADEUS y Banco de España.

(a). *, **, *** indican que el coeficiente es significativo para un nivel de confianza del 90%, del 95% y del 99%, respectivamente.

(b) Diferencia entre el tipo de interés de los préstamos bancarios a empresas y el asociado al agregado monetario M3.

el vínculo existente entre ambas variables es más acusado y estadísticamente significativo únicamente para las sociedades pequeñas (véase cuadro 1).

Asimismo, tanto el análisis descriptivo del sexto panel del gráfico 1 como el econométrico muestran, como era de esperar, una relación negativa de la ratio de liquidez con sus sustitutos más próximos en el balance (es decir, los activos que se pueden convertir de forma más fácil en efectivo —los que tienen vencimiento inferior a un año—). De nuevo, el vínculo no es igual para todos los tamaños empresariales, siendo en este caso más acusado para las sociedades de mayor dimensión (véase cuadro 1).

Por último, en la especificación econométrica se incluye también el diferencial entre el tipo de interés de los préstamos bancarios a empresas y el asociado al agregado monetario M3, que aproxima el coste de mantener efectivo y otras formas de inversión similares. En línea con lo esperado, se encuentra evidencia de una relación negativa de dicha variable con la ratio de liquidez. Un análisis de contribuciones muestra que los cambios en este indicador son, de hecho, los que han tenido una mayor influencia a la hora de explicar la variación de las tenencias de activos líquidos de las sociedades en el período analizado. Aunque su impacto sobre estas es elevado para todos los tamaños empresariales, parece variar considerablemente entre ellos, siendo más acusado en el caso de las sociedades grandes (el coeficiente estimado para estas es más del doble del que se obtiene para las pequeñas). Este resultado también apunta a mayores dificultades de financiación de las pymes, cuya tenencia de activos líquidos es menos sensible a cambios en el coste de oportunidad de mantenerlos que en el caso de las sociedades, que tienen una menor necesidad de mantener ahorro por motivo de precaución.

Conclusiones

La evidencia presentada en este artículo apunta a la existencia de diferencias importantes en las políticas de inversión en activos líquidos de las sociedades en función de su tamaño, que podrían estar ligadas a un distinto acceso a la financiación exterior de unas y otras. Así, las tenencias de efectivo y de instrumentos financieros próximos a este de las empresas pequeñas parecen estar más condicionadas por motivo de precaución, ya que muestran un vínculo

más fuerte con la volatilidad del flujo de caja. Además, para estas compañías se ha detectado una relación negativa entre la ratio de liquidez y la proporción de los tangibles que mantienen en sus balances, que pueden utilizarse como garantías y por tanto facilitan la obtención de crédito. En cambio, las decisiones de inversión en activos líquidos de las grandes empresas, con mejor acceso a los mercados de capitales, parecen depender en mayor medida de variaciones en el coste de oportunidad de esos fondos.

Estos resultados parecen apuntar a que, en general, las empresas pequeñas tienden a experimentar un acceso más restringido a la financiación externa en comparación con las sociedades de mayor dimensión, circunstancia que previsiblemente está relacionada con las mayores dificultades para los prestamistas para recabar información en cantidad y con calidad suficiente sobre estos prestatarios. Ello les llevaría a mantener en sus balances una proporción más elevada de activos líquidos, con una rentabilidad menor que la de inversiones alternativas. En este contexto, podría tener sentido introducir medidas de política económica que contribuyan a mitigar estos problemas. Aunque este es un objetivo que excede el alcance del presente artículo, una vía que podría estudiarse es la de la mejora de la cantidad y de la calidad de la información contable de este tipo de empresas, cuyas cuentas presentan actualmente un menor detalle que las de las sociedades de mayor dimensión, y, además, en la mayoría de los casos no están auditadas.

2.12.2010.

BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, V., H. ALMEIDA y M. CAMPELLO (2007). «Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 16.
- ALMEIDA, H., M. CAMPELLO y M. S. WEISBACH (2004). «The cash flow sensitivity of cash», *The Journal of Finance*, vol. LIX, n.º 4.
- (2009). «Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless», *The Journal of Corporate Finance* (artículo en prensa).
- COLUZZI, C., A. FERRANDO y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2008). *Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations*, Documentos de Trabajo, n.º 0836, Banco de España.
- HAN, S., y J. QIU (2007). «Corporate precautionary cash holdings», *Journal of Corporate Finance*, 13, pp. 43-57.
- MARTÍNEZ-CARRASCAL, C. (2010). *Cash holdings, firm size and access to external finance. Evidence for the euro area*, Documentos de Trabajo, n.º 1034, Banco de España.
- PÁL, R., y A. FERRANDO (2010). «Financing constraints and firms' cash policy in the euro area», *The European Journal of Finance*, vol. 16, n.º 2, pp. 153-171.