

eman ta zabal zazu



Universidad
del País Vasco

Euskal Herriko
Unibertsitatea

TESIS DOCTORAL

***MUTUAL CASH HOLDING (MCH):
UN MODELO COLABORATIVO DE GESTIÓN DE TESORERÍA***

ANA BERAZA GARMENDIA

2017

eman ta zabal zazu



Universidad
del País Vasco

Euskal Herriko
Unibertsitatea

**UNIVERSIDAD DEL PAÍS VASCO
EUSKAL HERRIKO UNIBERTSITATEA**

TESIS DOCTORAL

***MUTUAL CASH HOLDING (MCH):
UN MODELO COLABORATIVO DE GESTIÓN DE TESORERÍA***

DOCTORANDA: Dña. ANA BERAZA GARMENDIA

CODIRECTORA: DRA. DÑA. LEIRE SAN JOSÉ RUIZ DE AGUIRRE

CODIRECTOR: DR. D. JOSÉ LUÍS RETOLAZA ÁVALOS

DONOSTIA-SAN SEBASTIÁN, 2017

MDe

Master eta Doktorego Eskola
Escuela de Máster y Doctorado
Master and Doctoral School

eman ta zabal zazu



Universidad
del País Vasco

Euskal Herriko
Unibertsitatea

EKONOMIA
ETA ENPRESA
FAKULTATEA

FACULTAD
DE ECONOMÍA
Y EMPRESA



Sección Gipuzkoa

eman ta zabal zazu



Universidad
del País Vasco

Euskal Herriko
Unibertsitatea

EKONOMIA
ETA ENPRESA
FAKULTATEA

FACULTAD
DE ECONOMÍA
Y EMPRESA



Sección Gipuzkoa

DEDICATORIA.

Aita eta amari.

Josi, Ander eta Joni.

Mariari.

AGRADECIMIENTOS

Son muchas las personas que directa o indirectamente han sido necesarias para la realización de este trabajo de investigación, a todas ellas quiero agradecer su aportación.

En primer lugar, quiero agradecer profundamente a mis directores Leire San José y José Luis Retolaza, por haber confiando en mí desde el principio, por su paciencia, y sus constantes ánimos, que han sido imprescindibles y han hecho más llevadera y fácil esta investigación. No sólo me han dirigido y orientado con acierto en el desarrollo de esta investigación, sino que también me han acompañado en este largo viaje. Gracias por haberme ayudado a ser mejor investigadora.

También quiero hacer una mención especial a Arturo Rodríguez, no sólo por las horas que ha dedicado revisando este extenso trabajo, sino también por el apoyo y confianza recibidos desde mi entrada en el Departamento. Sin sus consideraciones, orientaciones y correcciones este trabajo no hubiera sido posible.

Por otra parte, también quiero agradecer a FESIDE, (Fundación Emilio Soldevilla para la investigación y desarrollo de la Economía de la Empresa) por la financiación suministrada para el desarrollo de esta investigación.

Desde el ámbito más cercano de la Facultad de Economía y Empresa en su sección de Gipuzkoa y en la que desarrollo mi actividad docente e investigadora, quiero recordar el apoyo recibido de Javier Villalba en cuestiones estadísticas, así como del resto de compañeros. En especial quiero destacar el apoyo incondicional de mi compañera de despacho y gran amiga Mirene Begiristain, con la que comparto más horas de mi vida que con mi propia familia.

A su vez, los profesionales, empresas y organizaciones que me han ayudado desinteresadamente en la obtención de datos o documentación, y en la resolución de cuestiones o problemas puntuales. Los enumero a continuación, corriendo el riesgo de olvidarme de alguno de ellos: ASSET (Asociación Española de Financieros de Empresa) por su colaboración en el trabajo de campo; ECRI (Ethics in Finance and Social Value) grupo de investigación al que pertenezco; a los profesores Sara Urionabarrenetxea, Jon Barrutia y Txomin Iturralde (Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea) por las sugerencias de mejora para la tesis; a los profesores Joaquín Aldás Manzano

(Universidad de Valencia), Juan José Machado (Universidad de Huelva) y Jörg Henseler (University of Twente) por su asesoramiento en modelos de ecuaciones estructurales; y a las empresas que han participado en la fase exploratoria de esta investigación (Mondragon Corporación, TrocoBuy, Arboribus, Idom, Lantegi Bautak y Arteche).

Desde el ámbito de mis amistades, agradecer a mis amigas Ana y Karmele por estar ahí aun cuando casi no tenía tiempo para veros, y a mis amigos de Amara Berri, en especial a Mamen, Irene, Juan Luis, Maider y Kontxi, por ayudarme con los niños y haber sido mis compañeros de ocio los fines de semana: ¡qué sería de la vida sin esos momenticos!

Y por supuesto, desde el ámbito familiar, quiero agradecer a mis padres, por la educación y valores recibidos, a mi hermano Jose Mari y su mujer Koro, por el apoyo mutuo que nos hemos dado en las difíciles circunstancias familiares que nos han acompañado en los últimos años. A mi marido Josi por las miles de horas que ha pasado en el parque cuidando de nuestros hijos; sin su ayuda habría sido imposible realizar la tesis. A mis hijos, Ander y Jon, por lo maravillosos que son y la paciencia con la que me esperaban todos los días en casa al volver del trabajo. No sé si podré devolveros todo el tiempo que os he robado en estos cuatro últimos años.

Y por último a mi hermana Maria, por haber sido más que una hermana para mí: mi amiga y confidente. Por haberme dejado compartir contigo los buenos y los malos momentos. Has sido un ejemplo de entereza y resiliencia que sin duda alguna me han ayudado a no flaquear en los momentos más duros. He tenido la gran suerte de haber podido disfrutar de tu alegría y entusiasmo, que espero poder transmitir a su vez a la gente que me rodea, tal y como tú siempre has hecho.

RESUMEN

Como consecuencia de la crisis financiera, las empresas se han enfrentado a importantes problemas de tesorería motivados por la acción conjunta de dos factores: la falta de financiación bancaria y los problemas de financiación de las propias empresas proveedoras. En este contexto, la crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de reducir la dependencia bancaria, diversificar los proveedores de financiación de las empresas y buscar innovaciones financieras corporativas orientadas a complementar en gran medida la financiación bancaria y alcanzar una combinación óptima entre ambos tipos de financiación.

De la revisión teórica inicial sobre modelos clásicos de gestión de tesorería concluimos que el enfoque primordial desde el cual se desarrollan es la perspectiva de interés propio en la búsqueda de la optimización de la tesorería tratando de responder a los intereses exclusivos de los *shareholders*. La escasa literatura desarrollada en torno a otros sistemas alternativos de gestión de tesorería justifica en parte el desarrollo de esta investigación.

Por otra parte, la reflexión en torno a nuevos modelos de financiación a corto y de gestión de tesorería, lleva a plantearnos la cuestión de si solamente puede gestionarse la tesorería desde una perspectiva de interés propio, o bien existen otros enfoques en la gestión de tesorería, y en caso de que existan, conocer cómo es su funcionamiento.

La solución propuesta plantea adoptar un cambio desde la perspectiva de interés propio en la gestión de tesorería a la perspectiva de gestión colaborativa basada en la confianza mutua, que conllevará una reducción en los costes de transacción y en el riesgo. Esta perspectiva colaborativa podría ser más eficiente para todos los *stakeholders*.

Por ello, las preguntas iniciales que nos planteamos y a las cuales queremos dar respuesta con esta investigación son las siguientes: ¿es posible gestionar la tesorería de las empresas desde un nuevo punto de vista basado en la colaboración? En caso afirmativo: ¿qué factores influyen, y de qué forma, en el funcionamiento de un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre empresas?

El objetivo principal de la investigación consiste en proponer y contrastar una modelo de gestión colaborativa de tesorería al cual denominaremos *Mutual Cash Holding* (MCH). La idea general en torno al cual gira este modelo es que “los resultados tanto económicos como sociales serán mejores para todos los stakeholders si se realiza una gestión de tesorería basada en la confianza mutua y el bien común”.

De la investigación desarrollada se concluye principalmente que las variables necesarias para que funcione el modelo *Mutual Cash Holding* son: expectativas de beneficio mutuo, transparencia, confianza, gestión, garantías y beneficio mutuo.

La oportunidad histórica del modelo propuesto queda fuera de toda duda ya que contribuirá al valor añadido a las empresas, al presentarse como un modelo innovador y complementario a los sistemas habituales de financiación que, mediante la reducción de las necesidades de financiación externa e intermediación bancaria, puede ser adecuada fundamentalmente en circunstancias de escasez de liquidez, restricciones de crédito bancario y/o reducción de costes de intermediación, situaciones que todavía están padeciendo las empresas como consecuencia de la crisis financiera.

LABURPENA

Finantza-krisiaren ondorioz enpresek diruzaintza arazo larriekin topatu dira, batez ere honako bi faktoreen eragin bateratuagatik: bankuen finantzaketa eza eta enpresa hornitzaileen finantzaketa arazoak. Egoera horren aurrean, krisiak agerian jarri du hainbat premiei erantzuteko beharra, nabarmenduz: bankuekiko menpekotasuna murriztea, enpresen finantzaketa-hornitzaileak dibertsifikatzea eta korporaziorako finantza-berrikuntzak bilatzea. Aldaketa horiek banku-finantzaketa osatzera eta bi finantzaketa iturri horien arteko konbinazio onena lortzera erantzutera datoz

Ikerketa honetan diruzaintza-kudeaketa eredu klasikoei buruz egindako berrikusketatik ondorioztatzen dugu eredu klasiko horiek guztiak diruzaintzaren optimizazioaren berezko interesetik garatzen direla eta, soilik, *shareholderren* interesak asetzeko helburuz. Beraz, diruzaintza eredu alternatiboek buruzko literatura ezak ikerketalan hau garatzeko arrazoia ere bada.

Bestalde, epe laburreko finantzaketa eta diruzaintza-kudeaketa eredu berriei buruzko hausnarketak galdera hauek mahai-gaineratzea dakarkigu: diruzaintza, soilik berezko interes ikuspegitik kudeatu ahal da?; edo, badira beste ikuspuntu batzuk?; eta ikuspegi ezberdinak egongo balira, nola funtzionatzen dute?

Galdera hauen aurrean proposatutako erantzunek diruzaintza-kudeaketa berezko interes ikuspegitik elkarrekiko konfiantzan oinarritutako lankidetzara pasatzea ekartzen dute, zeinak transakzio-kostuak eta arriskua murriztea ekarriko duen. Ikuspuntu berri hori eraginkorragoa izan liteke *stakeholder* guztientzat.

Guzti hori dela eta, ikerketa-lan honen bidez erantzun nahi ditugun abiapuntuko galderak honako hauek dira: posible ahal da enpresen diruzaintza-kudeaketa lankidetzara ikuspegi batetik garatzea?; hala bada, zein faktorek eragiten dute?; eta, nola eragiten dute enpresen arteko lankidetzan oinarritutako diruzaintza-kudeaketa sistema batean?

Horrekin, ikerketako helburu nagusia da *Mutual Cash Holding* (MCH) izena ematen diogun lankidetzan oinarritutako diruzaintza-kudeaketa ereduaren proposatzea eta egiaztatzea. Proposatzen dugun ereduaren ideia orokor baten inguruan garatzen da: “diruzaintza-kudeaketa elkarrenganako konfiantzan eta ororen ongian oinarritzen bada bai emaitza sozialak bai ekonomikoak hobetoak izango dira *stakeholder* guztien onurarako”.

Ikerketatik ondorioztatzen da *Mutual Cash Holding* ereduak funtzionatzeko nahitaezko faktoreak direla: elkarren arteko onurak lortzeko aurreikuspenak, gardentasuna, konfiantza, kudeaketa, bermeak eta elkar arteko onurak.

Eguno testuingurua kontuan izanik, zalantzarik gabe, proposatutako ereduaren ezin da proposatzea izan. Izan ere, enpresen balio erantsiari ekarpena handia egingo dio, ohiko finantzaketa sistemekin alderatuz eredu osagarria eta berriztatzailea gertatzen delako. Zehazki, egun oraindik enpresek jasaten ari diren finantza-krisiaren ondorioz, proposatutako ereduaren kanpo finantzaketa eta banku-finantzaketa beharrak gutxitzeko egokia izan daiteke bereziki likidezia gabezia egoeratan, banku-kreditu murrizketara dagoenean edota bitartekotza kostuen murrizketara momentuetan.

ABSTRACT

As a consequence of the financial crisis, companies have faced significant cash problems caused by the joint action of two factors: the lack of bank financing and the financing problems of the supplier companies themselves. In this context, the crisis has highlighted the need to reduce banking dependence, to diversify corporate financing providers and to seek corporate financial innovations aimed at complementing bank financing to a great extent and achieving an optimal combination of both types of financing.

From the initial theoretical review on classical models of cash holding we conclude that the primary focus from which they develop is the perspective of self interest in the search for optimization of the cash holding trying to respond to the exclusive interests of shareholders. The scarce literature developed around other alternative cash holding systems justifies in part the development of this research.

On the other hand, the reflection on new models of short-term financing and cash holding leads us to consider the question of whether the treasury can only be managed from a self-interested perspective, or there are other approaches to cash holding. And if they exist, know how it works.

The solution proposed in this research involves to adopt a change from the perspective of self interest in the cash holding to the perspective of collaborative management based on mutual trust, which will lead to a reduction in transaction costs and risk. This collaborative perspective could be more efficient for all stakeholders.

For this reason, the initial questions that we raise and which we want to respond with this research are the following: Is it possible to manage the cash of companies from a new point of view based on collaboration? If so: what factors influence, and in which way, the operation of a collaborative system of cash holding among companies?

The main objective of the research is to propose and contrast a model of collaborative cash holding, which we will call Mutual Cash Holding (MCH). The general idea around which this model revolves is that "both economic and social results will be better for all stakeholders if cash holding based on mutual trust and the common good is carried out."

From the research developed, it is mainly concluded that the variables necessary for the Mutual Cash Holding model to work are: expectations of mutual benefit, transparency, trust, management, guarantees and mutual benefit.

The historical opportunity of the proposed model is beyond doubt as it will contribute to the added value to companies, presenting itself as an innovative model and complementary to the usual financing systems that, by reducing the needs of external financing and banking intermediation, may be fundamentally adequate under circumstances of scarcity of liquidity, bank credit restrictions and / or reduction of intermediation costs, situations that the companies are still suffering as a result of the financial crisis.

INDICE

INDICE

CAPÍTULO 0 . INTRODUCCIÓN.....	25
0.1. CONTEXTUALIZACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA	26
0.2. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA, PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN Y PROPÓSITO DEL ESTUDIO	31
0.3. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	34
0.4. METODOLOGÍA	35
0.5. ESTRUCTURA.....	39
PRIMERA PARTE. MARCO TEÓRICO.....	43
CAPÍTULO 1 . TEORÍAS CLÁSICAS FINANCIERAS Y DE CASH HOLDING Y FINANZAS COLABORATIVAS	45
1.1. INTRODUCCIÓN	46
1.2. DELIMITACIÓN Y CONCEPTUALIZACIÓN DEL <i>CASH HOLDING</i>	47
1.3. VENTAJAS E INCONVENIENTES Y RAZONES PARA EL MANTENIMIENTO DE <i>CASH</i> EN LA EMPRESA.....	49
1.4. FACTORES DETERMINANTES DEL <i>CASH HOLDING</i>	56
1.4.1. Factores empresariales.....	57
1.4.1.1. <i>Tamaño de la empresa</i>	57
1.4.1.2. <i>Apalancamiento</i>	59
1.4.1.3. <i>Deuda bancaria</i>	59
1.4.1.4. <i>Cash flow</i>	60
1.4.1.5. <i>Volatilidad del cash flow</i>	61
1.4.1.6. <i>Activos líquidos</i>	62
1.4.1.7. <i>Oportunidades de crecimiento</i>	62
1.4.1.8. <i>Pago de dividendos</i>	63
1.4.2. Factores del entorno y estructurales	64
1.4.2.1. <i>Propiedad</i>	64
1.4.2.2. <i>Protección del inversor y nivel de desarrollo del mercado de capitales</i>	67
1.4.2.3. <i>Restricciones financieras y periodos de recesión/ ciclo de económico</i>	68
1.5. TEORÍAS FINANCIERAS CLÁSICAS	68
1.5.1. Modelo Trade-off	69
1.5.2. Teoría del Pecking Order.....	71
1.5.3. Teoría del Free Cash Flow y Costes de Agencia de Discreción Gerencial	71
1.5.4. Teoría contractual	79
1.6. FINANZAS COLABORATIVAS	86
1.6.1. Economía colaborativa: introducción.....	86

1.6.2. Factores de desarrollo de la economía colaborativa	88
1.6.3. Principales características de la economía colaborativa	90
1.6.4. Clasificación de las actividades de la economía colaborativa	94
1.6.5. Finanzas colaborativas.....	95
1.6.6. FinTech.....	104
1.7. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	107
CAPÍTULO 2 . LA TEORÍA DE STAKEHOLDERS COMO MARCO CONCEPTUAL	115
2.1. INTRODUCCIÓN	116
2.2. ORIGEN Y TEORÍA	119
2.2.1. Origen de los Stakeholders	119
2.2.2. Teoría Stakeholder.....	122
2.2.3. Teoría Stakeholder versus teoría stockholder. La Paradoja Stakeholder.....	124
2.2.4. Análisis de los Stakeholders	127
2.2.4.1. Nivel racional: El mapa de los stakeholders.....	127
2.2.4.2. Nivel racional: Definición, identificación y clasificación de los stakeholders	129
2.2.4.3. Nivel procesal y nivel transaccional	134
2.3. PERSPECTIVA DESCRIPTIVA, INSTRUMENTAL Y NORMATIVA	135
2.4. PERSPECTIVA ONTOLÓGICA COMO TEORÍA DE FIRMA	144
2.5. GESTIONANDO PARA LOS STAKEHOLDERS.....	153
2.5.1. Cambios en los negocios del Siglo XXI	153
2.5.2. Visión general del enfoque Managing for Stakeholders.....	154
2.5.3 El marco básico.....	157
2.5.4. Stakeholders, propósitos y valores.....	158
2.5.5. Estrategias en la gestión diaria orientada a los stakeholders	159
2.5.6. Liderazgo y gestión orientada a los stakeholders.....	160
2.5.7. Creación de valor y gestión orientada a los stakeholders	161
2.6. DE LA GESTIÓN BASADA EN EL INTERÉS PROPIO A LA GESTIÓN COLABORATIVA DEL <i>MUTUAL CASH HOLDING</i>	164
2.7. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	176
SEGUNDA PARTE. DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA	181
CAPÍTULO 3 . PROCESO DE INVESTIGACIÓN Y PROPUESTA METODOLÓGICA..	183
3.1. INTRODUCCIÓN	184
3.2. ANÁLISIS EXPLORATORIO	188
3.2.1. Método Delphi.....	188
3.2.2. Análisis empírico cualitativo	195
3.3. PROPUESTA DEL <i>MODELO MUTUAL CASH HOLDING</i> (MCH)	198

3.4. ANÁLISIS CONFIRMATORIO: CONTRASTE CUANTITATIVO	199
3.4.1. Población y muestra	202
3.4.2. Proceso metodológico de diseño del cuestionario: validez interna y externa del cuestionario.....	204
3.4.3. Recogida de datos mediante encuesta.....	206
3.4.4. Método Estadístico	207
3.4.5. Metodología de Ecuaciones Estructurales	209
3.5. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	213
CAPÍTULO 4 . ANÁLISIS EXPLORATORIO	219
4.1. INTRODUCCIÓN	220
4.2. DESARROLLO DEL MODELO A PARTIR DEL ESTUDIO DE CASOS.....	222
4.2.1. Planteamiento	222
4.2.2. Cash Pooling de Corporación Mondragón	222
4.2.3. TrocoBuy	229
4.2.4. Arboribus	232
4.3. DETERMINANTES COMUNES DEL <i>MUTUAL CASH HOLDING</i> (MCH) A PARTIR DEL ESTUDIO DE CASOS	233
4.4. ANÁLISIS CUALITATIVO CON OTRAS EMPRESAS: ENTREVISTAS PERSONALES 238	
4.4.1. Planteamiento	238
4.4.2. IDOM	239
4.4.3. Arteché	240
4.4.4. Lantegi Batuak.....	240
4.5. FUNDAMENTACIÓN DEL <i>MUTUAL CASH HOLDING</i> (MCH) EN LA TEORÍA STAKEHOLDER.....	242
4.6. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	248
CAPÍTULO 5 . PROPUESTA DEL MODELO <i>MUTUAL CASH HOLDING</i> (MCH).....	253
5.1. INTRODUCCIÓN	254
5.2. DETERMINANTES DEL <i>MUTUAL CASH HOLDING</i> A PARTIR DE LA LITERATURA 255	
5.2.1. Planteamiento	255
5.2.2. Conceptualización y operacionalización de los constructos.....	255
5.2.2.1. <i>Confianza</i>	259
5.2.2.2. <i>Garantías</i>	269
5.2.2.3. <i>Expectativas de beneficios mutuos</i>	274
5.2.2.4. <i>Transparencia</i>	278
5.2.2.5. <i>Gestión</i>	282
5.2.2.6. <i>Beneficio mutuo</i>	287
5.2.3. Generación de relaciones entre los constructos.....	300

5.2.3.1. Relación entre transparencia y confianza.....	300
5.2.3.2. Relación entre expectativas de beneficio mutuo y confianza	305
5.2.3.3. Relación entre garantía y confianza	307
5.2.3.4. Relación entre confianza y gestión.....	311
5.2.3.5. Relación entre gestión y garantías.....	316
5.2.3.6. Relación entre gestión y beneficios mutuos	317
5.2.3.7. Relación confianza-beneficio mutuo	318
5.3 PLANTEAMIENTO DE HIPOTESIS	319
CAPÍTULO 6 . ANÁLISIS CONFIRMATORIO: CONTRASTE CUANTITATIVO.....	323
6.1. INTRODUCCIÓN	324
6.2. ANÁLISIS UNIVARIANTE: DESCRIPTIVOS	325
6.3. ANÁLISIS BIVARIANTE: COMPARACIÓN DE MEDIAS	336
6.4. ANÁLISIS MULTIVARIANTE: ECUACIONES ESTRUCTURALES	339
6.4.1. Características básicas de la modelización mediante técnica PLS.	339
6.4.2. Representación gráfica del modelo MCH en SmartPLS	343
6.4.3. Características de los datos tratados con PLS.....	345
6.4.4. Evaluación del modelo MCH y análisis e interpretación de los resultados en PLS	346
6.4.4.1. Evaluación del modelo de medida.....	347
6.4.4.2. Evaluación del modelo estructural.....	365
6.4.5. Confirmación de hipótesis contrastadas	383
TERCERA PARTE. CONCLUSIONES	387
CAPÍTULO 7 . CONCLUSIONES.....	389
7.1. CONCLUSIONES	390
7.2. LIMITACIONES	401
7.3. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	402
BIBLIOGRAFÍA	403
ANEXOS	455

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 0.1. Identificación y contextualización del problema	34
Figura 0.2 Metodología y estructura del trabajo de investigación	36
Figura 0.3 Estructura del trabajo de investigación	39
Figura 1.1. Delimitación de los conceptos de <i>Cash Management</i> y <i>Cash Holding</i>	49
Figura 1.2 Modalidades de acuerdos de gestión colaborativa de tesorería entre empresas sin vinculación accionarial	98
Figura 1.3 Modalidades de finanzas colaborativas en el contexto de la economía colaborativa	101
Figura 1.4. Ecosistema <i>FinTech</i>	104
Figura 1.5. Distribución empresas <i>Fintech</i> por áreas de actividad en España (%)	105
Figura 2.1. Mapa genérico de <i>Stakeholders</i>	128
Figura 2.2. Tipología de <i>Stakeholders</i>	133
Figura 2.3. Tres perspectivas de la Teoría <i>Stakeholder</i>	138
Figura 2.4. Mapa de <i>stakeholders</i> básico de dos niveles	155
Figura 2.5. Gestionando para los <i>stakeholders</i> y creación de valor	164
Figura 3.1. Diagrama visual del diseño del estudio empírico.....	217
Figura 4.1. Modelo exploratorio de <i>Mutual Cash Pooling</i> de Corporación Mondragón ..	225
Figura 4.2. Modelo exploratorio <i>Mutual Cash Holding</i> TrocoBuy	229
Figura 4.3. Modelo exploratorio <i>Mutual Cash Holding</i> Arboribus	232
Figura 4.4. Modelo exploratorio <i>Mutual Cash Holding</i>	236
Figura 4.5. Perspectiva bidimensional de la Teoría <i>Stakeholder</i>	242
Figura 4.6. Mapa <i>Stakeholders</i> en el modelo <i>Mutual Cash Holding</i> (MCH).....	245
Figura 4.7. Nivel de legitimación de los <i>stakeholders</i> principales del MCH.....	246
Figura 5.1. Evolución nº artículos sobre confianza Figura 5.2. Evolución nº citas confianza	259
Figura 5.3. Evolución nº artículos sobre transparencia Figura 5.4. Evolución nº citas transparencia	278
Figura 5.5. Modelo general de relaciones e hipótesis planteadas.....	320
Figura 6.1. Expectativas: valores medios ítems	330
Figura 6.2. Confianza: valores medios ítems	331
Figura 6.3. Transparencia: valores medios ítems	332
Figura 6.4. Garantía: valores medios ítems	333
Figura 6.5. Gestión: valores medios ítems	334
Figura 6.6. Beneficio mutuo: valores medios ítems	335

Figura 6.7. Valores medios de los seis factores considerados.....	336
Figura 6.8. Representación gráfica del modelo MCH en Smart PLS.....	344
Figura 6.9. Resultados Algoritmo PLS-SEM aplicado al modelo teórico MCH	367
Figura 6.10. Gráfico <i>path</i> relación causal Gestión-Garantía.....	376
Figura 6.11. Modelo estructural MCH aceptado	385
Figura 7.1. Modelo <i>Mutual Cash Holding</i>	394
Figura 7.2. Resultados <i>Path Analysis</i> del modelo <i>Mutual Cash Holding</i>	396

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1. Ventajas e inconvenientes del mantenimiento de <i>cash</i> en la empresa	51
Tabla 1.2. Motivos para el mantenimiento de liquidez en la empresa	56
Tabla 1.3. Resumen de las predicciones según el modelo de <i>cash holding</i>	73
Tabla 1.4. Resumen de evidencias empíricas relativas a los factores determinantes del <i>Cash Holding</i>	74
Tabla 1.5. Resumen de las principales diferencias entre la Teoría de Agencia, Teoría Derechos de Propiedad y Teoría Costes Transacción	86
Tabla 1.6. Ventajas e inconvenientes de la economía colaborativa	94
Tabla 1.7. Ventajas e inconvenientes de las finanzas colaborativas	100
Tabla 2.1. Evolución nº artículos sobre <i>stakeholders</i> en período 2007-2016	117
Tabla 2.2. Confianza y cooperación en las relaciones <i>stakeholder</i> corporativas: una Teoría <i>Stakeholder</i> Convergente.....	142
Tabla 2.3. Teorías normativas de <i>Stakeholder</i>	144
Tabla 2.4. Perspectiva ontológica de la Teoría <i>Stakeholder</i> . De una antigua a una nueva aproximación	148
Tabla 2.5. Cambio de perspectiva de interés propio a colaborativa en finanzas.....	171
Tabla 2.6. Cambio de perspectiva de interés propio a colaborativa en gestión de tesorería	175
Tabla 3.1. Ficha técnica de investigación exploratoria (Análisis cualitativo).....	192
Tabla 3.2. Ficha técnica del contraste empírico cualitativo.....	198
Tabla 3.3. Ficha técnica de investigación confirmatoria (Análisis cuantitativo)	201
Tabla 3.4. Resumen comparativo entre MEE basados en CBM y PLS	212
Tabla 4.1. Variables del modelo <i>Mutual Cash Pooling</i> de Corporación Mondragón.....	224
Tabla 5.1. Operacionalización de los constructos	295
Tabla 5.2. Hipótesis a contrastar	320
Tabla 6.1. Análisis de representatividad de la muestra por sector de actividad.....	326
Tabla 6.2. Análisis de representatividad de la muestra por tamaño	326
Tabla 6.3. Análisis de representatividad de la muestra por sector y tamaño.....	328
Tabla 6.4. Estadísticos descriptivos para los ítems estudiados: media y desviación típica	329
Tabla 6.5. Medias y desviaciones por sector	337
Tabla 6.6. Medias y desviaciones por tamaño.....	338
Tabla 6.7. Comparación de medias por sector. Kruskal-Wallis. Nivel de significación....	339
Tabla 6.8. Comparación de medias por tamaño. Kruskal-Wallis. Nivel de significación .	339
Tabla 6.9. Evaluación de la validez de convergencia en modelo de medida formativo.....	349

Tabla 6.10. Calidad de los datos en el análisis de componentes principales.....	350
Tabla 6.11. KMO y prueba de Bartlett.....	351
Tabla 6.12. Resultados del análisis de componentes principales.....	351
Tabla 6.13. Evaluación de la multicolinealidad en el modelo de medida formativo. Estadístico y umbral crítico.....	355
Tabla 6.14. Resultados del Factor de Inflación de Varianza (FIV).....	357
Tabla 6.15. Análisis de significancia e importancia relativa y absoluta de los indicadores formativos. Estadístico y umbral crítico.....	359
Tabla 6.16. Significación de los pesos y cargas de los indicadores formativos.....	362
Tabla 6.17. Evaluación del modelo medida PLS-SEM. Estadísticos y umbral crítico.....	364
Tabla 6.18. Análisis multicolinealidad entre constructos. Estadístico y umbral crítico.....	368
Tabla 6.19. Estadísticos de colinealidad.....	369
Tabla 6.20. Diagnóstico de colinealidad.....	369
Tabla 6.21. Análisis coeficientes <i>path</i> en modelo estructural. Estadísticos y umbral crítico.....	371
Tabla 6.22. Coeficientes <i>path</i> del modelo estructural.....	372
Tabla 6.23. Contribución de la variable predictiva sobre la varianza explicada.....	373
Tabla 6.24. Significancia de los coeficientes <i>path</i>	374
Tabla 6.25. Significancia de los efectos totales de las variables.....	374
Tabla 6.26. Correlación entre Garantía y Gestión.....	375
Tabla 6.27. Análisis coeficiente determinación variables endógenas. Estadístico y umbral crítico.....	377
Tabla 6.28. Capacidad predictiva del modelo. Estimaciones.....	378
Tabla 6.29. Análisis del efecto tamaño. Estadístico y umbral crítico.....	378
Tabla 6.30. Capacidad explicativa relativa (Efecto tamaño). Estimaciones.....	379
Tabla 6.31. Análisis de la relevancia predictiva y su impacto relativo de los constructos dependientes. Estadísticos y umbral crítico.....	380
Tabla 6.32. Evaluación del modelo estructural. Estadísticos, umbral crítico y resultados	382
Tabla 6.33. Contraste de hipótesis planteadas en la investigación.....	384
Tabla 7.1. Correspondencia entre Objetivos y Conclusiones.....	400

ANEXOS

ANEXO A1 Cuestionario online

ANEXO A2 Carta de presentación cuestionario

ANEXO A3 Criterios de decisión para la distinción entre modelos de indicadores
formativos y modelos de indicadores reflectivos.

ANEXO A4 Análisis de la matriz importancia-desempeño (*Importance-Perfomance Matrix
Analysis –IPMA-*).

Capítulo 0 . Introducción

- 0.1 CONTEXTUALIZACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA
- 0.2 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA, PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN Y PROPÓSITO DEL ESTUDIO
- 0.3 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN
- 0.4 METODOLOGÍA
- 0.5 ESTRUCTURA

0.1. CONTEXTUALIZACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA

La financiación bancaria representa en promedio entre el 30% y el 35% de los balances de las empresas europeas (AMADEUS, 2017). En contraste, la financiación bancaria de las empresas estadounidenses supone sólo un 8% de sus activos (Montañez, Rubio, Ruesta y Ulloa, 2015).

Las entidades financieras han desarrollado tradicionalmente un papel fundamental en el ámbito de las finanzas corporativas. Como consecuencia de la crisis financiera en Europa, las empresas se han enfrentado a importantes problemas de tesorería motivados por la acción conjunta de dos factores: la falta de financiación bancaria y los problemas de financiación de las propias empresas proveedoras. En concreto, se produjo un alargamiento de los periodos medios de pago y cobro de las empresas españolas durante 2009, coincidiendo con la fase más intensa de la crisis, lo cual es un reflejo de las mayores presiones de tesorería a las que estaban sometidas las empresas (Banco de España, 2015).

A pesar de la crisis, estas dos fuentes tradicionales de financiación empresarial, financiación bancaria y crédito comercial, siguen manteniendo su importancia dentro de la financiación ajena de las empresas europeas (Maudos y Fernández de Guevara, 2014). De acuerdo con los resultados de la encuesta de acceso a la financiación de las empresas en el área euro (SAFE¹) que publica periódicamente el Banco Central Europeo, durante el periodo 2009-2014 las empresas con restricciones de crédito han intentado pasar de la financiación bancaria a la no bancaria, fundamentalmente crédito comercial, más a menudo que las compañías sin restricciones crediticias. Sin embargo, en los países más afectados por la crisis (Irlanda, Grecia, España, Italia y Portugal), las empresas han tenido más dificultades para hacer este cambio en la financiación (BCE, 2016). Además, esta situación ha sido particularmente más grave en el caso de las Pymes, las cuales suelen presentar una mayor dependencia de la financiación bancaria en comparación con las grandes empresas, debido a sus dificultades de acceso a los mercados de capitales y a otro tipo de financiación no bancaria (BCE, 2016). La fuerte dependencia bancaria de las Pymes y las denominadas empresas *mid-cap*² ha sido la razón por la que este tipo de empresas han estado más expuestas a las graves consecuencias derivadas de la crisis. Por lo tanto, la crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de buscar la diversificación en los proveedores financieros.

¹Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro area (SAFE). Disponible en https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

² Empresas *mid-cap* son empresas con un número máximo de 3.000 empleados.

Por otra parte, el contexto actual de las entidades financieras de la zona euro se caracteriza por una baja rentabilidad del negocio, una débil recuperación económica y fuertes restricciones derivadas de las nuevas regulaciones. En concreto, las restricciones de Basilea III van a motivar un cambio en el sistema financiero situándolo en un escenario diferente, en el cual las normas de asignación de recursos de las entidades financieras probablemente serán más estrictas en cuestión de evaluación de riesgos, por lo que serán incapaces de mantener al mismo nivel el papel financiero desempeñado antes de la crisis financiera. En este nuevo contexto las entidades financieras reducirán su importancia como intermediador financiero en lo que a financiación de tesorería empresarial se refiere. Probablemente recuperarán la posición de fuente de financiación principal sólo para un grupo selecto de empresas de tamaño y rating de riesgo específico. Este nuevo escenario afecta a las empresas, las cuales se verán obligadas a buscar nuevas fórmulas de financiación. El desarrollo de una nueva regulación financiera y el papel no tan financiero que se espera vayan a jugar las entidades financieras en el futuro, sugieren la necesidad de desarrollar innovaciones financieras corporativas.

Además, en Europa se está incentivando desde instancias públicas y privadas el desarrollo de la financiación no bancaria con el objeto de buscar un mejor equilibrio entre financiación bancaria y no bancaria, ya que la financiación alternativa puede ser un complemento a la bancaria. En esta línea, el Mercado Único de Capitales, el fomento de la cultura financiera de las Pymes, el incremento de la calidad en la información sobre las Pymes son, entre otras, iniciativas que se están desarrollando a nivel europeo. En el caso español, la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial y la Circular del Banco de España 6/2016, que determina claramente los contenidos y parámetros que las entidades financieras deben ofrecer a las Pymes respecto de su situación y comportamiento crediticio (Informe financiero-Pyme) son medidas que tratan de impulsar el acceso a otras fuentes alternativas de financiación. Así, en el momento actual de inicio de recuperación de la economía española se necesitarán todos los esfuerzos necesarios para ofrecer los medios y recursos de financiación adecuados para todas las empresas, en general, con objeto de diversificar los proveedores de financiación, complementar en gran medida la financiación bancaria y alcanzar la combinación óptima entre éstos y la financiación bancaria.

Por otra parte, como consecuencia de la crisis financiera, las empresas estadounidenses no financieras acumulaban más de 2,12 billones de dólares en efectivo y

equivalentes a finales de 2014 (Liu, 2016). Diversos estudios documentan que de media el *cash holding* acumulado se ha incrementado considerablemente (Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Bates, Kahle & Stulz, 2009; Pinkowitz, Stulz & Williamson, 2014). Este incremento del efectivo en manos de las empresas es coherente con las teorías trade-off y peckin order, según las cuales las empresas con restricciones financieras tienden a tener mayores saldos de tesorería durante periodos de recesión. Esta cantidad está siendo infrautilizada debido fundamentalmente a razones de precaución. Consecuentemente, muchos proyectos no se materializan y operaciones que podrían llevar a alcanzar objetivos estratégicos y tácticos no se desarrollan debido a la incertidumbre sobre los resultados a obtener. La economía colaborativa podría ayudar en este contexto, dado que las medidas de precaución pueden ser sustituidas por la confianza y las garantías.

El enfoque primordial desde el que se desarrollan los modelos clásicos y técnicas de gestión de tesorería en las empresas tiene un carácter individual fuertemente enraizado en el comportamiento financiero de interés propio (Mascareñas, 2007) y buscan como objetivo la determinación del nivel óptimo de tesorería, desde un punto de vista *shareholder*. La gestión de tesorería planteada desde la perspectiva de búsqueda de interés propio, además de implicar algunos costes significativos, fundamentalmente transaccionales, promueve el retraso en los pagos y adelanto de los cobros (Brealey, Myers & Allen, 2006) e impulsa la asunción de riesgos soportados por terceros (riesgo moral). Este tipo de decisiones financieras, aunque son eficientes desde el punto de vista de interés propio, reducen el valor para el conjunto de la economía.

La gestión de tesorería orientada hacia la búsqueda de interés propio puede implicar una serie de costes significativos para la organización tanto cuantitativos (pérdida de descuento por pronto pago, exigencia de un aval de suministro por parte del cliente, multas o recargos por retrasos en el pago a la Administración, etc.) como cualitativos (deterioro de imagen y reputación de la empresa que se retrasa en el pago). Este tipo de decisiones financieras podrían reducir el valor de todo el conjunto de la economía, ya que el endeudamiento interempresarial puede suponer una vía adicional de transmisión de perturbaciones entre empresas (Banco de España, 2015). Se supone que los acuerdos sobre plazos de pagos y cobros son establecidos de manera libre. Sin embargo, la existencia de asimetrías de información y el desequilibrio en el poder de negociación entre las partes hacen que los acuerdos adoptados en esta materia no sean adecuados para ambas partes.

En el contexto anteriormente descrito, los cambios en el entorno llevan a la reflexión sobre nuevos modelos de financiación a corto y de gestión de tesorería. De este modo, nos planteamos la cuestión de si la tesorería puede ser gestionada solamente desde la perspectiva de interés propio, o bien existen otros paradigmas de gestión de tesorería, y en caso de que existieran, cómo sería su funcionamiento. La solución propuesta pasa por adoptar un cambio desde la perspectiva de “interés propio” en la gestión de tesorería, a una gestión “colaborativa” (Hofmann, & Elbert, 2004; Hofmann, & Kotzab, 2010; San-Jose, 2009; Templar, Findlay, & Hofmann, 2016).

Por otra parte, siguiendo a Jensen (2001) y bajo la teoría de los *stakeholders* (Freeman, 1984), se puede proponer que la creación de valor en la empresa se pueda alcanzar sustentando la misma sobre la gestión de la organización empresarial basada en la satisfacción de los intereses de los *stakeholders* (Retolaza, San-Jose & Ruiz-Roqueñi, 2014). Tomando como punto de partida la posibilidad de gestionar la liquidez de las corporaciones mediante otras fórmulas innovadoras, en este trabajo se analiza cómo la perspectiva colaborativa podría ofrecer mejores resultados tanto sociales como económicos para todos los *stakeholders*.

La presente investigación pretende contribuir a la definición e implementación de un nuevo modelo de gestión colaborativa de tesorería. En un escenario de liquidez reducida este modelo será una alternativa o más probablemente un complemento necesario para otros modelos de tesorería, cuya finalidad última sea la de disminuir el coste e incrementar la disponibilidad de tesorería entre las empresas. Nuestro estudio, además de sintetizar investigaciones previas llevadas a cabo en este campo, contribuye a analizar y determinar los factores que hacen posible la innovación financiera corporativa en la cual la liquidez es gestionada de manera colaborativa.

Una vez detallado el argumento en el que se basa la importancia de este trabajo, es necesario aclarar y exponer el estado actual de las teorías en el ámbito de las relaciones financieras y la teoría en la que sustentamos todo el trabajo. En cuanto a las teorías financieras señalar que hasta el momento los esfuerzos de académicos y profesionales de las finanzas (Brealey *et al.*, 2006; McLaney, 2009; Van Horne & Wachowicz, 2008, entre otros) se han centrado en el estudio y en el avance de técnicas e instrumentos de optimización de la tesorería. Sin embargo, para obtener dicha optimización, no existe literatura que proponga modificar el pensamiento de interés

propio por un pensamiento conjunto en el que las técnicas desarrolladas promuevan una situación financiera óptima para el conjunto de *stakeholders* o de empresas vinculadas a las acciones financieras. En cuanto a los determinantes del *cash holding*, recientes estudios aportan evidencia sobre el efecto que nuevos determinantes no analizados hasta el momento tienen sobre el *cash holding*, tales como la transparencia o la confianza, entre otros, y que permiten reducir fundamentalmente las asimetrías de información, así como los costes de transacción y de agencia, sin que haya una conclusión clara acerca de la relación entre estos determinantes y el valor del *cash* (Bopkin, 2013; Huang, Ma & Lan, 2014; Chung, Kim, Kim & Zhang, 2015; Dudley & Zhang, 2016; Liu, 2016).

Por otra parte, la descripción más detallada de la teoría en la que se sustenta el modelo que proponemos mide la evolución de las relaciones financieras causales éticas: la teoría de los *stakeholders*. La actual situación de crisis ha puesto de manifiesto que los riesgos los asumen otros muchos *stakeholders* aparte de los *shareholders*, como por ejemplo los ciudadanos sufriendo la falta de tesorería de las entidades financieras. En concreto, el modelo *Mutual Cash Holding* se explica desde la perspectiva ontológico-normativa de la teoría *stakeholder* (Donaldson & Preston, 1995) al identificarse en los casos analizados los elementos diferenciales en relación a las teorías económicas clásicas alternativas subyacentes en los diversos modelos de tesorería tradicionales y que son los siguientes: 1) la ruptura con el planteamiento de búsqueda de interés propio, 2) el paradigma colaborativo subyacente; y fundamentalmente, 3) la responsabilidad de los gestores hacia los diferentes *stakeholders*, considerándolos como fines en si mismos y no como meros instrumentos para la consecución del objetivo de la empresa desde una perspectiva *shareholder*. A su vez, y teniendo en cuenta la dificultad de aplicabilidad práctica que la teoría *stakeholder* tiene en la gestión empresarial, la presente investigación aporta a esta teoría un nuevo ámbito de desarrollo práctico, en el núcleo de la gestión de la empresa, la tesorería, de carácter totalmente novedoso y con un gran potencial de escalabilidad.

En resumen, la oportunidad histórica del modelo propuesto queda fuera de toda duda ya que contribuirá valor añadido a las empresas, al presentarse como un modelo innovador y complementario a los sistemas habituales de financiación que, mediante la reducción de las necesidades de financiación externa e intermediación bancaria, puede ser adecuada fundamentalmente en circunstancias de escasez de liquidez, restricciones de crédito bancario y/o reducción de costes de intermediación, situaciones que todavía están

padeciendo las empresas como consecuencia de la crisis financiera. En este sentido, el modelo desarrollado aporta a las empresas una potencial guía para la implantación de prácticas colaborativas en la gestión de tesorería entre empresas.

Así mismo, a partir del presente estudio se sugiere a las entidades financieras la inclusión del *Mutual Cash Holding* como un nuevo servicio perfectamente compatible con el nuevo modelo de banca digital.

Desde el punto de vista científico y académico, aunque existen diversos modelos de tesorería, como por ejemplo el *cash pooling*, ninguno de los estudios realizados en torno al *cash holding* se centra en una perspectiva colaborativa que optimice la eficiencia del conjunto de los participantes basándose en la confianza y el bien común, desde un enfoque *stakeholder*. Dadas estas lagunas en la literatura científica, consideramos justificado y oportuno profundizar desde un punto de vista científico en las cuestiones más estrechamente relacionadas con los factores que hacen posible la aplicación de un modelo de gestión colaborativa de la tesorería desde un enfoque *stakeholder*. De este modo se contribuye a diversas disciplinas tales como las relaciones colaborativas de tesorería intragrupo, finanzas en la cadena de suministro, ética en las finanzas y finanzas sostenibles.

La mayor contribución a la literatura existente consiste, seguramente, en ofrecer un enfoque de cómo las cosas pueden realizarse de otra forma, lo cual incrementa los grados de libertad del decisor, resultando una aportación relevante al paradigma discrecional en la gestión de empresa.

Por todo lo anterior, estimamos que este trabajo puede ser de utilidad para fomentar la utilización de esta fórmula de gestión innovadora de tesorería y de la cual se espera se deriven mejores resultados económicos y sociales para todas las empresas participantes.

0.2. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA, PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN Y PROPÓSITO DEL ESTUDIO

En el actual contexto financiero descrito en el apartado anterior, la crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de reducir la dependencia bancaria, diversificar los proveedores de financiación de las empresas y buscar innovaciones financieras corporativas.

De la revisión teórica inicial sobre modelos clásicos de gestión de tesorería obtenemos como conclusión que el enfoque primordial desde el cual se desarrollan todos

ellos es la perspectiva de interés propio en la búsqueda de la optimización de la tesorería tratando de responder a los intereses exclusivos de los *shareholders*.

La reflexión en torno a nuevos modelos de financiación a corto y de gestión de tesorería, lleva a plantearnos la cuestión de si solamente puede gestionarse la tesorería desde una perspectiva de interés propio, o bien existen otros enfoques en la gestión de tesorería, y en caso de que existan, conocer cómo es su funcionamiento.

Por otra parte, comprobamos que no existe literatura en torno al *cash holding* desde una perspectiva colaborativa que optimice la eficiencia del conjunto de los participantes basándose en la confianza y el bien común, con un enfoque *stakeholder*.

La solución propuesta plantea adoptar un cambio desde la perspectiva de interés propio en la gestión de tesorería a la perspectiva de gestión colaborativa basada en la confianza mutua.

Así, las preguntas iniciales que nos planteamos y a las cuales queremos dar respuesta con esta investigación son las siguientes:

¿Es posible gestionar la tesorería de las empresas desde un nuevo punto de vista basado en la colaboración? En caso afirmativo:

¿Qué factores influyen, y de qué forma, en el funcionamiento de un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre empresas?

¿Es deseable/interesante una gestión colaborativa de tesorería desde el punto de vista de la creación de valor para el conjunto de *stakeholders*?

Por ello, la presente investigación tiene como propósito contribuir a los modelos clásicos de gestión de tesorería planteando un modelo de gestión colaborativa de tesorería entre empresas alternativo o complementario a otros modelos de tesorería y sustentado en la teoría *stakeholder*, cuya finalidad última sea la obtención de beneficios tanto sociales como económicos para todas las empresas participantes. Este estudio, además de sintetizar la escasa investigación previa llevada a cabo en este campo, contribuye a analizar y determinar los factores que hacen posible esta innovación financiera corporativa en la cual la liquidez es gestionada de manera colaborativa, desde un enfoque *stakeholder*.

La idea general entorno al cual gira este modelo es que los resultados tanto económicos como sociales serán mejores para todos los *stakeholders* si se realiza una gestión de tesorería basada en la confianza mutua (Dees & Cramton, 1991) y el bien común (Felber, 2012; Argandoña, 1998, 2007, 2011a; Melé, 2002; Dembinski, 2004).

En la figura 0.1. se muestran ambas perspectivas: de interés propio y de confianza mutua. Siguiendo la propuesta de San-Jose (2009), el modelo *Mutual Cash Holding* es un modelo de gestión de tesorería que, desde la perspectiva colaborativa entre empresas y con base en la confianza mutua, pretende ofrecer una solución (aumento de confianza y colaboración, reducción costes de transacción, reducción del riesgo) a los conflictos que surgen en el seno de una perspectiva de interés propio derivados de asimetrías de poder e información, comportamiento oportunista y costes de oportunidad. Como resultado de esta propuesta de cambio de paradigma, desarrollado en profundidad al final del capítulo dos, se propone el modelo *Mutual Cash Holding* cuya hipótesis de partida es que los resultados tanto económicos como sociales serán mejores para todos los *stakeholders* si se realiza una gestión de tesorería basada en la confianza mutua y el bien común.

A continuación, en la figura 0.1., se presentan de manera resumida los antecedentes, problema a resolver, modelo a desarrollar e hipótesis de partida del estudio.

Figura 0.1. Identificación y contextualización del problema



Fuente: San-Jose, Retolaza & Beraza (2014)

0.3. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

De acuerdo con lo indicado en el apartado anterior, el **objetivo principal** del presente trabajo de investigación es *proponer y contrastar el modelo financiero denominado Mutual Cash Holding (MCH) basado en el paradigma colaborativo con base en las relaciones de tesorería entre empresas.*

Para lograr este objetivo principal nos planteamos una serie de **objetivos intermedios**:

1.- En primer lugar, identificar los determinantes de *cash holding* y explicar su contribución a la creación de valor en la empresa desde las teorías clásicas financieras y teorías de firma.

2.- En segundo lugar, definir conceptualmente la gestión colaborativa de tesorería entre empresas en el ámbito de las finanzas colaborativas, en sentido amplio; y en el ecosistema actual de la Economía Colaborativa.

3.- El tercer objetivo consiste en interpretar la teoría de los *stakeholders* desde diferentes perspectivas: normativa, instrumental, descriptiva y ontológica -como teoría de

firma; y analizar, con base en la misma, el potencial de la gestión colaborativa de tesorería para generar valor para el conjunto de *stakeholders*.

4.- El cuarto objetivo pone el foco en analizar la posibilidad de una perspectiva colaborativa, como alternativa a la perspectiva de interés propio, en la gestión de tesorería.

5.- El quinto objetivo se centra en constatar si es posible gestionar la tesorería de las empresas desde un nuevo punto de vista, basado en la colaboración.

6.- En sexto y último lugar, identificar los factores o condiciones necesarios para que se puedan dar procesos colaborativos entre empresas en la gestión de tesorería.

Por último, en esta investigación se plantea como **objetivo práctico** la propuesta de aplicabilidad del *Modelo Mutual Cash Holding (MCH)*.

0.4. METODOLOGÍA

En concreto, con el objeto de ampliar el conocimiento en la presente investigación se han combinado metodologías cualitativas y cuantitativas, aplicando fundamentalmente los métodos analítico-sintético, inductivo e hipotético-deductivo.

En primer lugar se realiza una revisión de la literatura, fundamentalmente sobre los modelos clásicos de gestión de tesorería, así como la teoría *stakeholder*, en base a la cual se sustenta el modelo alternativo de gestión de tesorería que se propone en la investigación.

En segundo lugar, la escasa literatura en torno a la gestión colaborativa de tesorería justifica el desarrollo de una fase exploratoria de carácter cualitativo. Esta fase se inicia con la identificación y posterior análisis de tres casos con éxito de experiencias de gestión colaborativa de tesorería en los cuales se ha aplicado una versión *Delphi* modificado orientada a la maximización de la contribución efectiva de expertos profesionales en finanzas y tesorería dentro del contexto de las empresas en las que trabajan. A partir de la información analizada y de un modo inductivo se han podido identificar las variables necesarias para que se puedan generar relaciones colaborativas de gestión de tesorería, las relaciones causales entre tales variables y los *ítems* que permiten medir las mismas y que serán utilizados en la elaboración del cuestionario empleado en la posterior fase confirmatoria. Para finalizar con la fase exploratoria, tanto las variables como las relaciones causales y los ítems identificados, han sido contrastados cualitativamente mediante entrevistas semiestructuradas con directivos de diversas empresas.

En la fase confirmatoria se propone el modelo provisional denominado *Mutal Cash Holding*. Tras la conceptualización y operacionalización de los constructos, se comprueba que las relaciones entre variables obtenidas como resultado de la fase exploratoria son coherentes con la literatura a través de su fundamentación teórica. A continuación se formulan las hipótesis a contrastar cuantitativamente y que se corresponden con las relaciones entre las variables que integran el modelo provisional de *Mutal Cash Holding*.

Por último, en esta fase confirmatoria se procede a contrastar cuantitativamente las hipótesis explicativas del modelo aplicando fundamentalmente modelos de ecuaciones estructurales a partir de las puntuaciones obtenidas en un cuestionario presentado a directivos financieros.

La estructura de la investigación y metodología aplicada se muestran en la figura 0.2.

Figura 0.2 Metodología y estructura del trabajo de investigación



Fuente: elaboración propia

Por lo tanto, en esta investigación se distinguen dos partes claramente diferenciadas: la delimitación del marco teórico y el desarrollo del estudio empírico (fase exploratoria y fase confirmatoria).

a) Delimitación del marco teórico.

En primer lugar, se ha llevado a cabo la delimitación del marco teórico. Con el

objeto de alcanzar los objetivos intermedios uno, dos, tres y cuatro hemos realizado una revisión de la literatura relativa a los modelos clásicos de gestión de tesorería, teoría de firma y teoría *stakeholder* que ha permitido delimitar el marco teórico-conceptual del estudio y poder obtener las conclusiones derivadas de la revisión teórica.

En concreto, se ha realizado el análisis individual de cada uno de los temas más relevantes con los que están directamente relacionados el *cash holding* y la teoría de los *stakeholders*, para posteriormente sintetizar los resultados de ese análisis. Este procedimiento corresponde a la metodología analítico-sintética que, aunque en ocasiones se identifique como dos métodos diferenciados, guardan entre sí una relación de complementariedad tan estrecha que podrían considerarse un único método de investigación (Rodríguez, García y Peña, 2005). Siguiendo la definición de Soldevilla (1995), dicha metodología se basa en la descomposición del fenómeno, considerado como un todo, en los elementos que lo integran y el estudio de cada una de sus partes constitutivas, seguido por la integración de los resultados del análisis parcial en una serie de conclusiones que permiten el entendimiento total del fenómeno observado, considerándolo de forma unitaria. Esta metodología ha sido utilizada especialmente en el logro de los objetivos intermedios primero, segundo, tercero y cuarto.

b) Desarrollo del estudio empírico.

El diseño de la investigación empírica se ha basado en la combinación de metodologías cualitativas y cuantitativas. Con el objeto de cumplir con los objetivos intermedios cinco y seis, así como el objetivo principal, hemos realizado un estudio empírico en dos fases complementarias pero claramente diferenciadas: exploratoria y confirmatoria.

En el estudio empírico, hemos obtenido el modelo exploratorio *Mutual Cash Holding* como resultado de la fase exploratoria en la cual se ha aplicado el método inductivo. Mientras que en la fase confirmatoria se ha aplicado fundamentalmente el método hipotético-deductivo desarrollándose una investigación dirigida a contrastar, a través de la aplicación de técnicas de análisis bivalente y múltiple, principalmente, un conjunto de hipótesis que se corresponden con las relaciones entre las variables integrantes del modelo propuesto y que han sido formuladas con base en los resultados derivados de la

fase exploratoria y fundamentadas posteriormente sobre la revisión de la literatura. De este modo, los resultados obtenidos en el contraste cuantitativo permiten aceptar las hipótesis planteadas, construyéndose así las conclusiones pertinentes. Esta metodología ha sido empleada para la consecución de los objetivos intermedios quinto y sexto, así como el objetivo principal.

1.) Fase exploratoria (Análisis cualitativo):

Se ha utilizado como técnica de recogida de información entrevistas semiestructuradas a directivos financieros y de tesorería de tres empresas (Corporación Mondragón, TrocoBuy y Arboribus) en las que se han identificado experiencias similares a la gestión colaborativa de tesorería y se ha aplicado a cada caso un método *Delphi* modificado. Así, se han identificado tanto los factores como las relaciones entre los mismos que posibilitan el funcionamiento de un modelo colaborativo de gestión de tesorería entre empresas. Tanto los factores como las relaciones causales han sido contrastadas cualitativamente con directivos de diversas empresas, lo cual nos ha permitido confirmar cualitativamente las seis variables que integran el modelo, así como los 36 ítems utilizados posteriormente para la elaboración del cuestionario empleado en la fase confirmatoria de carácter cuantitativo. Se aporta ficha técnica de la fase exploratoria en el capítulo uno.

2) Fase confirmatoria (Análisis cuantitativo):

Una vez se comprueba que tanto los constructos como las relaciones entre los mismos son coherentes con la teoría, proponemos provisionalmente un modelo unitario explicativo de las relaciones colaborativas entre empresas en la gestión de tesorería, integrador de todas las relaciones e hipótesis planteadas, al cual hemos denominado *Mutual Cash Holding (MCH)*. Este modelo será objeto de contraste cuantitativo a lo largo de la fase confirmatoria, tal y como se describe a continuación.

Tras elaborar el cuestionario y proceder a su validación externa con expertos, se ha realizado una encuesta a 3.126 directivos financieros españoles incluidos en la base de datos proporcionada por la Asociación

Española de Financieros de Empresa (ASSET), a la cual han respondido 342 directivos, con objeto de asegurar una muestra representativa de empresas profesionalizadas españolas. Los datos recogidos mediante el cuestionario fueron sometidos, en primer lugar a un análisis univariante descriptivo y, en segundo lugar, un análisis bivariante mediante el uso de SPSS Statistics 22. Finalmente, se realizó un análisis multivariante a través de la aplicación de modelos de ecuaciones estructurales, en concreto técnica PLS, en el que se empleó el programa informático SmartPLS 3 Professional. Se aporta ficha técnica de la fase confirmatoria en el capítulo uno.

0.5. ESTRUCTURA

Esta tesis doctoral se estructura en torno a siete capítulos, el índice, los anexos y la bibliografía. A continuación exponemos de manera resumida los capítulos de la investigación (ver figura 0.3).

Figura 0.3 Estructura del trabajo de investigación



Fuente: elaboración propia

La tesis comienza con este capítulo de carácter introductorio.

A continuación se diferencian tres partes.

En la primera parte se delimita el marco teórico y consta de los capítulos uno y dos, aplicándose el método analítico-sintético.

En el capítulo uno fundamentalmente se delimita y conceptualiza el *cash holding*. Asimismo, se analizan las ventajas e inconvenientes y motivos para el mantenimiento de efectivo en la empresa, haciendo especial referencia a los factores que tradicionalmente se han considerado como determinantes del *cash holding*: tamaño, apalancamiento, oportunidades de crecimiento, restricciones financieras, periodos de recesión, etc. Por último, se lleva a cabo una revisión de las teorías financieras clásicas y teorías de firma en las cuales se sustentan las anteriores. Se finaliza con una propuesta de definición de gestión colaborativa de tesorería entre empresas en el contexto de las finanzas colaborativas en sentido amplio y dentro del marco de la economía colaborativa en sentido estricto. La aplicación del método analítico-sintético en este capítulo permite alcanzar los objetivos intermedios uno y dos.

En el capítulo dos se desarrolla la teoría de los *stakeholders*, considerada en este estudio como marco conceptual en el cual se fundamenta el modelo de tesorería que se propone posteriormente en el capítulo cinco. Así, desde la teoría *stakeholder* se puede considerar que tanto los resultados económicos como sociales pueden ser mejores para todos los *stakeholders* utilizando las técnicas de *cash holding*, desde una perspectiva colaborativa basada en la confianza mutua y el bien común. En este capítulo la utilización del método analítico-sintético guía la consecución del tercer objetivo intermedio. El objetivo cuatro se alcanza tras la revisión teórica realizada a lo largo de los capítulos uno y dos.

En la tercera parte, constituida por los capítulos tres, cuatro, cinco y seis, se desarrolla el estudio empírico.

La descripción del proceso de investigación y la propuesta de metodología a aplicar en el estudio empírico son planteadas en el capítulo tres, donde se diferencian claramente las dos fases complementarias del estudio empírico: la fase exploratoria de carácter cualitativo y la fase confirmatoria de carácter cuantitativo.

En el capítulo cuatro se describe la fase exploratoria del estudio empírico. A partir del estudio de tres casos de organizaciones (Corporación Mondragón, TrocoBuy y Arboribus) en las cuales se han identificado experiencias exitosas de gestión colaborativa de tesorería y

aplicando una combinación de técnicas cualitativas de *focus group*, entrevistas en profundidad y método *Delphi*, se identifican los seis factores determinantes comunes del modelo provisional denominado *Mutual Cash Holding*, las relaciones causales entre las variables y los 36 ítems que permiten medir las mismas y con base en las cuales se elaborará posteriormente el cuestionario que permitirá recoger la información necesaria para poder desarrollar la fase confirmatoria del estudio empírico. A continuación se lleva a cabo un análisis cualitativo de contraste del modelo mediante entrevistas personales con directivos de diversas empresas. El método inductivo aplicado en esta fase permite alcanzar los objetivos intermedios quinto y sexto.

En el capítulo cinco se propone el modelo *Mutual Cash Holding* (MCH) como punto de partida de la fase confirmatoria. En concreto, se procede a la conceptualización y operacionalización de los constructos y a la fundamentación teórica de las relaciones causales entre los mismos e identificadas en la fase exploratoria, como paso previo a la formulación de las hipótesis específicas que recogen las relaciones entre las variables integrantes del modelo *Mutual Cash Holding*. De este modo, se propone el modelo provisional *Mutual Cash Holding* como un modelo integrado por seis factores: expectativas de beneficio mutuo, transparencia, garantías, confianza, gestión y beneficio mutuo. El desarrollo de este capítulo, en el cual se ha aplicado el método hipotético-deductivo, contribuye a alcanzar el objetivo principal de la investigación.

El capítulo seis recoge los resultados de la fase confirmatoria del estudio empírico, la cual se centra en el contraste cuantitativo del modelo propuesto y a través del cual se han verificado positivamente las hipótesis específicas formuladas con base en los resultados de la fase exploratoria. De este modo, se ha validado el modelo *Mutual Cash Holding* de forma conjunta. Las técnicas estadísticas utilizadas en este capítulo son de tipo univariante, bivalente y multivalente. Este último análisis se ha realizado aplicando modelos de ecuaciones estructurales, en concreto la técnica *Partial Least Squares Path Modeling* (PLS). El método hipotético-deductivo aplicado a lo largo de este capítulo permite la consecución del objetivo principal de esta tesis.

En la tercera y última parte, constituida por el capítulo siete, se presentan las conclusiones más relevantes alcanzadas en el presente estudio, clasificadas según los objetivos propuestos. También se muestran en este capítulo las limitaciones más relevantes y las futuras líneas de investigación posibles.

PRIMERA PARTE. MARCO TEÓRICO

Capítulo 1 . Teorías clásicas financieras y de *cash holding* y finanzas colaborativas

- 1.1. INTRODUCCIÓN
- 1.2. DELIMITACIÓN Y CONCEPTUALIZACIÓN DEL *CASH HOLDING*
- 1.3. VENTAJAS E INCONVENIENTES Y RAZONES PARA EL MANTENIMIENTO DE *CASH* EN LA EMPRESA
- 1.4. FACTORES DETERMINANTES DEL *CASH HOLDING*
- 1.5. TEORÍAS FINANCIERAS CLÁSICAS
- 1.6. FINANZAS COLABORATIVAS EN EL CONTEXTO DE LA ECONOMÍA COLABORATIVA
- 1.7. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

1.1. INTRODUCCIÓN

Tradicionalmente las decisiones financieras de circulante, incluidas las relacionadas con la gestión de tesorería, han sido analizadas independientemente de las decisiones financieras a largo plazo (inversión, financiación y dividendos). Este último tipo de decisiones, además de haber sido centro de atención dentro de la economía financiera, en la empresa son tomadas en primer lugar, mientras que las decisiones de circulante son tomadas después de haber sido adoptadas las de largo plazo. Sin embargo, no por ello las decisiones de circulante deben ser consideradas residuales en cuanto a su influencia en el valor de la empresa. En concreto, en relación con las decisiones de tesorería, Brealey y Myers (1993) consideran que una de las preguntas clave que se debe plantear la empresa es la siguiente: ¿Cómo debería distribuir su inversión total entre activos realmente líquidos y realmente ilíquidos? –permaneciendo todo lo demás constante-. Asimismo, Pindado (2001) considera que, una vez tomadas las decisiones financieras a largo plazo, una de las cuestiones más importantes a abordar en la empresa sería cómo deberá realizar ésta la distribución en cantidad y tiempo de los activos que generan liquidez –permaneciendo todo lo demás constante-.

Este capítulo tiene por objeto, en primer lugar, delimitar el concepto de *cash holding* teniendo en cuenta su acepción tanto en sentido amplio como en sentido estricto. A continuación, y tras ofrecer una visión global de las razones que llevan a una empresa a gestionar su efectivo y las ventajas e inconvenientes de acumular liquidez, se analizarán los factores determinantes del *cash holding*. Seguidamente, se revisarán las teorías financieras clásicas de *cash holding* así como las denominadas teorías contractuales en las cuales se fundamentan aquellas.

Por otra parte, la búsqueda de otros modelos alternativos a los modelos clásicos financieros y de gestión de tesorería, coherentes con la solución propuesta de gestión colaborativa de tesorería, nos lleva a orientar nuestra revisión teórica al ámbito de las finanzas colaborativas, tanto en sentido amplio como en el sentido estricto de la economía colaborativa. Además, se trata de explicar desde las teorías de firma (teoría de los costes de transacción) el movimiento de las finanzas colaborativas en particular, en cuyo contexto se enmarca la gestión de tesorería desde el paradigma colaborativo, y de la economía colaborativa en general, como marco en el que se desarrollan actualmente parte de las finanzas colaborativas. Por otra parte, es en el ámbito de la economía colaborativa

donde se identifican dos de los casos analizados en la fase exploratoria.

Para finalizar, se expondrán una síntesis y las conclusiones derivadas de este primer capítulo.

1.2 DELIMITACIÓN Y CONCEPTUALIZACIÓN DEL CASH HOLDING

Existen varias perspectivas desde las cuales enfocar el análisis de la gestión de tesorería, de las cuales se derivan diversos conceptos y términos. A continuación, se trata de delimitar dichos conceptos con el objeto de clarificar la comprensión y distinción de la diversa terminología utilizada.

En función del criterio aplicado en la toma de decisiones de tesorería, su gestión puede ser analizada desde un punto de vista estricto y/o desde un punto de vista amplio. Desde la primera perspectiva, la gestión de tesorería se enmarca dentro del grupo de decisiones de circulante que trata de determinar el nivel óptimo de tesorería de la empresa. Para determinar el nivel óptimo de tesorería no se tiene en cuenta únicamente el criterio de liquidez, sino que se aplican adicionalmente otro tipo de criterios como es el equilibrio rentabilidad-liquidez, ya que la empresa trata de maximizar la rentabilidad de los fondos excedentes y minimizar el coste de la financiación o coste de oportunidad de los activos líquidos. Así, Pindado (2001, pág. 33) define la gestión de tesorería en sentido amplio como “la gestión del conjunto de activos que pueden generar liquidez, determinando su composición óptima en cantidad y distribución en el tiempo, para hacer frente a las obligaciones de pago, maximizando el rendimiento y minimizando el coste”. Este concepto amplio de gestión de tesorería se enmarca dentro de la economía financiera en el ámbito concreto de la gestión financiera a corto plazo. Su función abarca un conjunto de tareas orientadas hacia la planificación, gestión y control de los flujos de caja originados en la empresa. A su vez, la función de gestión de tesorería está relacionada con el resto de las funciones desarrolladas en la empresa, fundamentalmente con las funciones comercial y de aprovisionamiento (Pindado, 2001). Además, su objetivo debe estar supeditado y contribuir a la consecución del objetivo financiero de la empresa considerado como la maximización de la riqueza de los accionistas, por lo que el objetivo de la gestión de tesorería puede considerarse como la gestión de los activos que pueden proporcionar liquidez a la empresa con el fin de determinar su estructura óptima en términos de cantidad y plazos, buscando la maximización del rendimiento y la minimización del coste de los mismos.

En función del tipo de responsabilidades asumidas en la gestión de tesorería, se distinguen, a su vez, entre dos nociones de gestión de tesorería: la gestión de tesorería, en sentido estricto, denominada también gestión de liquidez o gestión del disponible o *Cash Holding* y, la gestión de tesorería en sentido amplio, conocida así mismo bajo el término de *Cash Management*. Siguiendo este criterio, San-Jose, Iturralde y Maseda (2008) utilizan los términos de *cash management básico* para hacer referencia a la gestión de tesorería en sentido estricto y *cash management avanzado* para referirse a la gestión de tesorería en sentido amplio.

El primer concepto denominado gestión de tesorería en sentido estricto tiene como principal responsabilidad el desarrollo de técnicas administrativas que conducen a establecer el nivel óptimo de tesorería o efectivo de la compañía con objeto de poder efectuar cuantos cobros y pagos requiera el buen funcionamiento de la empresa (Myers & Majluf, 1984; Chastain, 1986; Harford, 1999; San-Jose *et al.*, 2008). El segundo concepto, denominado gestión de tesorería en sentido amplio, incluye, además de la gestión de disponible, otras tareas propias de tesorería como son la planificación de la tesorería, la negociación y relación con entidades financieras y la gestión de los riesgos financieros, fundamentalmente (Pastor y Tajada, 1996).

Con el objeto de clarificar la distinción entre los conceptos de gestión de tesorería en sentido estricto -*cash holding*- y la gestión de tesorería en sentido amplio -*cash management*- se presenta la siguiente figura 1.1.

Figura 1.1. Delimitación de los conceptos de *Cash Management* y *Cash Holding*



Fuente: elaboración propia

En este contexto, el concepto de gestión de tesorería objeto de estudio en el presente trabajo es el analizado desde el punto de vista estricto, es decir, lo que se ha definido como *Cash Holding*. Este término será utilizado de aquí en adelante para denominar la gestión de tesorería en sentido restringido.

1.3. VENTAJAS E INCONVENIENTES Y RAZONES PARA EL MANTENIMIENTO DE *CASH* EN LA EMPRESA

En general, el principal objetivo del *cash holding* es mantener el nivel óptimo de tesorería para cada empresa. Debido a la falta de sincronización entre los flujos de cobro y pago que sufren las empresas, es necesario llevar a cabo una adecuada gestión de tesorería que permita determinar el saldo óptimo de tesorería, así como la inversión adecuada en activos financieros líquidos, de modo que en todo momento se puedan cubrir los posibles desfases entre los flujos de entrada y salida de caja y evitar así el déficit de tesorería.

El mantenimiento de un saldo positivo de tesorería ofrece una serie de ventajas. Por una parte, permite atender los pagos derivados de la actividad habitual de la empresa, equilibra los desfases entre cobros y pagos y contribuye a cubrir posibles necesidades imprevistas de liquidez. Por otra parte, facilita el aprovechamiento de las

oportunidades temporales de negocio que pudieran presentarse (Keynes, 1936). Además, evita incurrir en costes derivados de la utilización de financiación ajena y situaciones no deseadas que conllevan un recorte de inversiones. Por último, reduce los costes derivados de la liquidación de activos en condiciones desfavorables.

Sin embargo, la acumulación de un exceso de efectivo conlleva un coste de oportunidad, que contribuye a reducir el valor de la empresa. Este coste de oportunidad se debe a que los activos líquidos ofrecen un menor rendimiento que el generado por otros activos e inversiones alternativas menos líquidas. Además, se puede incurrir en costes de transacción, derivados de la compra-venta de activos financieros así como en desventajas fiscales en caso de falta de liquidez (García-Teruel y Martínez-Solano, 2005).

Realizar una gestión adecuada de tesorería implica minimizar los costes, considerando fundamentalmente los costes por exceso medidos en términos de coste de oportunidad, costes por defecto y costes de transacción. El origen de éstos últimos es doble. Por una parte, este tipo de costes se genera cuando es necesario invertir los excesos de efectivo para tratar de evitar el coste de oportunidad de los mismos. Por otra parte, el déficit de liquidez conlleva la contratación de fuentes de financiación alternativa generándose el consiguiente coste de transacción (Pindado, 2001).

En la Tabla 1.1. se recogen de manera resumida las ventajas e inconvenientes que el mantenimiento de liquidez puede suponer para la empresa y que han sido comentados anteriormente.

Tabla 1.1. Ventajas e inconvenientes del mantenimiento de *cash* en la empresa

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Permite atender los pagos corrientes	Coste de oportunidad
Equilibra los desfases entre cobros y pagos	
Cubre posibles necesidades imprevistas de liquidez	
Evita incurrir en costes derivados de la utilización de financiación ajena	Costes de transacción derivados de su inversión.
Evita situaciones no deseadas que conllevan un recorte de inversiones	
Reduce los costes derivados de la liquidación de activos en condiciones desfavorables	

Fuente: elaboración propia

Por lo tanto, el nivel óptimo de tesorería se determinará en función de la consecución del equilibrio entre las ventajas e inconvenientes que se derivan del mantenimiento de cierta liquidez en la empresa.

Las razones por las cuales las empresas deciden mantener un determinado nivel de tesorería se pueden clasificar en cuatro grupos (Bates, Kahle & Stulz, 2009):

1. *Razones transaccionales*: Las empresas necesitan mantener cierto nivel de tesorería para hacer frente a sus actividades operativas, fundamentalmente realización de pagos. Los modelos clásicos en finanzas (Baumol, 1952; Miller & Orr., 1966) consideran que se derivan ciertos costes de transacción cuando se convierten activos poco líquidos en efectivo y éste es utilizado posteriormente para hacer frente a los pagos. Según el motivo transaccional, se producen economías de escala, de manera que las empresas de gran tamaño mantienen menores saldos de tesorería (Mulligan, 1997). La necesidad de efectivo es diferente en cada tipo de empresa. Por ejemplo, no es lo mismo el nivel de tesorería que tiene que mantener una empresa detallista en su caja registradora que el efectivo de una gran empresa de ordenadores, acostumbrada a atender pocas transacciones de gran cuantía (Damodaran, 2005). Este autor considera que las necesidades de

liquidez de empresas que actúan movidas por razones transaccionales dependen de las siguientes variables: orientación del negocio hacia el efectivo versus crédito, volumen de las transacciones y grado de desarrollo del sistema bancario en el que actúa. De acuerdo con estas variables, Damodaran (2005) concluye que las empresas orientadas al efectivo (negocios detallistas o al por menor) o bien que mueven una gran número de transacciones de pequeño volumen (Faulkender, 2002) o bien que desarrollan su actividad en un sistema bancario poco desarrollado, tienden a mantener un mayor nivel de tesorería.

2. *Razones preventivas*: Las empresas necesitan liquidez para hacer frente a gastos imprevistos o diversas contingencias (Damodaran, 2005; Bates *et al.*, 2009). En general, las empresas mantienen liquidez para estar en una posición adecuada que les permita hacer frente a inesperadas condiciones económicas adversas en las cuales el acceso al mercado de capitales es difícil y caro. Opler, Pinkowitz, Stulz y Williamson (1999) encuentran evidencia empírica que apoya esta idea, en concreto, concluyen que empresas con mayor propensión al riesgo y pequeñas empresas, caracterizadas por su dificultad para acceder al mercado de capitales, mantienen mayores saldos de tesorería. De este modo, este tipo de empresas se aseguran que serán capaces de mantener sus inversiones cuando el *cash flow* en relación con la inversión sea demasiado bajo, y cuando la financiación externa sea cara. Estos mismos autores apoyan la idea de que empresas con mejores oportunidades de inversión mantienen más liquidez ya que les resulta más costoso hacer frente a circunstancias adversas que conllevan problemas financieros. Almeida, Acharya y Campello (2006) desarrollan un modelo que muestra como las empresas acumulan efectivo en lugar de reducir deuda, cuando la correlación entre los ingresos operativos y las oportunidades de inversión es baja. Custodio, Ferreira y Raposo (2005) concluyen en su estudio que el nivel de tesorería aumenta en las empresas durante los periodos de recesión, fundamentalmente en el caso de empresas con restricciones financieras. Las empresas deberían tener más liquidez durante las recesiones, ya que en estos periodos el coste de tener menos liquidez es más elevado y transformar efectivo en liquidez es mucho más

difícil. Durante las recesiones económicas el coste de oportunidad de la liquidez es menor ya que el atractivo marginal de otras inversiones, comparadas con el efectivo, es mayor que cuando la economía funciona bien. Cuando las condiciones económicas mejoran, es más fácil y más barato liquidar activos o acceder a mercados de capitales.

Con base en razones preventivas Damodaran (2005) considera que el nivel de liquidez de las empresas es función de cuatro variables: la volatilidad en la economía, la volatilidad en las operaciones, grado de competitividad en el entorno y nivel de apalancamiento financiero. Así, este autor afirma, por una parte, que las empresas acumularán más liquidez en el caso de desarrollar su actividad en economías inestables y volátiles, mientras que Custodio *et al.* (2005) hacen la misma afirmación pero para entornos altamente competitivos. Por otra parte, aquellas empresas que presentan *cash-flows* operativos volátiles o bien elevados niveles de apalancamiento financiero que conllevan elevados pagos futuros en concepto de intereses, están más concienciadas a mantener elevados saldos de tesorería. El coste de oportunidad del *cash* se incrementa también porque la prima de liquidez es mayor (Custodio *et al.*, 2005).

3. *Razones de agencia*: La existencia de conflictos de agencia entre accionistas y acreedores dificulta y encarece la consecución de fondos. Como consecuencia de ello, pueden surgir distorsiones en las inversiones de la empresa y derivarse problemas de infrainversión (Myers, 1977) y de sustitución de activos (Jensen & Meckling, 1976). Por ello, y con el objeto de reducir los costes relacionados con la dependencia de la financiación externa, los directivos tienden a mantener activos líquidos. Sin embargo, el mantenimiento de un elevado volumen de activos líquidos también puede dar lugar a conflictos de agencia entre directivos y accionistas, y generar comportamientos discrecionales por parte de la dirección frente a los intereses de los accionistas (Jensen, 1986). Según este autor, en el caso de que la empresa tenga unas oportunidades de inversión poco atractivas, los directivos firmemente afianzados en la empresa preferirán mantener efectivo en lugar de incrementar el dividendo de los accionistas. De acuerdo con Jensen (1986), estos conflictos son especialmente profundos en empresas

con elevados recursos financieros ociosos (*free cash flows*) –más efectivo que oportunidades de inversión rentables-.

Dittmar, Mahrt-Smith, y Servaes (2003), en un estudio comparativo entre países, llegaron a la conclusión de que en aquellos países con mayores problemas de agencia, se mantienen saldos de tesorería más elevados. Tanto estos autores como Pinkowitz, Stulz & Williamson (2006) demuestran que no merece la pena mantener liquidez cuando existen graves problemas entre los accionistas internos y externos. Por otra parte, también hay evidencias de que los directivos fuertemente afianzados en la empresa gastan rápidamente el exceso de tesorería (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007; Harford, Mansi & Maxwell, 2008). A su vez, Gao, Harford y Li (2013) consideran que los problemas de agencia no sólo afectan al nivel óptimo de tesorería, sino también a cómo los directivos se comportan con el efectivo si éste excede el óptimo.

4. *Razones impositivas*: Algunos autores (Foley, Hartzell, Titman & Twite, 2007) indican que las empresas que generan ingresos en el extranjero están motivadas para mantener dichos ingresos fuera del país con el fin de evitar impuestos y gastos derivados de la repatriación de dichos fondos. Por este motivo, las empresas multinacionales tienden a mantener acumulada la liquidez en el país en el que se ha generado.

Las dos primeras razones son citadas constantemente en la literatura financiera. Además, son las principales razones para poder explicar las teorías *trade-off* y *peking order*. Estos dos modelos o teorías, junto con el modelo de *free cash flow*, serán abordados con profundidad en un apartado posterior de este capítulo.

En la literatura financiera se plantean otro tipo de motivos que empujan a mantener saldos de tesorería en la empresa como por ejemplo, la futura inversión de capital o la gestión de tesorería estratégica (Damodaran, 2005).

Si los mercados de capital fueran eficientes y siempre accesibles sin costes de transacción, las empresas obtendrían capital nuevo cuando lo necesitaran para invertir en nuevos proyectos de inversión. El *cash* mantenido por las firmas es utilizado para incrementar capital y así poder invertir en nuevos proyectos o inversiones en el futuro.

Sin embargo, en el mundo real las empresas a menudo hacen frente a contratos y costes en su acceso al mercado de capitales. Estos contratos restringen la capacidad de obtener liquidez para financiar buenas oportunidades de inversión. Al enfrentarse a estos contratos, las empresas apartarán efectivo para poder cubrir futuras necesidades de inversión. Si fallan en esto, corren el riesgo de perder inversiones valiosas (Damoradan, 2005). Según este autor, el volumen de efectivo, teniendo en cuenta las necesidades futuras de inversión, dependerá de las siguientes variables: magnitud e incertidumbre sobre futuras inversiones, grado de dificultad de acceso al mercado de capitales y nivel de asimetrías de información sobre las inversiones. De este modo, cuanto mayores son las necesidades de inversión y la incertidumbre sobre el volumen de las mismas (Almeida *et al.*, 2006), así como la dificultad y el coste de acceso al mercado de capitales, mayor será la necesidad de mantener efectivo en la empresa. Además, la existencia de asimetrías informativas puede aumentar el coste de la financiación externa (Myers & Majluf, 1984), por lo que la empresa podría abastecerse de activos monetarios líquidos para financiar sus oportunidades de inversión con recursos internos (García-Teruel y Martínez-Solano, 2005). Cuando los inversores externos tienen menos información que la empresa sobre los posibles retornos de las inversiones, la empresa tendrá más dificultades en obtener capital a un precio justo para sus inversiones, por lo que tenderá a acumular efectivo en la empresa (Myers & Majluf, 1984).

La otra razón apuntada por Damoradan (2005) por la cual las empresas acumulan liquidez, es la estratégica. En algunos casos, las empresas mantienen saldos de tesorería, no con el fin de hacer frente a inversiones futuras previstas, sino como estrategia para sacar provecho de oportunidades que se pueden manifestar en un futuro, aunque puede que no surjan nunca. En palabras de este autor, se trataría de mantener liquidez “por si acaso” y denomina a esta manera de gestionar la tesorería *cash holding* estratégico. Esta estrategia adquiere especial importancia en situaciones de escasez de liquidez y difícil o nulo acceso al mercado de capitales. Según Damoradan (2005): “en países emergentes se acumula liquidez que es utilizada en momentos de crisis para adquirir activos a buen precio de empresas en grave situación financiera. La ventaja de mantener liquidez es mucho menor en mercados desarrollados, pero existe también”.

Siguiendo la revisión literaria realizada anteriormente, en la Tabla 1.2. se pueden visualizar de manera resumida los diferentes motivos que empujan a las empresas a mantener liquidez y las variables que condicionan el nivel de la misma para cada una de

las razones expuestas anteriormente.

Tabla 1.2. Motivos para el mantenimiento de liquidez en la empresa

MOTIVOS	VARIABLES
Motivos de transacción	<ul style="list-style-type: none"> • Orientación del negocio hacia el efectivo versus crédito • Volumen de las transacciones • Grado de desarrollo del sistema bancario en el que actúa
Motivos de precaución o prevención	<ul style="list-style-type: none"> • Volatilidad en la economía • Volatilidad en las operaciones • Grado de competitividad en el entorno • Nivel de apalancamiento financiero
Motivos de agencia	<ul style="list-style-type: none"> • Grado de protección de los accionistas • Grado de concentración de la propiedad
Motivos impositivos	<ul style="list-style-type: none"> • Grado de presión fiscal
Futuras necesidades de inversión	<ul style="list-style-type: none"> • Magnitud e incertidumbre sobre futuras inversiones • Grado de dificultad de acceso al mercado de capitales • Nivel de asimetrías de información sobre las inversiones
Motivos estratégicos	<ul style="list-style-type: none"> • Grado de dificultad de acceso al mercado de capitales • Nivel de desarrollo de la economía

Fuente: elaboración propia

Al revisar las diferentes razones que conducen a una empresa a mantener saldos de tesorería, se han citado diversas variables que determinan el nivel de liquidez a mantener, como por ejemplo: el nivel de apalancamiento de la empresa, grado de desarrollo del mercado de capitales, nivel de asimetrías de información, etc. Todas estas variables han sido agrupadas en función del motivo que impulsa a las empresas a mantener cierto nivel de tesorería. A continuación se analizarán en profundidad cuáles son los factores determinantes de la tesorería mantenida por la empresa y los clasificaremos en función de si se tratan de características propias de la empresa o de factores circunstanciales del entorno.

1.4. FACTORES DETERMINANTES DEL CASH HOLDING

Del análisis de las razones que empujan a las empresas a mantener liquidez, así como de las ventajas e inconvenientes derivadas del mantenimiento de efectivo, se puede deducir cuáles son los factores explicativos y determinantes de la tesorería en las

empresas. A continuación se irán analizando estas variables con base en la evidencia empírica aportada hasta el momento.

Se han clasificado estas variables en dos grupos: factores empresariales y factores del entorno y estructurales.

1.4.1. Factores empresariales

Los factores generales son características propias de las empresas que determinan el nivel de *cash holding* mantenido por las mismas. A continuación se analizarán los resultados esperados y la evidencia empírica obtenida para cada uno de estos factores con respecto a su relación con el *cash holding*.

1.4.1.1. Tamaño de la empresa

Tanto los modelos tradicionales de determinación del saldo de tesorería óptimo (Baumol, 1952; Miller & Orr, 1966) como modelos posteriores (Mulligan, 1997), plantean la existencia de economías de escala relacionadas con los niveles de tesorería necesarios para mantener la operativa habitual de la empresa. Según estos modelos, las empresas de mayor tamaño mantienen menos efectivo. Ello es debido fundamentalmente a que tienen un mayor acceso a la financiación bancaria cuando necesitan fondos. A continuación abordaremos con más detenimiento las razones de esta relación negativa entre el tamaño de la empresa y el nivel de tesorería mantenido.

En general, estos modelos teóricos son apoyados por la evidencia empírica (Opler, *et al.*, 1999; Pinkowitz & Williamson, 2001; Faulkender, 2002; Dittmar *et al.*, 2003; Guney, Ozkan y Ozkan, 2003; 2007; Ferreira y Vilela, 2004). Así, según Faulkender (2002) las empresas de mayor tamaño mantienen menos saldos de tesorería debido a economías de escala en la obtención de fondos. Además, la dimensión de la empresa puede ser considerada como una variable *proxy* de otro tipo de variables que pueden influir en la liquidez de una empresa (García-Teruel, 2005)³. En este sentido, se puede afirmar que, en general, las empresas de menor dimensión afrontan mayores asimetrías informativas, más restricciones financieras y más probabilidad de sufrir dificultades financieras. Sin embargo, las empresas de mayor tamaño soportan menores costes de financiación externa como consecuencia de las economías de escala derivadas de la existencia de

³ Una variable *proxy* es utilizada para explicar otras variables no observables o de las cuales no se tiene información.

costes fijos que hacen que proporcionalmente los costes de este tipo de empresas sean menores (Kim, Mauer & Sherman, 1998). Ferreira y Vilela (2004) consideran que las pequeñas empresas que asumen grandes riesgos y presentan elevadas oportunidades de negocio tienden a mantener mayores saldos de tesorería ya que les resulta más cara la obtención de fondos en el mercado de crédito. Normalmente, las tarifas de transacción que conlleva la obtención de fondos son fijas, y, por ello, el coste marginal es mayor en las pequeñas empresas. Todos estos argumentos sugieren la existencia de una relación negativa entre el tamaño de la empresa y la demanda de *cash holding*. Así lo confirman estudios más recientes realizados en diversos países europeos (Dobetz & Grüniger, 2007; Saddour, 2006; Guney *et al.* , 2007; Martínez-Carrascal, 2010 y Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012).

No obstante, existen, excepcionalmente, algunos resultados que contradicen la anterior afirmación. Así, en el estudio sobre determinantes del nivel de tesorería para empresas de EEUU, Japón y Alemania, llevado a cabo por Pinkowitz y Williamson (2001), al aplicar la regresión para los tres países, se confirma la relación negativa esperada. Sin embargo, al analizar cada país por separado, en el caso de Alemania se encontró una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el cash holding, a diferencia de los otros dos países. Una relación positiva excepcional fue encontrada por Guney *et al.* (2007) para el caso de Japón. En el estudio llevado a cabo por Bates *et al.* (2009) para una muestra de empresas estadounidenses en el periodo de tiempo desde el año 1980 al año 2000, se pueden distinguir dos subperíodos. Entre 1980 y 1990 se confirma la relación negativa entre el tamaño de la empresa y el saldo de tesorería, mientras que en el siguiente subperíodo se concluye que existe una relación positiva debida fundamentalmente a problemas de agencia.

A su vez, Ozkan y Ozkan (2004) encontraron una relación positiva no significativa entre el tamaño de la empresa y oportunidades de crecimiento. En algunos casos, las empresas de gran tamaño podrían decidir acumular más efectivo cuando se presentan mayores oportunidades de crecimiento, teniendo en cuenta la mayor facilidad con la que este tipo de empresas pueden generar importantes flujos de caja. Esta relación positiva detectada en algunos casos apunta a que puede haber otros factores que determinen la manera en que el tamaño de la empresa ejerce influencia en la toma de decisiones de *cash holding*.

Por último, los resultados de Martínez-Carrascal (2010) en su investigación empírica sobre los determinantes de cash holding corporativo en el área euro en función del tamaño de la empresa, muestran que la política de liquidez de la empresa difiere significativamente entre empresas de diferente tamaño, lo cual podría estar relacionado con las diferencias existentes entre las mismas en su acceso a financiación externa.

1.4.1.2. Apalancamiento

La evidencia empírica (Kim *et al.*, 1998; Opler *et al.*, 1999; Ferreira y Vilela, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004; Saddour, 2006; Drobetz & Grüninger, 2007, Martínez-Carrascal & von Landesberger, 2010, Shah, 2011; Ogundipe, Salawu, & Ogundipe, 2012; Shabbir, Hashmi & Chaudhary, 2016) apoya la hipótesis de que se reduce el efectivo al incrementarse el apalancamiento financiero de la empresa. Según Baskin (1987), esto se debe a que cuanto mayor sea el apalancamiento financiero, mayor será el coste de los fondos utilizados para mantener dichos activos líquidos. Sin embargo, esta relación negativa puede convertirse en positiva para niveles de apalancamiento muy elevados (Guney *et al.*, 2007). La evidencia empírica obtenida apoya la idea de que el pedir prestado puede ser visto inicialmente como un sustituto del mantenimiento de efectivo. Sin embargo, está generalmente aceptado que elevados niveles de apalancamiento incrementan la posibilidad de quiebra de la empresa. Con el objeto de reducir los problemas financieros de la empresa y reducir al máximo el riesgo de quiebra, las empresas acumularán un gran volumen de efectivo cuando presentan un ratio de apalancamiento elevado. Sin embargo, Ferreira y Vilela (2004) no encontraron evidencia de tal relación positiva. Por otra parte, el ratio de apalancamiento puede ser considerado como una variable *proxy* con la que medir la capacidad de la empresa para emitir deuda. En este sentido, Ferreira y Vilela (2004) consideran que la empresa que tiene una mayor capacidad para emitir deuda mantendrá menos efectivo.

Por último, cabe destacar que la evidencia empírica encontrada por Guney *et al.* (2007) muestra que el impacto del apalancamiento en el *cash holding* depende de ciertas características legales e institucionales propias de cada país como son: el grado de protección de los acreedores, la protección del accionista y la concentración de la propiedad.

1.4.1.3. Deuda bancaria

En contraposición con las empresas anglosajonas, en los países de la Unión

Monetaria Europea (UME) los bancos suelen poseer participaciones mayoritarias en las empresas (Ferreira y Vilella, 2004). Por esta razón, los bancos mantienen una estrecha relación con las empresas participadas de manera que disponen de información de las mismas que no podrían obtener de otro modo. Esto reduce los conflictos de agencia y asimetría de información y, consecuentemente, los costes indirectos que conllevan este tipo de problemas. Además, la mayor participación de los bancos en el capital de las empresas les sitúa en una posición inmejorable para poder controlar y evaluar mejor la calidad de crédito y la política de financiación de sus participadas. Este hecho permite a este tipo de empresas tener un mejor acceso a financiación externa, con lo cual no tienen necesidad de mantener elevados saldos de tesorería (Ozkan & Ozkan, 2004). García-Teruel y Martínez-Solano (2008) también llegan a este mismo resultado y argumentan que el poseer deuda bancaria transmite al mercado una información positiva, además de la facilidad de renegociación que ofrece este tipo de financiación. Por otra parte, Ferreira y Vilella (2004) constatan empíricamente que las empresas que utilizan como principal fuente de financiación la deuda bancaria en detrimento de otro tipo de deuda, mantienen menores saldos de tesorería por motivos de precaución.

Por último, Pinkowitz y Williamson (2001) encontraron evidencia empírica opuesta en empresas japonesas, debido al menor poder que mantienen los bancos en Japón frente a la experiencia de los países de la UME.

1.4.1.4. Cash flow

En presencia de asimetría de información y problemas asociados a la obtención de fondos externos, las empresas tienen preferencia por la financiación interna frente a la externa (Myers & Majluf, 1984). En este contexto, Opler *et al.* (1999), Pinkowitz y Williamson (2001), Ferreira y Vilella, (2004), Ozkan y Ozkan (2004), García-Teruel y Martínez-Solano (2008), Saddour, (2006), Drobetz & Grüninger (2007), Al-Najjar y Belghitar (2011) y Shabbir *et al.* (2016) aportan evidencia y constatan que las compañías que gozan de elevados flujos de caja mantienen un mayor volumen de efectivo.

Sin embargo, Kim *et al.* (1998) defienden la idea de que los flujos de caja pueden ser considerados como un sustituto de la liquidez, ya que representan una fuente de liquidez inmediata. Por esta razón, estos autores establecen una relación

negativa entre *cash flow* y *cash holding*.

1.4.1.5. Volatilidad del cash flow

Cuanta mayor sea la variabilidad del *cash flow* de la empresa, mayor será el número de estados de la naturaleza en los cuales la empresa puede encontrarse en situación de escasez de activos líquidos. Esta situación puede ser cara para la empresa a la hora de hacer frente a oportunidades de inversión. Es de esperar que empresas con más *cash flow* volátiles mantengan mayor efectivo en un intento de reducir los costes esperados de liquidación de contratos (Ozkan & Ozkan, 2004). Sin embargo, el resultado obtenido para esta variable por los citados autores no está en línea con la predicción realizada desde la teoría. Aunque la relación encontrada entre la volatilidad del *cash flow* y el *cash holding* es positiva, ésta no es significativa, por lo que se concluye que no hay evidencia que apoye la idea de que las empresas con mayor volatilidad de *cash flow* mantienen mayores niveles de efectivo (Guney *et al.*, 2007). En esta línea, Ferreira y Vilella (2004) sí obtienen como resultado que empresas con mayor volatilidad de *cash flow* tienen menos efectivo. Estos autores argumentan que la razón de esta relación negativa se debe a que una elevada variabilidad de *cash flow* se asocia normalmente a un elevado coste de capital derivado de elevados costes de agencia. Las empresas con elevado coste de capital podrían evitar el mantenimiento de efectivo, si el ingreso generado por el mismo es inferior a su coste. Por tanto, empresas que presentan esta característica, no acumularán capital por razones preventivas.

Opler *et al.* (1999), Bigelli y Sánchez-Vidal (2012), Al-Najjar y Belghitar (2011), Shah (2011), Zeydabazinezhad, Sarokolaei y Shoul (2013), en cambio, sí encuentran evidencia que conducen a la conclusión de que *cash flow* más arriesgados conllevan ratios de liquidez relativamente altos en relación con los activos no líquidos en empresas estadounidenses y empresas italianas, respectivamente. Martínez-Carrascal y von Landesberger (2010) en su estudio a nivel micro sobre la demanda de dinero de empresas no financieras en el área Euro también encuentran evidencia en la misma línea de los resultados obtenidos por Han y Qiu (2007) en su análisis del papel desempeñado por las restricciones financieras en la relación entre el *cash holding* corporativo y la variabilidad de los flujos de caja. Ambos estudios constatan que la volatilidad del *cash flow* afecta positivamente el *cash holding*, de acuerdo con los motivos de precaución para el mantenimiento de efectivo.

Por último, Martínez-Carrascal (2010) concluye que la inversión en activos líquidos de empresas más pequeñas en el área euro está más fuertemente relacionada con el *cash flow* de la empresa y su variabilidad que en el caso de grandes empresas, debido posiblemente a su mayor restricción a la financiación externa y a la necesidad de proveerse de liquidez para cubrir posibles necesidades futuras de inversión.

1.4.1.6. Activos líquidos

Se entiende por activos líquidos aquellos que pueden convertirse en efectivo fácilmente y a bajo coste. La existencia de activos líquidos en la empresa afecta a su política de tesorería ya que es considerado como sustituto del efectivo. Los diferentes estudios empíricos coinciden en señalar una relación inversa entre los activos líquidos y el cash holding (Ferreira y Vilela, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004; Opler *et al.*, 1999; García-Teruel & Martínez-Solano, 2008; Martínez-Carrascal, 2010; Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012; Gill & Shah, 2012; Ali & Yousaf, 2013; Shabbir *et al.*, 2016).

1.4.1.7. Oportunidades de crecimiento

La mayor parte de la evidencia empírica encontrada en torno a este determinante muestra que las oportunidades de inversión son un factor importante que influye positivamente sobre el nivel de tesorería (Kim *et al.*, 1998; Opler *et al.*, 1999; Ferreira y Vilela, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004; Guney *et al.* 2007; Bates, Kahle & Stulz, 2009; Al-Najjar & Belghitar, 2011; Gill & Mathur, 2011; Kim, Kim & Woods, 2011; Kariuki, Namusonge, & Orwa, 2015, Shabbir *et al.* (2016). En concreto, Dittmar *et al.* (2003) demuestran que la relación entre las oportunidades de crecimiento y *cash holding* es más fuerte en países con menores problemas de agencia.

Estos resultados sugieren que las empresas con elevadas oportunidades de inversión mantendrán elevados volúmenes de efectivo para evitar situaciones de quiebra, problemas financieros o tener que rechazar oportunidades de inversión por falta de fondos que no pueden ser obtenidos en el mercado.

Sin embargo, algunos autores han concluido en sus resultados que la existencia de oportunidades de crecimiento no tiene una importancia significativa en la decisión de mantener saldos de tesorería (García-Teruel y Martínez-Solano, 2004; García-Teruel, 2005; Drobetz & Grüninger, 2007; Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012;). García-Teruel y Martínez-Solano (2004) consideran que este resultado obtenido para España es consistente con el obtenido para países del mismo entorno económico como Francia, Italia y Alemania pero contrario a la evidencia encontrada para países anglosajones.

1.4.1.8. Pago de dividendos

Según Opler *et al.* (1999) se espera, y así concluye en sus resultados, que la política de dividendos tiene un impacto negativo en el cash holding, de modo que en caso de escasez de efectivo, éste se puede obtener mediante el recorte de dividendos. De ahí que se espere una relación negativa entre los dividendos y el nivel de tesorería. Así concluyen también en sus resultados Guney *et al.* (2003), Drobetz y Grüninger (2007), Al-Najjar y Belghitar (2011), y Ullah, Rehman, Saeed y Zeb (2014).

Sin embargo, Ozkan y Ozkan (2004) consideran que las empresas que reparten dividendos, respecto a las que no reparten, mantienen mayores niveles de tesorería, en previsión de una situación de falta de recursos suficiente como para hacer frente al pago de dividendos. A esta conclusión llegan Bigelli y Sánchez-Vidal (2012) para una muestra de empresas privadas italianas argumentando que la política de dividendos en empresas privadas no está afectada por los costes de agencia. Saddour (2006) también encuentra una relación positiva entre el nivel de tesorería y el pago de dividendos para el caso de empresas maduras en Francia dentro del periodo 1998-2002.

Sin embargo, Opler *et al.* (1999) consideran que las empresas que pagan dividendos mantienen niveles de efectivo más bajos ya que pueden recurrir a una reducción en el reparto de beneficios en caso de necesitar efectivo, y además a bajo coste. Mientras que las empresas que no reparten beneficios en forma de dividendos no podrán recurrir a esta fuente de obtención de fondos, por lo que tenderán a mantener más efectivo.

Martínez-Solano y García-Teruel (2005) consideran que la importancia de este factor no es significativa y sugieren que es debido a la compensación de los efectos en sentido contrario que cabría esperar entre Opler *et al.* (1999) y Ozkan & Ozkan (2004).

Por lo tanto, se trata de un factor cuyo efecto no puede predecirse *a priori*.

1.4.2. Factores del entorno y estructurales

Existen una serie de características propias de cada país que pueden explicar la variación del nivel de tesorería de empresas situadas en diferentes países: protección del inversor, entorno legal, estructura de la propiedad y desarrollo del mercado de capitales. Asimismo, el ciclo económico dentro del cual se enmarca la actividad la empresa y, en concreto, el hecho de que dicha actividad se desarrolle en un periodo de recesión, son factores estructurales determinantes del cash holding de la empresa.

1.4.2.1. Propiedad

Un elevado nivel de tesorería puede ser fuente de conflictos de intereses entre directivos y accionistas, en la medida en que la existencia de recursos financieros ociosos o *free cash flow* puede dar lugar a comportamientos discrecionales por parte de los directivos que choquen con los intereses de los accionistas (Jensen, 1986). Ante esta situación, los inversores disponen de diversos mecanismos de control interno para reducir el citado conflicto de objetivos, como son: el consejo de administración, la política retributiva de sus gerentes, su participación accionarial, la concentración accionarial, la presencia de inversores institucionales, etc.

Los trabajos empíricos realizados en este sentido se han centrado en determinar si la estructura de la propiedad influye en la toma de decisiones sobre *cash holding*. Por otra parte, también se ha tratado de detectar si la presencia de controladores y la naturaleza o identidad de los mismos afectan a la toma de decisiones de tesorería y, por último, si la composición del consejo de administración puede tener algún tipo de influencia en este tipo de decisiones.

Concentración del capital y control de la gestión

En cuanto al sentido en el que puede influir la existencia de accionistas mayoritarios que ejercen el control sobre el cash holding, existen dos perspectivas.

Por una parte, los accionistas soportan todos los gastos derivados de la tarea de control, mientras que los beneficios derivados de esta actividad son disfrutados en función de su porcentaje de participación en la propiedad (Grossman & Hart, 1988). Por esta razón, los pequeños accionistas no están incentivados para desarrollar una labor de control. En este sentido, Sheleifer y Vishny (1997) argumentan que si hubiera inversores

con un porcentaje de acciones tal que les permitiera participar de forma importante en los flujos de caja de la empresa, sí podrían encontrar remunerado su esfuerzo y desplegar un mayor control sobre la dirección. Consecuentemente, los accionistas mayoritarios sí tendrían incentivos para aumentar más la liquidez de la empresa.

Por otra parte existen otros estudios (Stiglitz, 1985; Sheleifer & Vishny, 1986; Ferreira y Vilela, 2004; Martínez-Solano y García-Teruel, 2005) que analizan el conflicto de intereses entre los accionistas con control y el resto del accionariado y concluyen que si los accionistas mayoritarios están incentivados, llevarán a cabo un control más efectivo sobre la dirección y se reducirán los costes de agencia, lo cual hará que el coste de obtener financiación externa disminuya y no sea necesario mantener elevados niveles de tesorería.

Guney *et al.* (2003; 2007) en sendos estudios realizados para empresas de Japón, Alemania, Francia y Reino Unido concluyen que en países con una mayor concentración de la propiedad, este factor lleva a una reducción en el coste de la financiación externa, lo cual implica que la empresa mantenga niveles más bajos de liquidez .

Ozkan y Ozkan (2004) concluyen en su estudio que la estructura de propiedad juega un papel importante en la determinación del cash holding en empresas del Reino Unido. Sin embargo, el efecto que la concentración accionarial o la presencia de un controlador último, puede tener sobre los niveles de efectivo mantenido por las sociedades resulta ambiguo o no significativo.

Naturaleza de los propietarios mayoritarios

Por otro lado, la naturaleza de los accionistas mayoritarios también podría ser un factor significativo en el ejercicio del control de la gestión (Ozkan & Ozkan, 2004). Así, la existencia de importantes paquetes de participaciones en manos de una o más familias puede desencadenar conflictos de agencia entre los directivos y el resto de accionistas, en la medida que quisieran mantener el control sobre la empresa de una manera ineficiente desde el punto de vista de otros accionistas. Esto implicaría el mantenimiento de mayores niveles de tesorería que les permitan mantener su posición. Existe evidencia empírica que demuestra que en las empresas donde existe una disociación entre propiedad y derechos de control, los propietarios familiares pueden disponer de efectivo para satisfacer sus propios intereses de liquidez o proyectos de interés privado (Lins, Volpin & Wagner, 2013).

Por el contrario, la participación mayoritaria de entidades financieras en el capital de la empresa podría implicar un mayor control efectivo de la gestión de la misma. Consecuentemente, se reducirían los problemas de agencia entre accionistas y directivos, lo cual facilitaría el acceso de la empresa a la financiación externa y reduciría, por tanto, las necesidades de liquidez.

En este sentido, Martínez-Solano y García-Teruel (2005) aportan evidencia empírica que apoya la idea de que la participación de las entidades financieras reduce los costes agencia gracias al desarrollo de una gestión más efectiva, teniendo un efecto negativo en el mantenimiento de *cash holding*. En esta misma línea, Ozkan y Ozkan (2004) también muestran en sus estudios que las empresas controladas por familias mantienen niveles más elevados de tesorería.

Participación de la dirección en el capital

Existe una larga literatura que documenta la existencia de conflictos de interés entre los directivos y los accionistas derivados de la separación entre propiedad y control. En este sentido, la participación del equipo directivo en la propiedad de la sociedad puede facilitar la convergencia de intereses con los de los accionistas (efecto alineación). De este modo, la dirección no estaría tan incentivada para mantener elevados saldos de tesorería que permitan el consumo privado de ciertos beneficios (Ozkan & Ozkan, 2004). En cambio, si la participación de la dirección en el capital es elevada, esta situación les puede impulsar a desarrollar un comportamiento más discrecional en favor de sus propios intereses (Morck, Sheleifer & Vishny, 1988) y, viceversa si el porcentaje de propiedad en manos de la dirección es baja, éste es un factor clave para que se incremente el nivel de efectivo en la empresa (Nikolov & Whited, 2014). Por tanto, esto también influirá sobre la existencia de recursos financieros ociosos (García-Teruel y Martínez-Solano, 2004).

Por lo tanto, se espera una relación ambigua entre la participación de la dirección en la propiedad y el *cash holding*. De hecho, Ozkan y Ozkan (2004) comprueban en sus estudios que esta relación dependerá del nivel de dicha participación. Martínez-Solano y García-Teruel (2005) concluyen que este factor no parece tener efecto sobre los niveles de tesorería.

Estructura consejo

Aunque Ozkan y Ozkan (2004) esperaban que al reducirse los costes de agencia de la financiación externa gracias a la presencia mayoritaria de consejeros externos, la empresa mantendría menores cantidades de efectivo. Sin embargo, tanto Ozkan y Ozkan (2004) como Martínez-Solano y García-Teruel (2005) concluyen en sus estudios empíricos que la participación de los miembros del consejo de administración en el capital de la sociedad no parece tener un efecto significativo sobre el mantenimiento de efectivo para empresas del Reino Unido y españolas, respectivamente.

1.4.2.2. Protección del inversor y nivel de desarrollo del mercado de capitales

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1998) encontraron evidencia de que en los países con una débil protección al inversor, existe la tendencia a producirse una mayor concentración de la propiedad en las empresas. La concentración de la propiedad vendría a ser un sustituto de la protección legal. Estos autores plantean una relación negativa entre el *cash* y la concentración de la propiedad debido a que los directivos tendrán más dificultad para acumular efectivo cuando están siendo controlados efectivamente por accionistas mayoritarios. Estos mismos autores muestran cómo en los países con débiles mecanismos de protección del inversor, el grado de desarrollo del mercado de capital es menor, por lo que el acceso al mismo será más difícil para las empresas y éstas tenderán a acumular más efectivo. Es decir, La Porta *et al.* (1998) explican que empresas que desarrollan su actividad en países con una mayor protección del inversor, mantendrán menos liquidez debido a la existencia de un mercado de capitales desarrollado al cual acceder más fácilmente y no por motivos de agencia.

Otros autores (Ferreira y Vilela, 2004; Dittmar *et al.*, 2003) encuentran la misma relación negativa entre estas dos variables pero no debido a la existencia de un mercado de capitales desarrollado sino por razones de agencia. Además, Dittmar *et al.* (2003) encuentran evidencia de que en países con débil protección a los accionistas, por una parte, factores como las oportunidades de inversión y la información asimétrica resultan poco significativos y, por otra parte, pagan menores dividendos. Por último, las empresas mantienen mayores niveles de tesorería cuando el acceso a los fondos es más fácil.

Ferreira y Vilela (2004) aportan evidencia empírica que muestra una relación negativa del *cash holding* con el grado de protección de los inversores, medido vía derechos anti-director, derechos de los acreedores y estado de derecho. Los resultados obtenidos por estos autores también revelan una relación negativa entre el *cash holding* y el nivel de desarrollo del mercado de capitales, relación contraria a la perspectiva de agencia pero explicada por el motivo de precaución para acumular efectivo. Esta evidencia es consistente con la obtenida por Guney *et al.* (2003; 2007) en sus estudios para Francia, Alemania, Japón y Reino Unido, salvo en lo referente a la relación de los derechos de los acreedores con el efectivo, ya que según estos autores tal relación es positiva y significativa (Guney *et al.*, 2003). En este sentido, una fuerte protección a los acreedores incrementa la probabilidad de quiebra en caso de crisis financiera, lo cual lleva a acumular liquidez como precaución para evitar situaciones de estrés financiero.

1.4.2.3. Restricciones financieras y periodos de recesión/ ciclo de económico

Almeida, Campello y Weisbach (2004) obtienen como resultado que las empresas con restricciones financieras incrementan su propensión a retener efectivo para hacer frente a situaciones macroeconómicas negativas, mientras que las no restringidas no presentan tal comportamiento.

A su vez, Custodio *et al.* (2005) investigaron la relación entre las condiciones empresariales y las decisiones de liquidez en empresas estadounidenses. Estos autores encontraron una fuerte evidencia de que las empresas con restricciones financieras mantienen más efectivo durante periodos de recesión y que las condiciones empresariales tienen un efecto significativo en la toma de decisiones de tesorería de las empresas. Más allá, detectaron aumentos en el nivel de tesorería a lo largo de periodos de fuertes restricciones crediticias. Sin embargo, encontraron una débil evidencia de que las empresas sin restricciones financieras adaptaran su nivel de tesorería en función del ciclo de negocio.

1.5. TEORÍAS FINANCIERAS CLÁSICAS

A continuación se exponen los tres modelos teóricos que ayudan a identificar cuáles son las principales características generales de la empresa que influyen en el proceso de toma de decisiones de tesorería. Del mismo modo, se plantean las predicciones que estas teorías realizan para la relación existente el nivel de *cash holding*

de la empresa y las condiciones macroeconómicas. Estos tres modelos son los siguientes: modelo *trade-off*, teoría *pecking order* y teoría *free cash flow*.

1.5.1. Modelo *Trade-off*

Según este modelo las empresas determinan el nivel óptimo de liquidez o tesorería equiparando el coste marginal y el beneficio marginal del *cash holding*, es decir, igualando el coste de ahorrar una unidad monetaria más de efectivo con el coste de quedarse escaso en una unidad monetaria más de efectivo. De acuerdo con este modelo, hay dos motivos fundamentales por los que mantener efectivo, el motivo de transacción y el motivo de precaución, expuestos anteriormente. Cuando las empresas no tienen suficiente efectivo, pueden acudir a otras fuentes alternativas de obtención de liquidez. Estas fórmulas alternativas de consecución de efectivo son fundamentalmente las siguientes: acceso al mercado de capitales, liquidación de activos, reducción de inversiones, reducción de dividendos, y renegociación de contratos financieros ya existentes. Cada una de estas soluciones lleva asociado un coste, por lo que las empresas procurarán mantener un colchón constituido por efectivo y activos líquidos que les permita evitar incurrir en tales costes. Sin embargo, el mantenimiento de activos líquidos y efectivo también conlleva un coste, medido en términos del coste de oportunidad, que se deriva de la baja rentabilidad que ofrece el *cash holding* (Custodio *et al*, 2005).

Según la teoría de *trade off* las empresas pueden obtener fondos a bajo coste a costa de reducir los dividendos por lo que la relación entre estas dos variables es negativa. Las economías de escala explican la relación también negativa que existe entre el tamaño de la empresa y el *cash holding*. Así mismo, dado que los flujos de caja y los activos líquidos son una fuente inmediata de liquidez, estos son considerados como un sustituto del efectivo y, por tanto, es de esperar una relación negativa entre estas variables y el *cash holding*.

Por el contrario, si el coste de incurrir en un déficit de tesorería para empresas con importantes oportunidades de inversión es medido en términos del coste de abandonar oportunidades de inversión rentables, es de esperar una relación positiva entre oportunidad de inversión y *cash holding*. Así mismo, esta teoría predice una relación positiva en relación con la incertidumbre o variabilidad de los flujos de caja, ya que por motivos de precaución las empresas acumularán efectivo para poder hacer

frente a déficits de tesorería debidos a variaciones inesperadas de *cash flow*.

Por último, el efecto del apalancamiento según esta teoría es ambiguo ya que, por una parte, se espera que empresas con mayor saldo de tesorería podrían hacer frente mejor a situaciones de estrés financiero como consecuencia de un mayor endeudamiento. Por otra parte, si se entiende el apalancamiento como una forma de medir la capacidad de endeudamiento, es de esperar que las empresas con mayor ratio de endeudamiento mantengan menos efectivo (Ferreira y Vilela, 2004).

De acuerdo con Custodio *et al.* (2005), el modelo *trade off* predice que las empresas tienden a mantener más liquidez en periodos de recesión por varios motivos – transacción, precaución y agencia- y, además, es de esperar que esta relación se refuerce en el caso de empresas con restricciones financieras debido a sus mayores dificultades de acceso a la financiación externa.

Estos autores afirman que en época de recesión las empresas, debido a motivos de transacción, asumen un mayor coste de déficit de tesorería, dado que es más difícil transformar en efectivo los activos líquidos sustitutos. Así mismo, el coste de oportunidad de la liquidez es menor durante recesiones económicas ya que el atractivo de otras inversiones es mayor cuando la economía funciona bien. Por otra parte, los administradores de empresas con aversión al riesgo se vuelven más cautos y tienden a acumular más *cash* ante futuras condiciones macroeconómicas inciertas. Por este mismo motivo y de manera especial, las empresas con proyectos de inversión que presentan VAN positivo, pero con graves problemas de acceso al mercado de capitales, fundamentalmente durante períodos de fuerte restricción crediticia, mitigan los efectos de estrés financiero gracias al efectivo acumulado. Por último, el coste de financiación externa también aumenta en época de recesión, debido fundamentalmente a las mayores exigencias por parte de los acreedores en términos de diferenciales en el tipo de interés del crédito y garantías. Así mismo, los costes de agencia de la deuda también son más elevados durante recesiones porque aumenta la probabilidad de que los accionistas rechacen proyectos de inversión con VAN positivo con el fin de mantener el apalancamiento y así reducir la probabilidad de entrar en concurso de acreedores y ser liquidada.

1.5.2. Teoría del *Pecking Order*

Myers y Majluf (1984) desarrollaron esta teoría, según la cual los directivos, con el fin de minimizar costes de asimetría de información y otros costes financieros, siguen una jerarquía financiera de modo que la primera fuente de recursos utilizada serán los beneficios retenidos, seguidos de la deuda segura, la deuda arriesgada y finalmente capital. Esta teoría también considera que no hay un nivel óptimo de tesorería que actúe como colchón entre los beneficios retenidos y las necesidades de inversión. Si la empresa genera suficiente *cash flow*, financiará nuevos proyectos, pagará deuda y acumulará efectivo. Si los beneficios retenidos no son suficientes para hacer frente a inversiones actuales, la empresa usará el efectivo acumulado y, si es necesario, emitirá deuda.

De acuerdo con este modelo las empresas con grandes oportunidades de inversión acumulan liquidez con el fin de evitar acudir a financiación externa cuyo coste podría conllevar el descartar ciertas oportunidades de inversión rentables. También existe una relación positiva entre el *cash holding*, el tamaño de la empresa y el *cash flow*. Sin embargo, se presenta una relación negativa entre el *cash holding* y el apalancamiento así como la deuda bancaria. La deuda se reduce cuando la inversión excede los beneficios retenidos y aumenta cuando la inversión es menor que los beneficios retenidos. Consecuentemente, el saldo de tesorería mantiene la misma relación que la deuda con la inversión.

Esta teoría no predice una clara relación entre *cash holding* y condiciones empresariales. Custodio *et al.* (2005) tampoco tienen una predicción clara para describir cuál será el comportamiento de empresas sin restricciones financieras durante periodos de recesión. Sin embargo, estos autores sí predicen una relación positiva para las empresas con restricciones financieras en tales circunstancias económicas, ya que es de esperar que este tipo de empresas abandonen proyectos de inversión con VAN positivo con el fin de ahorrar efectivo e invertirlo en proyectos más atractivos en periodos de expansión.

1.5.3. Teoría del *Free Cash Flow* y Costes de Agencia de Discreción Gerencial

La teoría de Jensen (1986) del *free cash flow* establece que los directivos pueden acumular efectivo para incrementar los activos bajo su control. De este modo,

ganan poder discrecional en la toma de decisiones de inversión de la empresa y así alcanzan sus propios objetivos en lugar de maximizar la riqueza de los accionistas (costes de agencia de discreción gerencial). Mediante el aprovisionamiento de efectivo hay menos necesidad de acudir a financiación externa para financiar proyectos de inversión y así los directivos evitan la obligación de proporcionar información detallada de tales proyectos impuesta por la disciplina de mercado. Los directivos podrían acometer inversiones que tienen un impacto negativo en los accionistas.

De acuerdo con este autor los directivos de empresas que presentan pocas o pobres oportunidades de inversión tienden a retener liquidez para asegurarse la disponibilidad de fondos para poder acometer inversiones de crecimiento, incluso cuando el VAN de tales proyectos de inversión sea negativo. Esto conllevará disminuir el valor de la empresa para el accionista, a pesar de que la empresa tenga grandes oportunidades de inversión. Así mismo, las empresas menos apalancadas, al estar sujetas a un menor control, dan lugar a mayores actuaciones discrecionales por parte de la dirección, y por tanto, ésta tenderá a acumular más *cash*.

Sin embargo, dado que las empresas de mayor tamaño tienden a tener una menor concentración accionarial, se propicia una mayor actuación discrecional por parte de la gerencia, lo cual conlleva una mayor acumulación de liquidez.

Las predicciones de esta teoría en términos de *cash holding* y condiciones de empresa no son claras. Partiendo de esta teoría, se espera que los gerentes mantengan menos *cash* cuando sus intereses están alineados con los de los accionistas. Esto ocurrirá sobre todo en épocas de recesión. Sin embargo, en tales circunstancias los gerentes están más controlados y tienen menos poder discrecional (Custodio *et al.*, 2005).

A continuación en la Tabla 1.3. se presenta un resumen de las principales predicciones realizadas por estos tres modelos de *cash holding*.

Tabla 1.3. Resumen de las predicciones según el modelo de cash holding

<i>Factor explicativo</i>	<i>Modelo Trade-off</i>	<i>Teoría Pecking order</i>	<i>Teoría Free Cash Flow</i>
Tamaño empresa	Negativo	Positivo	Positivo
Apalancamiento	Ambiguo	Negativo	Negativo
Deuda bancaria	Negativo	Negativo	Negativo
Cash Flow	Negativo	Positivo	
Volatilidad Cash Flow	Positivo		
Activos líquidos sustitutos	Negativo		
Oportunidad Inversión/crecimiento	Positivo	Positivo	Negativo
Pago Dividendo	Negativo (positivo o negativo)		
Vencimiento de la deuda	Ambiguo		
Restricciones financieras/periodo recesión	Positivo	Positivo	Negativo

Fuente: elaboración propia

Como se puede apreciar no hay un consenso entre estos tres modelos acerca de cómo afectan las diferentes características de la empresa al nivel de tesorería de la misma. Sin embargo, tal y como se muestra a continuación en la Tabla 1.4., la evidencia empírica demuestra que todas ellas tienen una importancia significativa en la explicación de los factores determinantes del *cash holding* en las empresas.

En la Tabla 1.4. se recogen las evidencias empíricas obtenidas en los últimos años con respecto a la relación del *cash holding* y diversos factores.

Tabla 1.4. Resumen de evidencias empíricas relativas a los factores determinantes del Cash Holding

<i>Factor explicativo general</i>	<i>Relación hallada</i>	<i>Autor</i>
Tamaño empresa	Negativo	(-) Opler <i>et al.</i> (1999) (-) Pinkowitz & Williamson (2001) (-) Faulkender (2002) (-) Dittmar <i>et al.</i> (2003) (-) Guney <i>et al.</i> (2003; 2007) (-) Ferreira y Vilela (2004) (-) Saddour (2006) (-) Drobetz & Grüninger (2007) (-) Bates <i>et al.</i> (2009) -subperiodo estudio 1980-1990- (-) Martínez-Carrascal (2010) (-) Bigelli & Sánchez-Vidal (2012) (-) Poco significativa Ozkan & Ozkan (2004)
	Positivo	(+ para Alemania) Pinkowitz & Williamson (2001) (+ sólo para Japón) Guney <i>et al.</i> (2003; 2007) (+) Bates <i>et al.</i> (2009) -subperiodo estudio 1991-2000- (+) Shabbir <i>et al.</i> (2016)
Apalancamiento	Ambiguo Negativo	Ambiguo (-) para bajo apalancamiento y (+) para alto apalancamiento Guney <i>et al.</i> (2007) (-) Kim <i>et al.</i> (1998) (-) Opler <i>et al.</i> (1999) (-) Ferreira y Vilela (2004) (-) Ozkan & Ozkan (2004) (-) Saddour (2006) (-) Drobetz & Grüninger (2007)

		<p>(-) Martínez-Carrascal & van Landesberger (2010) (-) Shah (2011) (-) Ogundipe <i>et al.</i> (2012) (-) Shabbir <i>et al.</i> (2016) (No significativo) Martínez Solano y García-Teruel (2004)</p>
Deuda bancaria	Negativo	<p>(-) García-Teruel y Martínez Solano (2008) (-) Ferreira y Vilela (2004) (-) Ozkan & Ozkan (2004)</p>
Cash Flow	Positivo	<p>(+) Opler <i>et al.</i> (1999) (+) Pinkowitz & Williamson (2001) (+) Ferreira y Vilela (2004) (+) Ozkan & Ozkan (2004) (+) García-Teruel y Martínez-Solano (2008) (+) Saddour (2006) (+) Drobetz & Grüninger (2007) (+) Al-Najjar & Belghitar (2011) (+) Shabbir <i>et al.</i> (2016)</p>
Volatilidad Cash Flow	Negativo Positivo	<p>(-) Kim <i>et al.</i> (1998) (+) Opler <i>et al.</i> (1999) (+) Han & Qiu (2007) (+) Bigelli y Sánchez-Vidal (2012) (+) Martínez-Carrascal y van Landesberger (2010) (+ sólo para USA) Guney <i>et al.</i> (2003; 2007) (+) Al-Najjar & Belghitar (2011) (+) Shah, (2011) (+) Zeydabadeh <i>et al.</i> (2013)</p>

Activos sustitutos	Negativo	<p>(-) Ferreira y Vilela (2004)</p> <p>(-) Opler <i>et al.</i> (1999)</p> <p>(-) Ferreira y Vilela (2004)</p> <p>(-) Ozkan & Ozkan (2004)</p> <p>(-) García-Teruel y Martínez-Solano (2008)</p> <p>(-) Sadoon (2006)</p> <p>(-) Martínez-Carrascal (2010)</p> <p>(-) Bigelli & Sánchez-Vidal (2012)</p> <p>(-) Gill & Shah (2012)</p> <p>(-) Ali & Yousaf (2013)</p> <p>(-) Shabbir <i>et al.</i> (2016)</p>
Oportunidad de Inversión/crecimiento	Positivo	<p>(+) Kim <i>et al.</i> (1998)</p> <p>(+) Opler <i>et al.</i> (1999)</p> <p>(+) Dittmar <i>et al.</i> (2003)</p> <p>(+) Ferreira y Vilela (2004)</p> <p>(+) Ozkan & Ozkan (2004)</p> <p>(+) Guney <i>et al.</i> (2007)</p> <p>(+) Bates <i>et al.</i>, 2009</p> <p>(+) Al-Najjar & Belghitar (2011)</p> <p>(+) Gill & Mathur (2011)</p> <p>(+) Kim <i>et al.</i> (2011)</p> <p>(+) Kariuki, Namsongse, & Orwa (2015)</p> <p>(+) Shabbir <i>et al.</i> (2016)</p>
	No significativa	<p>Drobetz & Grüninger (2007)</p> <p>Bigelli & Sánchez-Vidal (2012)</p> <p>García-Teruel y Martínez-Solano (2008)</p>

Pago Dividendo	Negativo	(-) Opler <i>et al.</i> (1999) (-) Drobetz & Grüninger (2007) (-) Guney <i>et al.</i> (2003) (-) Al-Najjar & Belghitar (2011) (-) Ullah <i>et al.</i> (2014). (+) Ozkan & Ozkan (2004) (+) Saddour (2006) (+) Kim <i>et al.</i> (2011) (+) Bigelli & Sánchez-Vidal (2012) (No significativa) García-Teruel y Martínez-Solano (2004)
Factor explicativo estructural	Relación hallada	Autor
Tamaño consejo	No significativa	Drobetz & Grüninger (2007)
Concentración accionarial	Negativa	(-) Guney <i>et al.</i> (2003; 2007) (-) Martínez-Solano y García-Teruel (2005) (-) Ferreira y Vilela (2004)
Naturaleza del principal accionista:	Positiva Negativa No afecta	(+) Ozkan & Ozkan (2004) (-) Lins, Volpin & Wagner (2013) (no afecta) Martínez-Solano y García-Teruel (2005)
- Familia - Entidad financiera	Negativa	(-) Ent. F. Martínez-Solano y García-Teruel (2005)

Participación de los administradores en el capital de la empresa	Ambiguo No afecta	Hipotesis de convergencia Hipotesis de atrincheramiento (-) Nikolov & Whited, 2014 (Ambiguo) Ozkan & Ozkan (2004); Elyasini & Zhang (2015) (no afecta) Martínez-Solano y García-Teruel (2005)
Protección del inversor	Negativo	(-) La Porta <i>et al.</i> (1997) (-) Dittmar <i>et al.</i> (2003) (-) Ferreira y Vilela (2004)
Nivel de desarrollo del mercado de capitales	Negativo	(-) La Porta <i>et al.</i> (1997) (-) Ferreira y Vilela (2004) (-) Guney <i>et al.</i> (2003; 2007)
Períodos de recesión/ciclo económico - Emp. con restricciones financieras - Emp. sin restricciones financieras	Positivo No significativo	(+) Almeida <i>et al.</i> (2004) (+) Custodio <i>et al.</i> (2005) (No significativo.) Custodio <i>et al.</i> (2005)

Fuente: elaboración propia

A modo de resumen, en relación con los factores generales determinantes del *Cash Holding*, la evidencia empírica apunta a la existencia de una relación negativa entre el nivel de *Cash Holding* y los siguientes factores: tamaño de la empresa, apalancamiento, deuda bancaria, activos líquidos sustitutivos y pago de dividendo. Por el contrario, se detecta la existencia de una relación positiva entre el *Cash Holding* y los factores *cash flow*, volatilidad del *cash flow* y oportunidad de crecimiento/inversión.

En el caso de los factores estructurales, el nivel de *cash holding* aumenta cuanto menor es el grado de concentración accionarial, la participación de entidades financieras en el accionariado, el grado de protección del inversor y el nivel de desarrollo del mercado de capitales. Sin embargo, el nivel de tesorería se incrementa al aumentar la presencia de la familia en el accionariado y en el caso de empresas con restricciones financieras durante periodos de recesión económica. Por otra parte, el tamaño del consejo o las restricciones financieras de las empresas durante ciclos económicos en recesión no parecen ser factores significativos aunque hay que tener en cuenta que hay poca evidencia empírica al respecto. Por último, la participación de los administradores en el capital de la empresa tiene un efecto ambiguo en el nivel de efectivo mantenido por la empresa, de acuerdo con la escasa evidencia empírica obtenida.

1.5.4. Teoría contractual

Las transacciones de tesorería entre una empresa y los agentes de su entorno deberían desarrollarse en condiciones de igualdad. Sin embargo, existen diversas razones por las cuales se aceptan los acuerdos en condiciones de desigualdad, como son las asimetrías de poder e información. Estas condiciones son justificables desde la teoría contractual, pero ajenos a los intereses de una de las partes. La gestión de tesorería, se fundamenta en la teoría contractual, según la cual diversas partes llegan libremente a acuerdos, acordes con la legalidad vigente, sobre el momento de realizar los cobros y pagos relacionados con diversas transacciones económicas (Retolaza y San-Jose, 2008). Por esta razón, a continuación exponemos de manera resumida la teoría contractual.

En 1937 el economista ganador del Premio Nobel, Ronald Coase, publicó el artículo titulado *The Nature of the Firm* donde el autor explica las causas que explican la existencia de la empresa. La reflexión realizada en este artículo fue la base de otras importantes teorías, entre ellas, la Teoría de Costos de Transacción y Contratos, más conocida como la *Teoría Contractual*.

Coase (1937) realiza una importante contribución a la teoría económica al destacar la importancia de las organizaciones, ya que se deja de pensar en la empresa como una simple “Caja Negra”. Hasta entonces la economía clásica consideraba que el mecanismo del precio de mercado coordinaba la producción. Según este autor, la empresa existe para posibilitar que el empresario coordine la producción en lugar del mercado. Por tanto, la empresa puede ser considerada como un sistema de relaciones en el que el empresario se hace cargo de la gestión de recursos. Además, Coase concluye que mientras fuera de la empresa los movimientos de precios dirigen la producción mediante una serie de transacciones que se dan en el mercado, en el interior de la empresa se puede llevar a cabo esas transacciones de mercado dentro de su estructura jerárquica, siendo el empresario quien coordine y dirija la producción a través de una estructura jerárquica.

Coase establece que las actividades a realizar por una firma vienen dadas por la comparación entre dos tipos de costos, los costos de transacción y los costos de coordinación. Los costos de transacción son los asociados a la coordinación de los recursos a través de transacciones de mercado (costos de negociar y firmar contratos, de información, de búsqueda y selección de precios y calidades de productos...), mientras que los costos de coordinación son los costos de coordinar los recursos internamente (costo de organizar la producción y de encontrar y negociar con los proveedores). Coase plantea la empresa como un mejor medio que el mercado para dirigir la producción ya que si la producción se coordina dentro de la empresa, se pueden ahorrar los costes derivados de la determinación de los precios y de la negociación de los contratos (Fontrodona & Sison, 2006).

A partir de la contribución de Coase, se han desarrollado distintos enfoques de la Teoría de la Firma en función de la unidad de análisis. Los tres principales enfoques contractuales de la teoría de la empresa son los siguientes: la teoría de la economía de los costos de transacción (Williamson, 1979), la teoría de agencia (Jensen & Meckling, 1976) y el enfoque de los derechos de propiedad (Alchian & Demsetz, 1972).

Los primeros estudios de Coase (1937), Alchian (1965) y Demsetz (1967) permitieron establecer los fundamentos para el posterior desarrollo de la teoría de los derechos de propiedad, así como para la teoría de los costos de transacción y la teoría de agencia. El *enfoque de los derechos de propiedad* engloba una serie de estudios en los

que se argumenta que los límites de la empresa y la asignación de la propiedad de los activos pueden ser considerados en función de los derechos de propiedad y de contratos incompletos. El enfoque clásico inicial ha evolucionado hasta que Grossman y Hart (1988), así como Hart y Moore (1990) han desarrollado lo que se considera el Modelo GHM. Los derechos de propiedad de un activo incluyen tres conceptos: a) Derecho a recibir ingreso residual, es decir, la parte del ingreso generado por el activo que queda después de haber pagado todas las obligaciones contractuales asociadas a ese activo; b) Posesión del control residual o derecho a decidir sobre la utilización del activo en aquellos casos en los cuales ni la ley ni un contrato concreto detallan qué es lo que debe hacerse (contratos incompletos); c) Derecho a transferir la propiedad. Según el enfoque de los derechos de propiedad, la premisa fundamental de partida es que dado que la propiedad de un activo proporciona el derecho a recibir ingreso residual, el propietario estará incentivado para esforzarse en destinar el activo hacia aquellas actividades que maximicen su valor. Así, el propietario tendrá incentivo suficiente como para darle un mejor uso. Bajo este enfoque, las decisiones respecto de la propiedad y uso de los activos son importantes para la eficiencia económica, cuando los contratos son incompletos y la realización de una transacción requiere de inversiones ex ante específicas (Rialp y Salas, 2002). En estas condiciones, la asignación de los derechos de propiedad determinará el poder de negociación de cada parte cuando se produce la renegociación de la utilización futura del activo. Por lo tanto, la asignación de derechos de propiedad determina los incentivos de las partes a invertir en activos específicos. Hart (1995) considera que al ser el poder un recurso escaso, éste debe asignarse eficientemente entre las distintas partes que intervienen en una transacción y que es éste el criterio en función del cual se decide la internalización o no de las transacciones y, consiguientemente, los límites de la empresa. Este argumento es el que distingue esta teoría tanto del enfoque normativo de la teoría de agencia como de la teoría de los costos de transacción.

Según la *teoría de costos de transacción y contratos* desarrollada por Williamson (1987) los costos de transacción no se pueden evitar del todo, sin embargo, sí se pueden reducir mediante los contratos que efectúen las empresas. Así los principales conceptos en torno a los cuales gira esta teoría son que la empresa deber ser considerada como un nexo de contratos y, que la unidad de análisis fundamental es la transacción o intercambio.

El primer concepto se refiere a que la empresa es una unidad legal donde continuamente se establecen relaciones de intercambio de recursos entre diferentes agentes económicos por los cuales se transfieren activos. En este nexo de contratos, participan los clientes, los proveedores, los accionistas, los gerentes, los obreros, etc. En cualquier organización confluyen una serie de individuos, cada uno con varios intereses propios que le motivan a acudir a la empresa para realizar un intercambio determinado.

En determinadas circunstancias, la empresa puede decidir realizar internamente actividades que antes se desarrollaban mediante transacciones de mercado. En este caso, se sustituye este último por una jerarquía. Las circunstancias a las que se refiere Williamson son de dos tipos: factores ambientales (incertidumbre y relaciones de intercambio de pocos agentes) y factores humanos (racionalidad limitada y oportunismo). En concreto, “cuando los agentes económicos no son capaces de anticipar los posibles estados futuros de la naturaleza, y los derechos y obligaciones de cada una de las partes del contrato en cada uno de dichos escenarios futuros, unido al hecho de que la mente humana posee límites en su conocimiento y capacidad de predicción, surgen problemas para poder firmar contratos completos y es entonces cuando la empresa puede decidir evitar el mercado y recurrir a modelos jerárquicos de organización internamente regidas por procesos administrativos” (Williamson, 1975, p. 25).

La firma realizará sus transacciones de manera interna o externa dependiendo del resultado derivado de comparar los costos de transacción de cada alternativa. Si los costos de transacción entre proveedores y usuarios son mayores que los de producir dentro de la empresa, se provoca un proceso de integración vertical, dando lugar al fenómeno de internamiento de actividades independientes dentro de las firmas.

Las transacciones se organizarán de una forma u otra de acuerdo a sus características en lo referente a la especificidad de los activos, la incertidumbre y la frecuencia que conllevan.

Para Williamson, “el contrato es un acuerdo entre un comprador y un vendedor en el que los términos del intercambio son definidos por: precio, especificidad de los activos y salvaguardas (esto asume que la cantidad, calidad y duración del contrato están todas especificadas)” (Williamson, 1995, p. 102).

A través del contrato se reduce la incertidumbre, así como el coste de obtención y procesamiento de información. El contrato se presenta como la unidad que estructura internamente las reglas operativas de la organización económica (estructuras de gobernación) y posibilita abaratar los costos de transacción referidos a la especificidad de los activos, el oportunismo, la frecuencia de las transacciones y la incertidumbre. “El contrato se establece para intercambios donde, en ausencia de alternativas de mercado estandarizadas, las partes han diseñado normas de relaciones futuras en las que pueden confiar” (Williamson, 1987, p. 82).

Esta forma de organización permite a las partes manejar la incertidumbre y la complejidad de manera adaptativa y consecutiva. Esto porque elimina en buena parte el oportunismo de una contratación de mercado; porque la elaboración y empleo de códigos de comunicación eficaces e idiosincrásicos crea confianza y economiza la racionalidad limitada y promueve expectativas convergentes, con lo que atenúa la incertidumbre que se genera cuando partes interdependientes toman decisiones independientes respecto a las condiciones cambiantes del mercado. Este conjunto de hechos genera mayor disposición a la cooperación, permite que se efectúen auditorías con más eficacia y que haya menos desacuerdos.

Desde la perspectiva de Williamson, además del mercado y la empresa, existe otra alternativa para llevar a cabo la coordinación de la actividad económica. Se trataría de una fórmula intermedia o híbrida, en la que la actividad económica es desarrollada por agentes independientes que inician una relación a largo plazo con una predisposición a cooperar aunque hay control recíproco, lo cual promueve la competencia entre los participantes, con lo que se pueden reducir los costos de transacción respecto a los generados en el mercado o en la empresa en función de las características de la transacción. Por lo tanto, Williamson plantea las relaciones inter firma, incluida la cooperación, como una alternativa al mercado y a la internación de transacciones, pero siempre desde el ámbito exclusivo del intercambio.

En resumen, Williamson argumenta que aunque los costos de transacción no se pueden evitar del todo, éstos se pueden reducir mediante contratos. Este autor considera la empresa como un nexo de contratos y resalta la importancia de los derechos de propiedad y los costos de transacción que son conceptos básicos para entender los intereses particulares de los individuos que tienen que ver con las transacciones

económicas desarrolladas en la empresa y que son motivo de conflictos de interés. Por último, el enfoque de las relaciones de agencia toma como referencia la *Teoría de Agencia* desarrollada por Jensen y Meckling (1976) con base en los modelos del comportamiento humano empresarial. En esta teoría se analizan las relaciones de agencia que se definen como las relaciones establecidas entre un individuo denominado agente, el cual actúa en nombre de otra persona, denominada principal, de manera que exista cierto grado de delegación de autoridad en el agente para tomar decisiones. En las empresas el accionista representa al principal, y el directivo al agente. Así, el agente adquiere obligaciones legales y económicas hacia el principal. De este modo, la empresa se presenta como el nexo de contratos entre principales y agentes, siendo la unidad básica de análisis la relación entre ambas partes.

La Teoría de Agencia presupone por una parte, que los individuos que participan en una relación de agencia suelen tener diferentes objetivos e intereses, dando lugar a conflictos de interés, y por otra parte, que existen asimetrías de información entre principal y agente. En esta situación y partiendo de la premisa de que los individuos se comportan de manera oportunista, es decir, que tratan de maximizar sus propios intereses, en un contexto de incertidumbre e información incompleta se generan problemas de agencia. Estos problemas obstaculizan el buen término del acuerdo contractual y son de dos tipos: selección adversa y riesgo moral.

El primero de estos problemas fue denominado por Akerlof (1970) como efecto de “selección adversa” y se refiere a las situaciones oportunistas antes de la firma del contrato en las que la parte con menos información no es capaz de diferenciar el nivel de calidad de lo ofrecido por la otra parte, por lo que acaba suponiendo que lo más probable es la peor posibilidad, ya que, por lo general, es lo más interesante para el otro agente. En esta situación se acabarán ofreciendo las opciones con peor calidad, ya que no se distinguen de las buenas (Menéndez, 2001). En las empresas este efecto de selección adversa se produce tanto en la relación directivos-accionistas como en la relación directivos-acreedores.

El problema de riesgo moral se presenta tras la firma del contrato cuando una parte de la transacción puede adoptar determinadas acciones que afectan a la valoración que la otra parte ha realizado de la transacción, pero que ésta no puede controlar perfectamente. En las relaciones de agencia que se presentan en las empresas surge este

tipo de problema como consecuencia del incentivo que tienen los directivos para realizar acciones en interés propio dado que los accionistas y acreedores tienen dificultades para controlarlas (Menéndez, 2001).

El conflicto de intereses entre el principal y el agente genera unos costes denominados costes de agencia. Éstos pueden ser de tres tipos: costos directos de contratación, costos de supervisión o control del principal en la vigilancia de las acciones del agente y costos residuales o pérdida de riqueza que sufre el principal como consecuencia de que el agente busca objetivos diferentes.

Jensen y Meckling (1976) consideran que dado que los conflictos de intereses generan problemas y costos a las partes implicadas, ambas partes estarán muy incentivadas para reducir o controlar los costes de agencia. Así el reto más importante de los principales consiste en encontrar el diseño de contrato que logre minimizar los costes de agencia y será aquel que proteja sus intereses y maximice su utilidad en caso de conflicto. Según la Teoría de Agencia el objetivo de la empresa es presentar mecanismos que permitan alinear los intereses del agente y del principal, para así reducir los costes de agencia (Shankman, 1999).

Sin embargo, algunos autores como Shankman (1999) consideran que en las relaciones de agencia no tiene por qué existir un único principal, ni tampoco que éste sea el propietario de la empresa, sino que existe una diversidad de relaciones entre los propietarios de los diferentes factores de producción. Por ello, la Teoría de los Stakeholder, la cual tiene en cuenta los diferentes propietarios del trabajo, capital, etc. plantea una visión más amplia.

En resumen, la teoría de los derechos de propiedad, la teoría de los costos de transacción y la teoría de agencia tienen antecedentes teóricos comunes (Coase, 1937) y son consideradas dentro de la rama de la economía organizacional. La teoría de los costes de transacción constituye junto a la teoría de la Agencia y la de los Derechos de propiedad, el eje de lo que se conoce como nueva Economía Institucional - o Neoinstitucionalismo. Tomando como punto de partida estas tres teorías se ha llevado a cabo una reformulación y reinterpretación del enfoque original proporcionado por Coase. Así se ha pasado de un enfoque transaccional a un enfoque contractual, desde el momento en que se plantea la transacción con el soporte de un contrato, tácito o expreso. El

conjunto de estas tres teorías han sido denominadas como teorías contractualistas, aunque existe una mayor sintonía entre la teoría de agencia y la de costes de transacción.

Estos tres enfoques consideran la empresa como un nexo de contratos entre los distintos participantes, estableciéndose las relaciones necesarias para dirigir un grupo de transacciones, relaciones de agencia o actividades de modo que se obtenga un objetivo global establecido. Estas teorías consideran que las partes del contrato están incentivadas hacia la búsqueda del propio interés económico siguiendo comportamientos oportunistas y partiendo del supuesto de racionalidad limitada. Por último, los tres enfoques consideran que la empresa busca la minimización de costes, aunque difieren en el tipo de costes que se busca reducir. Se trata de diferentes enfoques de la teoría de la firma pero complementarios entre sí.

A continuación se presenta en la siguiente tabla (tabla 1.5.) un resumen de las principales diferencias entre estas tres teorías:

Tabla 1.5. Resumen de las principales diferencias entre la Teoría de Agencia, Teoría Derechos de Propiedad y Teoría Costes Transacción

	Teoría de Agencia	Teoría Derechos de Propiedad	Teoría Costes Transacción
Unidad de análisis	Relación de agencia	Empresa	Transacción
Enfoque contractual	Alineación de incentivos ex ante	Asignación de derechos de propiedad ex ante	Elección de estructuras de gobernanza ex post
Enfoque estratégico	<i>Shareholder</i>	<i>Shareholder</i>	<i>Shareholder</i>
Objetivo de empresa	Minimización costes agencia	Maximización del valor de los propietarios	Minimización costes transacción

Fuente: elaboración propia

1.6. FINANZAS COLABORATIVAS

1.6.1. Economía colaborativa: introducción

Tras haber realizado una revisión de la literatura en los apartados anteriores sobre diferentes teorías de firma, a continuación vamos a tratar de explicar desde estas teorías el movimiento de las finanzas colaborativas en particular, en cuyo contexto se enmarca la gestión de tesorería desde el paradigma colaborativo, y de la economía colaborativa en general, como marco en el que se desarrollan actualmente parte de las finanzas colaborativas.

En general, la economía colaborativa se entiende como un movimiento socioeconómico, impulsado fundamentalmente por la actual crisis, que tiene como finalidad compartir, intercambiar, prestar o alquilar aquellos bienes infrautilizados que unos poseen y que otros desean utilizar sin necesidad de tenerlos en propiedad. Realmente, esta definición se acerca más al concepto de consumo colaborativo. Bajo el término economía colaborativa, se engloban diversos conceptos, utilizados a menudo como sustitutivos, tales como: consumo colaborativo, economía de compartir, economía de pares, economía de acceso, etc.

Si bien no existe una definición comúnmente aceptada de este fenómeno, podemos definir la economía colaborativa como un modelo de intercambio económico que abarca un conjunto heterogéneo de actividades de producción, consumo, aprendizaje y financiación, a través de las cuales las partes implicadas comparten, de forma innovadora y colaborativa, activos, bienes o servicios infrautilizados, con intercambio, monetario o no monetario, entre iguales mediante el uso de plataformas digitales.

Las actividades de colaboración e ideas desarrolladas en el contexto de la economía colaborativa, tales como ayuda mutua, intercambio, trueque o compartición de activos no son nuevas en su mayoría (p.e. los sistemas LETS, *Local Exchange Trading Systems*⁴) y han tenido su ámbito de desarrollo de manera informal en nichos de comunidades locales, fundamentalmente con bajos ingresos, y a menudo fuera del marco organizacional y regulatorio a lo largo del pasado siglo XX (Schor & Fitzmaurice, 2015). Las características diferenciales de estas nuevas formas de intercambio y compartición frente a las antiguas prácticas y que determinan su inclusión en el ámbito de la economía colaborativa son las siguientes: intercambios entre extraños, el acto de compartir es una elección para los usuarios no es fruto de una necesidad extrema, el tamaño de la escala a la que se desarrollan estas iniciativas, fuerte confianza en las tecnologías digitales. En relación con esta última característica el factor que ha impulsado definitivamente este fenómeno económico social ha sido el desarrollo de las tecnologías digitales y virtuales.

³Los sistemas LETS (*Local Exchange Trading Systems*) o sistemas de trueque son iniciativas locales no lucrativas que proveen a la comunidad de información de los productos y servicios que sus miembros pueden intercambiarse entre sí, utilizando una moneda o divisa propia para las transacciones, cuyo valor es consensuado por ellos mismos y cuya denominación es característica, registrando manual o electrónicamente todas las transacciones realizadas entre ellos como un debe y un haber en cada una de las cuentas de los miembros implicados en cada intercambio, siendo los principios básicos en los que se sustentan la reciprocidad, la confianza y la ayuda mutua (Gisbert, 2010).

La irrupción en el entorno digital de grandes operadores como Google, Facebook y los sistemas de comercio electrónico ya propiciaron un cambio en los modelos de interacción, comunicación y consumo al aportar inmediatez, portabilidad y un vínculo con la tecnología a tales modelos. Sin embargo, lo que distingue a los modelos surgidos en el seno de la economía colaborativa de esas experiencias anteriores, es que aprovecha la conectividad ofrecida por la tecnología digital para permitir a miembros de una misma comunidad intercambiar o compartir, bienes, servicios o proyectos, de una manera colaborativa. El factor clave de este modelo es la confianza, pero no la confianza institucional, la cual se ha debilitado como consecuencia de la crisis actual, sino la confianza en las personas y en las comunidades. En este contexto, la gestión de la reputación tanto de la plataforma digital como de los usuarios ha adquirido una gran importancia. De este modo, se pasa de una experiencia básicamente online a crear un sentimiento de comunidad y un vínculo emocional.

El entorno digital en el que se desenvuelve la economía colaborativa permite que personas y entidades puedan conectarse y coordinar sus actividades de una manera mucho más rápida y sencilla, facilitando el intercambio de información y bienes, las transacciones comerciales y financieras, la compartición de recursos, capacidades, conocimientos y procesos y, en definitiva, la colaboración entre las partes implicadas. En definitiva, el uso de las tecnologías de internet facilita la conexión entre grupos distribuidos de personas con el fin de hacer un mejor uso de bienes, habilidades y otro tipo de activos útiles (Stokes, Clarence, Anderson & Rinne, 2014).

1.6.2. Factores de desarrollo de la economía colaborativa

Los principales factores que han motivado la aparición y el rápido desarrollo de la economía colaborativa se pueden agrupar en cuatro categorías (CNMC, 2016):

1. *Factores económicos*: El factor económico coyuntural que ha impulsado este nuevo movimiento ha sido la actual crisis económico-financiera. La economía colaborativa facilita un mejor aprovechamiento de recursos ociosos y la obtención de rentas adicionales, lo cual permite satisfacer la necesidad de ahorro y búsqueda de nuevas fórmulas de obtención de recursos adicionales y acceso a bienes y servicios, derivada del desempleo y pérdida de capacidad adquisitiva de los consumidores como consecuencia de la restricción al crédito en particular, y de la actual crisis económica, en general.

El principal factor económico estructural que explica el desarrollo de la economía colaborativa es la reducción de los costes de transacción y de información que conlleva la utilización de las nuevas tecnologías de la información, en concreto, internet. Así, la oferta de productos y servicios es más variada, menos estandarizada, lo cual permite que se adapte de una manera más flexible y personalizada a las necesidades particulares de los demandantes y contribuya a que el consumidor detente un mayor poder de decisión y libertad de elección (empoderamiento del consumidor). Otro factor estructural es el cambio de un sistema financiero basado en intermediarios tradicionales vía crédito bancario a otro sistema en el que los intermediarios menos tradicionales, como son el capital riesgo o los *business angels*, van adquiriendo mayor importancia, facilitando la aceptación de nuevas fuentes y canales de financiación como el *crowdfunding*.

2. *Factores tecnológicos*: El desarrollo del software libre y de nuevas tecnologías digitales en forma de redes sociales, instrumentos de geolocalización o telefonía móvil han reducido considerablemente los costes de búsqueda de contraparte, búsqueda de información sobre contraparte, bienes y servicios, etc.; en definitiva, los costes de transacción. A su vez, el desarrollo de sistemas de reputación online permiten ofrecer información relevante y disponible de forma creíble y actualizada a los usuarios, reduciendo los problemas de asimetrías en la información habituales en el mercado y contribuir de este modo a la generación de confianza.

3. *Factores socio-culturales*: La actual crisis económica ha propiciado el debilitamiento de la confianza institucional y corporativa, lo cual ha favorecido que surjan otros yacimientos de confianza como son la sociedad civil y el código abierto. A su vez, se ha producido un cambio de cultura de consumo y uso de los productos y servicios basado tradicionalmente en la propiedad hacia un enfoque basado en el acceso a los mismos. Asimismo, una mayor conciencia medioambiental y de sostenibilidad ha contribuido a la reutilización y aprovechamiento eficiente de los recursos ociosos y escasos, permitiendo reducir las huella ecológica (Schor & Fitzmaurice, 2015). Desde un punto de vista más sociológico, la necesidad de conocer gente, hacer nuevos amigos, expandir la red social y la satisfacción que reporta el sentimiento de pertenencia a una comunidad, han permitido el diseño exitoso de muchos proyectos en las plataformas de economía colaborativa.

4. *Factores regulatorios*: La aplicación de la regulación actual a este fenómeno disruptivo como es la economía colaborativa puede dar lugar a lagunas legales y, consecuentemente, generar barreras de entrada a operadores en las plataformas

colaborativas. Por lo que la adecuada adaptación de la regulación administrativa permite eliminar este tipo de ineficiencias del mercado y contribuye al desarrollo de la competitividad y disfrute de los beneficios derivados de los modelos colaborativos.

1.6.3. Principales características de la economía colaborativa

Las principales características de la economía colaborativa son las siguientes (Stokes *et al.*, 2014; CNMC, 2016):

1. Movimiento posibilitado por la aplicación de las tecnologías de internet, que permite la comunicación *peer to peer*, es decir, sin necesidad de intermediarios, en el mismo momento en el que se produce la transacción o intercambio. Las plataformas colaborativas pueden ser consideradas como mercados de varios lados o multilaterales (Rochet & Tirole, 2006; Evans & Sachamlensee, 2007). Estas plataformas multilaterales incluyen, además de los dos tipos de grupos de clientes habituales –proveedores y usuarios–, otros tipos de grupos de clientes, que son interdependientes e interactúan directamente (p.e. anunciantes) a través de las plataformas. Se trata de mercados que operan sobre segmentos interdependientes de prosumidores (Tofler, 1980), que se benefician mutuamente de un efecto de red (Shapiro & Varian, 1999), es decir, que para que uno de los lados del mercado reciba valor, debe existir el otro, de manera que la utilidad que una parte obtenga de un bien, depende del número de usuarios que consuman tal bien. En definitiva, estos mercados multilaterales pueden definirse como plataformas con dos o más grupos de consumidores o clientes cuyo valor reside en la interacción mutua de dichos grupos. Una característica particular de estas plataformas de múltiples lados es que los diferentes lados están constituidos por iguales o *peers*, independientemente de que se trate de individuos o empresas (Sundararajan, 2014). Estos iguales o *peers* generan un valor a través de sus interacciones gracias a la plataforma, la cual actúa como catalizador, y que no podrían generar de manera individual. La plataforma de varios lados permite una asignación más eficiente de recursos al facilitar la coordinación en los intercambios, reduciendo el coste de la misma y las asimetrías de información. Aunque los costes de coordinación son más elevados en el caso de intercambios entre extraños, internet permite reducirlos en términos de tiempo y dinero. El valor de estas plataformas de múltiples lados estriba fundamentalmente en las contribuciones e interacciones entre los usuarios. El proceso de generación de valor se desarrolla del siguiente modo: la contribución de cada usuario es valorada por los usuarios de los demás lados de la plataforma, de modo que

aumentan la credibilidad del usuario y de la propia plataforma, así como los efectos de red⁵, los cuales, a su vez, incrementan el valor generado para los usuarios y para la plataforma. La principal barrera de entrada con la que se encuentran las plataformas de nueva creación es alcanzar la masa crítica o nivel mínimo de demanda que la plataforma debe tener en sus diversos lados para que el negocio sea viable. La importancia que algunos usuarios conceden a la formación de una sensación de pertenencia a una comunidad que compromete a los ciudadanos en la consecución de un objetivo común es clave para poder alcanzar la masa crítica y relevancia social que necesita la plataforma. Aquellas plataformas que superan esa masa crítica, son las que posteriormente tienen un desarrollo exponencial (Cañigueral, 2014).

2. Posibilita la conexión de redes distribuidas de personas y/o activos sin necesidad de una gran organización central (p.e. Funding Circle y su red de prestamistas online).

3. Permite hacer uso de la capacidad ociosa de recursos y activos tangibles e intangibles. Este mejor aprovechamiento individual y social de los recursos ociosos o infrautilizados, a través del intercambio (dinerario o no dinerario) entre particulares o empresas, se produce gracias a que las plataformas digitales permiten poner a disposición de otros usuarios tales bienes y servicios. El acceso a estos bienes infrautilizados deriva en una mayor eficiencia económica del sistema y mayor competencia.

4. Internet como medio para la interacción entre los usuarios. Internet reduce y, en algunos casos, elimina diversas barreras de entrada a operadores y demandantes debido a los menores costes de entrada, publicidad y visibilidad en la plataforma. Al aumentar el tamaño del mercado, los oferentes alcanzan unas mayores economías de escala que redundan en una reducción del coste medio unitario de su producto y, en su caso, en un menor precio para los consumidores. Así mismo, las plataformas basadas en internet consiguen una importante reducción en los costes de transacción (Benkler, 2004; Henten & Windekilde, 2016), fundamentalmente en términos de menores costes de búsqueda, contacto, contratación, acceso y difusión a información relevante, actualizada y fiable, permitiendo el intercambio de bienes y servicios entre los usuarios en condiciones que no podrían obtenerse sin este canal tecnológico. Los menores costes de transacción se deben también a

⁵ El efecto de red directo consiste en el aumento de valor del bien en función del incremento del número de consumidores. El efecto de red indirecto se refiere a que el incremento del número de usuarios de una red dará lugar a una bajada de precios (debido a las economías de escala), al tiempo que se incrementará la variedad de productos complementarios y su facilidad de uso, con lo que los potenciales usuarios se verán beneficiados.

un intercambio más directo entre los usuarios que conlleva un emparejamiento (*matching*) informatizado más eficiente entre los usuarios. Para que se pueda realizar tal emparejamiento son de gran ayuda los modelos algorítmicos de precios que permiten dar una respuesta óptima y oportuna en el tiempo para los usuarios.

5. Promueve interacciones significativas y confianza. Internet es el canal que facilita el poder compartir información, eliminando las asimetrías de información e impulsando la transparencia, lo cual genera confianza a través de la interacción significativa. Esto implica la necesidad de establecer sistemas de evaluación recíproca que permiten construir una reputación a los participantes (usuarios y plataformas).

El problema de la falta de confianza ha sido reducido tradicionalmente en los intercambios online mediante diversos mecanismos de control o de salvaguarda, considerados como sustitutivos de la confianza, tales como: la regulación por el sector público, la auto-regulación de los operadores del sector, las certificaciones concedidas por un tercero creíble, el aseguramiento, las garantías, foros de *feedback* y servicios de depósitos, entre otros. Estos mecanismos sustituyen la confianza y facilitan el intercambio económico con lo que el mercado puede existir, ya que proporcionan a los usuarios información relevante o bien protección considerada como suficiente, que reducen los problemas derivados de las asimetrías de información (costes de oportunidad, selección adversa, riesgo moral, costes de oportunismo).

En el ámbito de la economía colaborativa, caracterizada porque la mayoría de las transacciones son llevadas a cabo a través de plataformas digitales y donde la confianza se construye habitualmente entre extraños sin una relación preexistente, además de estos mecanismos tradicionales sustitutivos de la confianza, se utiliza como elemento clave para generar y reforzar la confianza entre las partes los sistemas de reputación online o sistemas de evaluación entre iguales. Estos sistemas de reputación, de libre y gratuito acceso, recogen las valoraciones, generalmente realizadas a través de sistemas de votación por parte de los usuarios de las plataformas, tanto oferentes como demandantes. De este modo, se reducen los problemas de asimetría de información, se genera confianza y se posibilita la consecución de la transacción. En algunos casos, estos sistemas de reputación incluso permiten sustituir algunos métodos tradicionales de salvaguarda como la intervención de las administraciones públicas vía regulación. Sin embargo, estos sistemas no están exentos de problemas desde el momento en que la reputación se presenta en el ámbito de la economía colaborativa como un activo que tiene valor en el mercado. Así, en la medida en

que estos sistemas son vistos como una forma de generar valor pueden surgir incentivos para favorecer o perjudicar a un usuario determinado. Uno de los principales problemas derivados de estos sistemas es el sesgo por selección, según el cual las opiniones son realizadas por un segmento de los usuarios que no es representativo de la totalidad (Kramer, 2007). El comportamiento oportunista en las plataformas colaborativas está presente vía revancha y colusión. Estos comportamientos pueden ser reducidos mediante sistemas de reputación en los que cada parte no puede ver la votación del resto hasta que todas las partes hayan completado la valoración. Otros sistemas para generar confianza en este ámbito, son el aseguramiento de intercambios por la propia plataforma o un tercero creíble (sistemas adicionales de intermediación con sistemas de pago o seguros) y los sistemas de resolución de disputas que deben ser aceptados por los usuarios obligatoriamente antes de proceder a la transacción (CNMC, 2016). En este sentido, un estudio realizado en 2015 por la Organización de Consumidores y Usuarios (OCU) sobre consumo colaborativo ha subrayado la necesidad de mejoras desde el punto de vista legal y de protección de los consumidores (p. e. creación de un entorno seguro para los usuarios, garantía de que los proveedores cuenten con seguros adecuados para la actividad y cobertura adecuada, sistemas de reputación virtuales fiables y bidireccionales. Por último, las plataformas colaborativas aprovechan la confianza generada a través de las redes sociales, de manera que como paso previo a la confianza en un extraño, se puede verificar su identidad o comprobar su reputación y su pasado online a través de las redes de contactos de un conocido, permitiendo que se genere un nivel de confianza mínimo suficiente como para iniciar una relación colaborativa o de intercambio.

En relación con la transparencia, el estudio realizado por la OCU (2016) sobre consumo colaborativo apunta como áreas de mejora para el conjunto de la economía colaborativa, la existencia de información comprensible, visible y suficiente para los usuarios (p.e. reglas de uso de la plataforma y legislación aplicable según país y sector), así como que las plataformas sean más transparentes y rindan cuentas de su impacto económico, social y medioambiental. En esta línea, la asociación Sharing España, constituida por un total de más de 30 plataformas colaborativas de España ha publicado en 2016 un código de conducta que tiene por objeto la defensa del desarrollo y de la reputación de la economía colaborativa y la protección de sus usuarios, y está articulado en 5 ejes destacando fundamentalmente la seguridad, la transparencia y la regulación.

La comisión Europea estudia cómo impulsar el desarrollo de la economía colaborativa vía servicios innovadores y uso temporal de bienes sin que un modelo empresarial resulte más favorecido que otro, respetándose los objetivos de políticas públicas, protección de los consumidores, el derecho del trabajo y la legislación en materia de fiscalidad.

Por último, en la tabla 1.6. se resumen las ventajas e inconvenientes de la economía colaborativa:

Tabla 1.6. Ventajas e inconvenientes de la economía colaborativa

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Acceso al uso de bienes y servicios sin ser propietario	Falta regulación
Fuente de ahorro	Competencia desleal
Generación de rentas adicionales	Desprotección consumidor
Aprovechamiento eficiente de recursos ociosos	Monopolio
Reducción costes intermediación	Utilización como herramienta de marketing
Beneficio mutuo (mayor ingreso oferente, menor coste demandante)	Crecimiento exponencial
Reducción costes transacción	
Reducción asimetrías información	
Reducción huella ecológica	
Generación valor económico, social y ecológico	
Implantación de valores (empoderamiento del ciudadano, solidaridad, sentimiento comunidad, conexión social, creación redes, cooperación, interés mutuo, confianza, etc.)	
Identificación bases imponibles	
Generación de autoempleo, microempresas, start ups	

Fuente: elaboración propia

1.6.4. Clasificación de las actividades de la economía colaborativa

En este contexto, las experiencias de economía colaborativa pueden clasificarse en función de la actividad desarrollada del siguiente modo (Botsman & Rogers, 2010):

1. *Consumo colaborativo*: acceso a bienes o servicios a través de intercambios, alquiler, préstamo, comercio, leasing, y reventa (mercados de redistribución, sistemas de servicios/productos y tipo de vida colaborativo).
2. *Producción colaborativa*: grupos o redes de individuos que colaboran en el diseño, producción o distribución de bienes (diseño colaborativo, producción colaborativa y distribución colaborativa).

3. *Aprendizaje colaborativo*: experiencias de aprendizaje abiertas a cualquiera y donde los individuos comparten recursos y conocimiento con el fin de aprender juntos (cursos abiertos, compartición de habilidades y conocimiento basado en una multitud de fuentes).
4. *Finanzas colaborativas*: servicios de financiación, préstamo e inversión ofrecidos fuera de las instituciones financieras tradicionales (*crowdfunding*, préstamo entre iguales, monedas sociales o complementarias, seguros colaborativos).

A su vez, estas actividades de economía colaborativa pueden desarrollarse bajo cualquiera de los siguientes modelos: *Business-to-Consumer* (B2C), *Business-to-Business* (B2B), *Peer-to-Peer* (P2P) y *Consumer-to-Business* (C2B).

1.6.5. Finanzas colaborativas

La actual crisis financiera, en cuyo desencadenamiento la falta de confianza en el sistema financiero, especialmente en el sector bancario, ha jugado un papel predominante, ha sido uno de los factores que han originado la búsqueda y desarrollo de fuentes de financiación y fórmulas de inversión alternativas al margen de la intermediación de entidades financieras. De este modo, se ha ido desarrollando poco a poco lo que actualmente se conoce bajo la denominación de finanzas colaborativas como respuesta a las deficiencias que el sistema tradicional financiero ha mostrado durante la crisis global. En este sentido, definimos las finanzas colaborativas en un sentido amplio como relaciones colaborativas centradas en el desarrollo de transacciones financieras entre dos o más partes sin la intermediación de instituciones financieras tradicionales.

Sin embargo, atendiendo a esta definición podemos encontrar diversas experiencias de relaciones colaborativas financieras alternativas poco tradicionales e informales que tienen su origen con anterioridad a la actual crisis financiera como, por ejemplo, las asociaciones de crédito y ahorro rotativo o acumulado, conocidas como ROSCAs o ASCRA, respectivamente⁶. Este tipo de fórmulas de financiación informales se han desarrollado en el contexto de las microfinanzas (Gutiérrez, 2005), ámbito caracterizado

⁶ ROSCAs son grupos organizados localmente que se reúnen periódicamente en intervalos regulares de tiempo. En cada reunión o encuentro cada uno de los miembros aporta la misma cantidad de dinero, de modo que la cuantía total aportada es adjudicada a un participante. Así se van sucediendo diversos encuentros hasta que todos los participantes han recibido fondos, momento en que la rosca puede deshacerse o bien iniciar una nueva ronda. ASCRA, en este caso los ahorros conjuntos se custodian y acumulan durante un período específico de tiempo, generalmente un año, al final del cual se distribuyen.

por la presencia de una pequeña comunidad de individuos agrupados, prestatarios con dificultades de acceso a la financiación bancaria tradicional, más frecuente en países con restricciones financieras o mercados de capital poco desarrollados, así como prestamistas que aportan pequeñas cantidades de dinero y que no exigen garantías.

Por otra parte, en el ámbito de las relaciones interorganizacionales, en los últimos años van apareciendo nuevas modalidades de acuerdos de colaboración financiera (financiación intragrupo, *cash pooling*, financiación de la cadena de suministro, gestión colaborativa del ciclo *cash-to-cash*, Plataformas de Financiación Participativa –PFP-, etc.). Apenas existe evidencia empírica sobre políticas de tesorería en relaciones interorganizacionales, salvo algunos estudios en torno a relaciones colaborativas financieras en la cadena de suministro (Pfohl & Gomm, 2009; Comelli, Fenies & Lemoine, 2009; Wandfluh, Hoffman & Schoensleben, 2015), *cash pooling* (Messner, 2001; Polák & Kocurek, 2007; Polák & Kocurek, 2010; Vetter & Schwandtner, 2008), *cash holding* entre empresas miembros de un mismo grupo (Deloof, 2001; Pinkowitz & Williamson, 2001; Deloof & Verschueren, 1999; Locorotondo, Dewaelheyns & Van Hulle, 2014), dentro de estructuras del tipo *holding*-subsidiaria (Luciano & Nicodano, 2009) y en multinacionales (Kahle & Stulz, 2010; Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2012; Fernandes & Gonenc, 2016).

Algunas de las conclusiones derivadas de los resultados de tales estudios indican que las ventajas que este tipo de relaciones colaborativas financieras pueden proporcionar a las partes implicadas son las siguientes:

1. Facilitan el acceso a un mercado de capitales interno (Deloof, 2001; Locorotondo *et al.*, 2014), lo cual permite, por una parte, reducir o eliminar los costes de intermediación financiera, la dependencia de la financiación externa y las necesidades de mantener reservas líquidas, y por otra parte, la obtención de un mayor beneficio para todas las partes derivado de la obtención de un mayor tipo de interés por parte del acreedor de fondos y del menor tipo de interés pagado por el tomador de fondos en comparación al que hubiera obtenido o pagado en el caso de acceder a un mercado de capitales externo. Así mismo, se reducen los costes de financiación externa al mejorar las condiciones de acceso a la misma como consecuencia de la garantía aportada por el grupo o empresa holding (Luciano & Nicodano, 2009) así como de la reputación del grupo (Chang & Hong, 2000). Los términos de pago en operaciones intragrupo pueden ser ajustadas a las necesidades de liquidez de la empresa y, consecuentemente,

reducir las necesidades de reservas líquidas por motivos de prevención (Deloof, 2001).

2. Facilitar el acceso a información eliminando asimetrías de información y contribuir a una mayor transparencia dentro del grupo (Deloof & Jegers, 1996; Locorotondo *et al.*, 2014). Estos mismos autores consideran que los socios dentro del grupo mantienen un interés común, más allá del propio que les lleva a realizar transacciones de fondos en función de un óptimo global establecido por una gestión financiera común.
3. Compartir el *cash flow* creado por los socios de la cadena de suministro vía precio (Cornelli *et al.*, 2009).
4. Mejorar la *performance* financiera del conjunto gracias a la alineación estratégica entre los departamentos financiero y de compras (colaboración financiera intra-firma) y la colaboración financiera inter-organizacional (Wandfluh *et al.*, 2016).

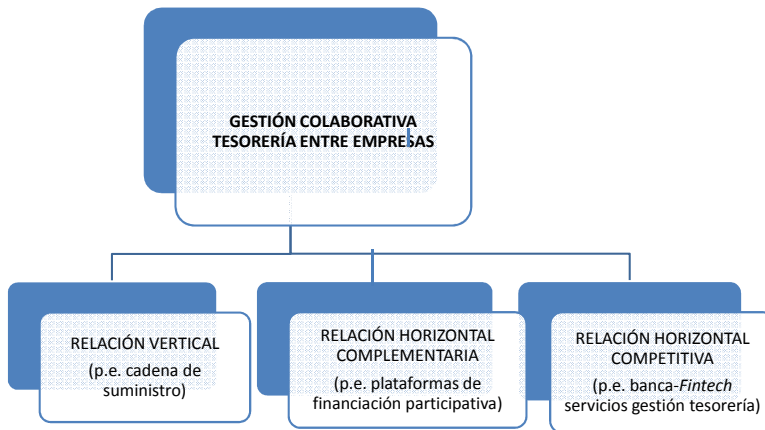
Aunque estas experiencias de colaboración financiera no se enmarcan en el contexto de la economía colaborativa, algunos de estos resultados pueden ser extendidos al concepto de finanzas colaborativas en el ámbito de la economía colaborativa en general, y al modelo de gestión colaborativa de tesorería *Mutual Cash Holding* que proponemos en este trabajo.

Desde un enfoque de alianzas estratégicas y siguiendo la clasificación ofrecida por Kahle y Sing (2009), adaptada de Yoshino y Ranghan (1996), podemos definir las finanzas colaborativas como acuerdos consensuados de cooperación o colaboración a largo plazo basados en contratos (más o menos formales) no tradicionales y centrados en el desarrollo conjunto de una actividad financiera entre dos o más entidades sin vinculación accionarial entre sí que mantienen una relación de tipo vertical (proveedor-cliente), horizontal complementaria (entre no competidores) u horizontal competitiva (entre competidores directos).

Según estos autores y siguiendo la línea marcada por la anterior definición, podemos enmarcar el modelo que se propone en esta investigación -*Mutual Cash Holding*- dentro de esta clasificación ya que implícitamente conlleva un acuerdo consensuado de cooperación o colaboración a largo plazo basado en contratos (más o menos formales) y centrados en un única actividad, la gestión conjunta de tesorería, entre dos o más entidades sin vinculación accionarial entre sí que mantienen una relación de tipo vertical (p.e. cadena de suministro), horizontal complementaria (p.e. plataformas de financiación participativa,

sistemas LETS, ROSCA, etc.) u horizontal competitiva (p.e. banca con empresa *fintech*⁷ proveedora de servicios de gestión tesorería). Esta clasificación se muestra en la figura 1.2.

Figura 1.2 Modalidades de acuerdos de gestión colaborativa de tesorería entre empresas sin vinculación accionarial



Fuente: elaboración propia a partir de Kahle & Sing, (2009) y Ranghan & Yoshino (1996)

En algunos casos, los acuerdos de colaboración en gestión de tesorería entre empresas no constituyen la razón principal de la relación entre las empresas, sino que surgen al amparo de estas relaciones, como es el caso de los consorcios, uniones temporales de empresas, asociaciones de interés económico y grupos empresariales cooperativos.

Las finanzas colaborativas se desarrollan en un contexto más amplio que el de la economía colaborativa, sin embargo, la reciente evolución de las finanzas colaborativas en los países desarrollados ha ido íntimamente ligada al desarrollo de la tecnología digital, y por tanto, al de la economía digital

Las plataformas virtuales permiten ofrecer servicios financieros, a diferencia de los modelos tradicionales, de manera más rápida, sencilla, económica y, con menos burocracia, al mismo tiempo que segura, reduciendo o eliminando los costes de intermediación y

⁷ *Fintech (Financial Technology)* son empresas innovadoras que suministran servicios financieros a través de canales digitales.

transacción. Además, el actual contexto de bajos tipos de interés favorece la búsqueda de inversiones con más retorno que el ofrecido por la banca tradicional.

En el contexto de la economía colaborativa, a través de las finanzas colaborativas el ahorro se canaliza hacia los agentes deficitarios de una forma más justa, al desaparecer el intermediario, que habitualmente se quedaba con gran parte del diferencial entre los tipos pagados por el prestatario y el prestamista. Mediante este sistema se obtiene un beneficio mutuo ya que todas las partes ganan al obtener el prestamista un rendimiento más justo por su inversión y el prestatario un tipo menor que el que pagaría en caso de acudir a financiación bancaria. El carácter informal de estos modelos y la utilización de plataformas virtuales, facilita la flexibilidad y la adaptación a las necesidades de todas las partes, lo cual reduce los costes de transacción y genera una ventaja competitiva. En general, se generan transacciones personalizadas, hechas a medida, con un elevado nivel de flexibilidad en cuanto al tipo de interés, garantías requeridas, términos de pago y destino de la inversión. Así mismo, al no precisar intermediación bancaria, no consume riesgo bancario para las empresas solicitantes (Ramírez & Muñoz, 2016)

Sin embargo, las finanzas colaborativas no están exentas de inconvenientes, siendo los más significativos: el riesgo de crédito y riesgo de quiebra de la plataforma, ya que la inversión canalizada a través de estas plataformas no está sujeta a ningún Fondo de Garantía de Depósitos o Fondo de Garantía de Inversiones. Frente a estos riesgos, las plataformas virtuales toman ciertas medidas como, por ejemplo, aplicación de *credit scoring* para evaluar proyectos, exigencia de colaterales, generación de un fondo cobertura, etc.

A continuación se resumen en la tabla 1.7. las ventajas e inconvenientes de las finanzas colaborativas en general.

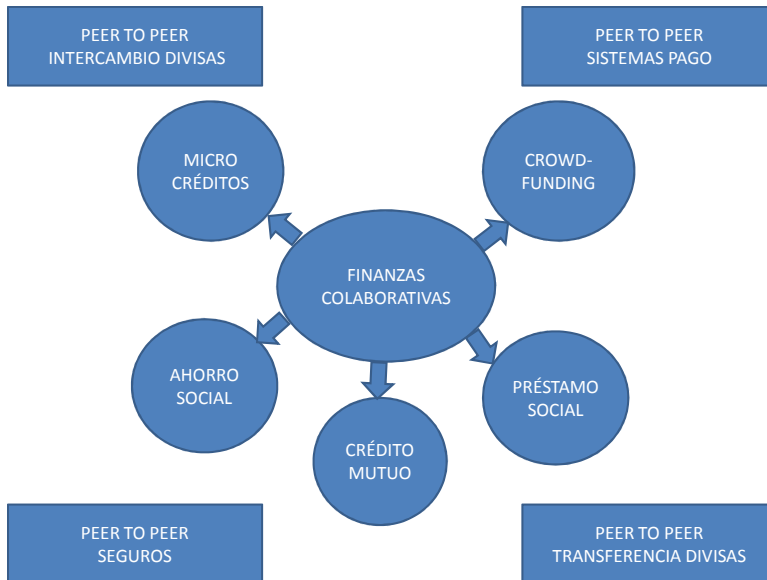
Tabla 1.7. Ventajas e inconvenientes de las finanzas colaborativas

VENTAJAS	INCONVENIENTES
<p>Para todas las partes</p> <p>Reducción costes intermediación</p> <p>Reducción costes transacción</p> <p>Beneficio mutuo (mayor ingreso oferente, menor coste demandante)</p> <p>Reducción asimetrías información</p> <p>Transparencia</p> <p>Reducción comportamiento oportunista</p> <p>Retorno de la inversión y coste financiación más justo</p> <p>Transacciones financieras personalizadas a medida</p> <p>Para el oferente de fondos</p> <p>Conocimiento del destino de la inversión</p> <p>Facilita ahorro de pequeñas cantidades</p> <p>Para el demandante de fondos</p> <p>No consumo de riesgo bancario</p> <p>En ocasiones no se exigen garantías al prestatario</p> <p>Acceso a un mercado interno de capitales o a comunidad financiera</p> <p>Reducción dependencia de financiación externa</p> <p>Reducción de la necesidad de mantener efectivo y reservas líquidas</p> <p>No lleva asociados otros productos financieros o compensaciones (seguros, cuentas bancarias, etc.)</p>	<p>Para el oferente de fondos</p> <p>Riesgo de crédito</p> <p>Riesgo de quiebra de la plataforma</p> <p>No cobertura por parte del Fondo de Garantía de Depósitos ni del Fondo de Garantía de Inversiones</p>

Fuente: elaboración propia

Tal y como muestra la figura 6 las finanzas colaborativas, en el contexto de la economía colaborativa, se pueden clasificar en las siguientes categorías: microcréditos, préstamo social, *crowdfunding*, ahorro social, créditos mutuos, transferencia o intercambio de divisas entre particulares, pagos entre particulares o moneda complementaria y seguros.

Figura 1.3 Modalidades de finanzas colaborativas en el contexto de la economía colaborativa



Fuente: elaboración propia a partir de Collaborative Finance
(<http://www.collaborativefinance.org>)

A continuación describimos brevemente cada una de estas modalidades de finanzas colaborativas:

1. *Microcréditos*: provisión de servicios financieros a personas con muy bajos ingresos o muy pobres, que tradicionalmente tienen restringido el acceso a los servicios bancarios tradicionales, para facilitar el desarrollo de proyectos de autoempleo generadores de renta (p.e. Konfio).

2. *Préstamo social* (*Social lending* o *Peer to peer lending* o *Marketplace lending*): son préstamos entre particulares (personas físicas y/o Pymes) generalmente adjudicados bien por medio de subastas o bien con base en la relación familiar o de amistad entre los miembros de la plataforma (p.e. Virgin Money). Son utilizados para la financiación de diversos tipos de proyectos (actividades empresariales, estudios, consumo, etc.). Pueden exigirse o no garantías. En caso de no exigirse, se clasifica al prestatario en función de un criterio de fiabilidad o *credit scoring*. Un prestamista puede prestar a un único prestatario (*direct lending*) o a un grupo de prestatarios con un nivel de fiabilidad similar (*pooled lending*). El dinero invertido por el prestamista generalmente se distribuye entre diversos prestatarios para reducir el riesgo (p.e. *Lending Club* o *Prosper*).

3. *Sistema de Crédito Mutuo (Mutual credit)*: es un sistema de crédito creado en el seno de una comunidad en el que cada individuo tiene abierta una cuenta en una moneda local creada a ese efecto y en la cual, partiendo de un saldo, se registran manual o electrónicamente las operaciones de modo que cada operación de débito corresponde a otra operación de crédito en la cuenta de otro de los socios, por lo que queda automáticamente compensada. Este sistema utiliza el crédito mutuo como unidad de intercambio, mientras que los bancos de tiempo usan la unidad de tiempo como unidad de intercambio. Ambos casos se incluyen dentro de los denominados sistemas de intercambio comunitario (p.e. LETS⁸, *Community Exchange System* and *Cincinnati Time Store*). El sistema de crédito mutuo implica el mantenimiento y seguimiento del balance acreedor o deudor de créditos de cada individuo. El efecto resultante es similar al de un préstamo sin cargo de intereses y, dado que el crédito mutuo sirve para comerciar y cancelar balances con otros individuos, las deudas pueden amortizarse indirectamente. En estos sistemas se suele aceptar de mutuo acuerdo una moneda de intercambio dentro de la comunidad considerándose complementaria a la moneda nacional (p.e. *Brixton Pound* en Brixton -Reino Unido-, *Berkshares* en Massachusetts -EEUU-, *Chemgauer* en Prien am Chiemsee, Bavaria -Alemania-) (North, 2010). La moneda complementaria o local es un tipo de moneda alternativa con un valor consensuado dentro de la comunidad cuyo interés es la confianza y el bien común (Gisbert, 2010). Existe una amplia variedad de monedas complementarias que abarcan desde las que tienen un soporte físico en papel (p.e. *Berkshares*) hasta las monedas virtuales (p.e. *Bitcoin*⁹).

4. *Ahorro social (Social Saving)* es un sistema orientado hacia el logro de un objetivo prefijado -ahorrar- cuya consecución es debida fundamentalmente al apoyo recibido por los miembros de la comunidad a la que pertenece. Existen dos modalidades de ahorro social: el ahorro orientado a objetivos y los grupos de ahorro. En el primer caso, el ahorro está orientado hacia la consecución de un objetivo concreto (financiación de

⁸ Los sistemas LETS (*Local Exchange Trading Systems*) o sistemas de trueque son iniciativas locales no lucrativas que proveen a la comunidad de información de los productos y servicios que sus miembros pueden intercambiarse entre sí, utilizando una moneda o divisa propia para las transacciones, cuyo valor es consensuado por ellos mismos y cuya denominación es característica, registrando manual o electrónicamente todas las transacciones realizadas entre ellos como un debe y un haber en cada una de las cuentas de los miembros implicados en cada intercambio, siendo los principios básicos en los que se sustentan la reciprocidad, la confianza y la ayuda mutua (Gisbert, 2010).

⁹ BCE (2012, p. 21): Bitcoin es un esquema de moneda virtual diseñado e implementado por el programador japonés Satoshi Nakamoto en 2009. Es un sistema electrónico descentralizado de moneda utilizado en redes *peer to peer* y que permite realizar pagos irreversibles a través de firmas digitales y pruebas criptográficas entre usuarios que no confían mutuamente. Opera a nivel global, a diferencia de las monedas locales, y puede ser usado en todo tipo de transacciones, tanto virtuales como de bienes y servicios reales. Recuperado de (30 marzo 2016) <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>

estudios, compra de la casa, etc.), obteniendo bien apoyo de amigos y parientes (p.e. DownPaymentDreams) o bien una recompensa al alcanzar el objetivo (p.e. SmartyPig). Mientras que la segunda modalidad se refiere a la configuración de grupos de entre 15-30 personas que confluyen para ahorrar y pedir prestado mutuamente. Un caso concreto serían las asociaciones de ahorro y crédito rotativo (ROSCAS), así como los grupos de ahorro acumulativo, definidos anteriormente.

5. *Crowdfunding o microfinanciación colectiva* (EC, 2014¹⁰): se refiere a la obtención de una cantidad objetivo para la financiación de un proyecto a través de aportaciones de pequeña cuantía procedentes de una multitud de inversores. Una plataforma virtual permite que demandantes de fondos propietarios de un proyecto presenten su idea y se conecten con los potenciales proveedores de fondos. Las modalidades de *crowdfunding* se dividen en cuatro grupos: donación, recompensa, préstamo e inversión. Las dos primeras modalidades normalmente no implican una contraprestación monetaria a la aportación realizada, mientras que los dos últimos tipos de *crowdfunding* sí. En el *crowdfunding* de donaciones, la recaudación de fondos se concreta en donaciones en forma de contribuciones monetarias normalmente para proyectos con fines benéficos. El *crowdfunding* de recompensa implica contraprestaciones de tipo simbólico, como participar de algún modo en el proyecto que financian o un producto desarrollado y elaborado con los fondos recaudados. El *crowdfunding* de inversión engloba a su vez dos submodalidades, en función del tipo de contraprestación recibida: participación en los futuros beneficios del proyecto (*crowdfunding* de participación en beneficios) o valores de renta fija o variable emitidos para los contribuidores (*crowdfunding* basado en valores mobiliarios). Por último, en el *crowdfunding* de préstamo los propietarios del proyecto normalmente devuelven a los inversores el capital prestado en un período de tiempo determinado junto con los intereses (p.e. Arboribus, Comunitae).

6. *Peer to peer intercambio de divisas*: se trata de plataformas virtuales que ponen en contacto particulares o Pymes con necesidades complementarias de intercambio de divisas, sin intermediarios financieros (p.e. Kantox).

7. *Peer to peer sistemas de pago*: se trata de sistemas que posibilitan el pago entre particulares y/o empresas a través del móvil o de manera electrónica (p.e. Paypal).

¹⁰ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Recuperado de (14 junio 2016): http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_es.pdf

8. *Peer to peer transferencia de divisas*: son plataformas que permiten realizar transferencias internacionales a un cambio prefijado de antemano, sin acudir a la intermediación bancaria tradicional (p.e. Transferwise).

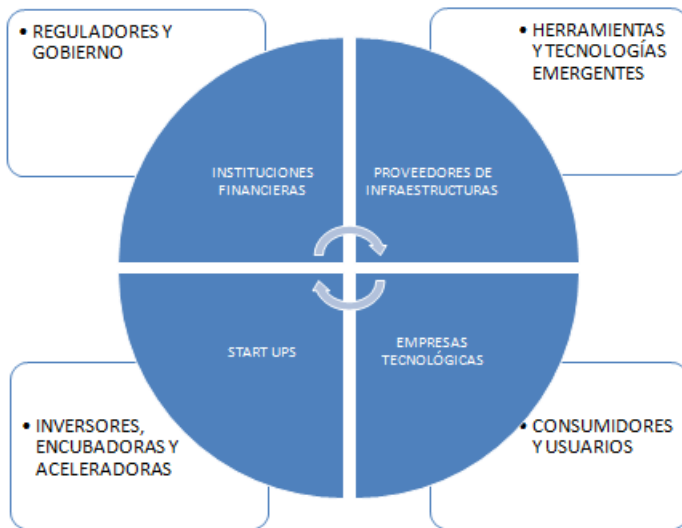
9. *Peer to peer seguros*: se trata de grupos de personas con el mismo tipo de seguro que se forman a través de redes sociales y que acuerdan compartir la prima de su seguro para apoyarse económicamente si un miembro del grupo da un parte (p.e. Friendsurance). En el caso de no exceder la prima habitual, todo el mundo se beneficia de un ahorro en su seguro.

1.6.6. FinTech

Fintech (Financial Technology) son empresas que se sirven de las últimas tecnologías para ofrecer productos y servicios financieros de carácter pionero e innovador.

Tal y como se muestra en la figura 1.4. las empresas *Fintech* constituyen un complejo ecosistema.

Figura 1.4. Ecosistema FinTech

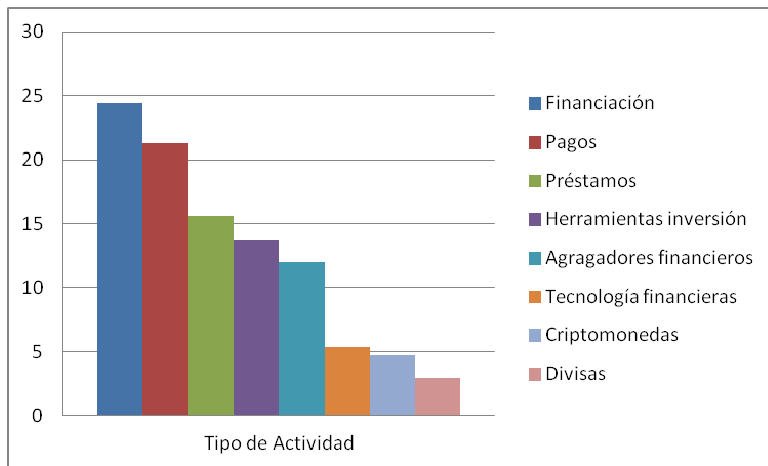


Fuente: elaboración propia adaptado de PwC, 2016, p. 3

Se trata de un sector que ha crecido de manera exponencial en los últimos años. En concreto, la inversión global en empresas *fintech* se triplicó hasta alcanzar los 12,21 billones de dólares en 2014. La mayor parte del volumen de inversión global se realizó en EEUU. Por otra parte, Europa ha experimentado la mayor tasa de crecimiento (215%

interanual en 2014), siendo Reino Unido e Irlanda el área donde se ha llevado cabo el 42% de la inversión europea. Sin embargo, los niveles de inversión en empresas *fintech* crecen a mayor ritmo que en Reino Unido e Irlanda en regiones como países nórdicos, Holanda y Alemania (Accenture, 2015). En concreto, España sigue la tendencia de crecimiento registrado en Europa, habiendo triplicado la inversión en *Fintech* a lo largo de 2014 (IEB, 2015). El sector *fintech* en España desarrolla fundamentalmente modelos B2B y B2C y se estructura en torno a nueve categorías siguiendo la distribución que se muestra en la figura 1.5.

Figura 1.5. Distribución empresas *Fintech* por áreas de actividad en España (%)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Mooverang. Recuperado en (15/12/2016): <http://fintech.mooverang.es/mundo-fintech/empresa/mooverang>

El modelo de empresa tradicional estructurado en torno a grandes corporaciones que controlaban prácticamente toda la cadena de valor, se va orientando hacia el modelo de las grandes empresas de internet (Google, Amazon, Facebook y Apple), organizadas en forma de ecosistemas de colaboración a través de los cuales se ofrece un amplio abanico de servicios en torno a su negocio principal, pero manteniendo el control de la interrelación con el cliente y, consecuentemente, los datos derivados de tal interrelación (Cuesta, Ruesta, Tuesta, & Urbiola, 2015).

En general, se trata de *start ups* que están causando disrupción en la cadena de valor del sector bancario tradicional. Esta disrupción es causada por el elevado número de empresas *fintech* que han irrumpido en el ámbito financiero y que usan la tecnología (computación en la nube, software de código abierto, tecnologías móviles, *big data*, análisis

avanzado de datos, y otro tipo de plataformas digitales como social *networks*) de manera eficaz para ofrecer servicios financieros, solventando las necesidades reales de los clientes de manera sencilla y de un modo, casi exclusivamente, digital. En estos momentos, un particular o empresa puede acceder a través de empresas *fintech* a gran parte de los servicios y productos financieros que tradicionalmente han ofrecido exclusivamente las entidades financieras y que constituyen una gran parte del ámbito de las finanzas colaborativas.

Por lo tanto, las *fintech* se presentan como empresas competidoras ante la banca y constituyen una amenaza para el modelo de negocio bancario. Ante esta situación los bancos han adoptado fundamentalmente tres tipos de estrategias de colaboración con las *fintech*: 1) Patrocinio de programas de incubación de *startups* financieras (BStartup), competiciones (BBVA Open Talent) o laboratorios. 2) Alianzas estratégicas (p.e. acuerdos de Citi con Lending Club); 3) Inversión o adquisición de empresas *fintech* (p.e. fondos de capital-riesgo corporativo especializados en *Fintech*).

Las ventajas de este tipo de colaboraciones permiten a las entidades bancarias complementar su oferta de manera más rápida y flexible, así como conocer mejor las necesidades del cliente y la forma de operar en el ámbito digital. De este modo, el modelo de negocio bancario se aproxima más al descrito anteriormente para las grandes empresas de internet, ya que se crean ecosistemas colaborativos en torno a su actividad bancaria principal, en lugar de estructurarse con base en una oferta de todos los servicios financieros únicamente con sus propios medios. Esta amenaza protagonizada por las *fintech* ha obligado a la banca a reinventarse y terminar siendo el nexo de unión de los servicios que se habían dispersado como consecuencia de la desintermediación financiera causada por el movimiento disruptivo impulsado por las propias *fintech*. En este sentido, hasta el 2020 la banca de consumo, así como los pagos y transferencias de fondos son las áreas del sector financiero que probablemente más sufrirán este movimiento disruptivo (PwC, 2016). La digitalización de las funciones de gestión de tesorería utiliza las plataformas online ofreciendo nuevas propuestas de valor fundamentalmente en operaciones tales como transferencias internacionales entre empresas, cambio de divisas, gestión de facturas, etc.

Así mismo, las ventajas que traen consigo para las empresas *fintech* el establecimiento de relaciones colaborativas con la banca consisten en tener acceso a sus redes de distribución, plataformas, datos, licencias y relaciones con el regulador, lo cual facilita su despliegue masivo en el mercado (IEB, 2015). Las empresas *fintech* son

conscientes de la necesidad de servicios financieros revolucionarios, por lo que tratan de aprovechar la oportunidad de crear servicios innovadores que transformen el actual sistema financiero en uno más eficiente, efectivo e integrador.

Estas empresas crean valor al orientarse hacia un único segmento o producto, centrándose en la relación con el cliente, y a menudo valiéndose de los servicios de instituciones financieras o proveedores de servicios de pagos que cumplen los requisitos regulatorios.

Para garantizar el éxito futuro de la industria de los servicios financieros, en general, y de las *Fintech*, en particular, es necesaria una regulación financiera efectiva armonizada (Treleaven, 2015).

1.7. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

Las decisiones de tesorería se enmarcan dentro del conjunto de decisiones de circulante y son adoptadas con posterioridad a las decisiones financieras a largo plazo. Una de las preguntas clave que se plantea toda empresa en relación con las decisiones de tesorería es la siguiente: ¿Cómo debería distribuir la empresa su inversión total entre activos líquidos e ilíquidos en términos de cantidad y tiempo?

La gestión de tesorería en sentido estricto o *cash holding* tiene como objeto principal el desarrollo de técnicas administrativas cuyo objetivo final consiste en establecer el nivel óptimo de tesorería o efectivo de la compañía con el fin de poder atender la corriente de cobros y pagos que genera la actividad de la empresa de manera que se puedan cubrir los posibles desfases entre los flujos de entrada y salida de caja y evitar así el déficit de tesorería.

El nivel óptimo de tesorería se determina en función de la consecución del equilibrio entre las ventajas (permite atender los pagos derivados de la actividad habitual de la empresa, equilibra los desfases entre cobros y pagos, cubre las necesidades imprevistas de liquidez, facilita el aprovechamiento óptimo de las oportunidades de negocio, evita incurrir en costes derivados de la utilización de financiación ajena y situaciones no deseadas que conllevan un recorte de inversiones y reduce los costes derivados de la liquidación de activos en condiciones desfavorables) e inconvenientes –fundamentalmente el coste de oportunidad derivado de su bajo rendimiento frente a otras alternativas de inversión- que se derivan del mantenimiento

de cierta liquidez en la empresa.

Las razones que llevan a una empresa a mantener un determinado nivel de tesorería pueden clasificarse fundamentalmente en cuatro: razones transaccionales, razones preventivas, razones de agencia y razones impositivas. Del análisis de tales motivos se deducen cuáles son los factores determinantes del *cash holding* de una empresa, los cuales se clasifican en dos grupos: factores empresariales y factores del entorno y estructurales.

Los factores empresariales son las características de las empresas que afectan al nivel de tesorería de la misma. La influencia de los factores empresariales sobre el *cash holding* es diferente según las teorías financieras clásicas de *trade-off*, *pecking order* y *free cash flow*.

Según el modelo *trade off* las empresas actúan movidos por razones de transacción y precaución y determinan el nivel óptimo de tesorería equiparando el coste marginal con el beneficio marginal del *cash holding*. En caso de déficit de tesorería, éste es cubierto accediendo a otras fuentes alternativas de liquidez (mercado de capitales, liquidación de activos, reducción de inversiones, reducción de dividendos, y renegociación de contratos financieros). Estas soluciones tienen un coste que habrá que comparar con el coste de oportunidad asociado al mantenimiento de efectivo.

La teoría del *trade off* predice una relación positiva entre el *cash holding* y las oportunidades de inversión y variabilidad de los *cash flow*, y una relación negativa con respecto al pago de dividendos, activos líquidos sustitutivos, tamaño de la empresa y *cash flow*. Mientras que la predicción de este modelo para el factor apalancamiento es ambigua.

De acuerdo con el modelo de *pecking order*, no existe un nivel óptimo de tesorería, sino que el efectivo es usado como colchón entre los beneficios retenidos y necesidades de inversión. Los directivos de la empresa, con el fin de minimizar los costes de asimetría de información y otros costes financieros, siguen una jerarquía financiera de manera que en caso de necesitar fondos, recurren a las siguientes fuentes y en este orden: beneficios retenidos, endeudamiento, capital. Cuando los flujos de caja operativos son suficientes para financiar inversiones, la empresa devuelve la deuda y acumula efectivo. Cuando los beneficios retenidos no son suficientes, para financiar

inversiones corrientes, las empresas utilizan la liquidez acumulada y, si fuera necesario, endeudamiento.

De acuerdo con esta teoría las empresas están afectadas positivamente por las oportunidades de inversión, el tamaño de la empresa y los *cash flow*, y negativamente por el apalancamiento y la deuda bancaria.

Por último, la teoría del *free cash flow* considera que los directivos pueden acumular efectivo con el objeto de incrementar activos bajo su control y ganar así poder discrecional en la toma de decisiones de inversión de manera que ello les permita alcanzar sus propios objetivos en lugar de maximizar la riqueza de los accionistas. En este caso, los directivos podrían acometer inversiones que tienen un impacto negativo en el valor de la empresa para los accionistas.

La teoría del *free cash flow* predice que las empresas de mayor tamaño tienden a mantener niveles de tesorería más elevados que las empresas pequeñas. Por el contrario, es de esperar que las empresas con oportunidades de inversión y más apalancadas, dispongan de menos efectivo.

Aunque las predicciones de estas tres teorías difieran para algunos factores, los resultados empíricos concluyen que todas ellas son significativas en la explicación de la influencia de dichas variables determinantes en el *cash holding* de las empresas.

Los factores del entorno y estructurales tales como protección del inversor, entorno legal, estructura de propiedad, desarrollo del mercado de capitales, etc. son factores que determinan la diferencia de nivel de tesorería entre empresas de diversos países. Respecto a la relación entre *cash holding* y las condiciones macroeconómicas, las teorías de *Pecking Order* y *Free Cash Flow* no realizan una predicción clara. Mientras que la teoría de *trade off* predice que las empresas acumulan más tesorería en periodos de recesión. Así mismo, tanto la teoría de *pecking order* como la teoría de *trade off* coinciden en predecir que las empresas con restricciones financieras tienden a tener mayores saldos de tesorería durante recesiones. Esta predicción es coherente con el importante crecimiento de efectivo acumulado en las empresas estadounidenses durante la crisis financiera (Pinkowitz *et al.*, 2014). Sin embargo, esta predicción es contraria a la realizada por la teoría de *free cash flow*.

Algunos autores (La Porta *et al.*, 1998; Ferreira y Vilela, 2004) predicen que en los países donde existe una menor protección de los inversores, tiende a existir una mayor concentración de la propiedad, por lo que es de esperar una relación negativa de este factor con el *cash holding*, debido al mayor control al que estará sometida la gerencia. Sin embargo, un débil mecanismo de protección de los inversores es característico de países con mercado de capitales poco desarrollado, por lo que en estos países las empresas tienden a acumular más liquidez.

Por otra parte, se han realizado otro tipo de estudios que analizan diversos aspectos en torno al *cash holding* (Pinkowitz *et al.*, 2006; Faulkender & Wang, 2006; Harford *et al.*, 2008; Dittmar & Mahrt-Smith, 2007; Martínez-Sola *et al.*, 2013) pero que no se han desarrollado en este capítulo ya que no son objeto de estudio en este trabajo.

Sin embargo, estudios más recientes aportan evidencia acerca del efecto de determinantes no incluidos en la literatura clásica de la gestión de tesorería tales como la transparencia y la confianza, entre otros, y que favorecen la reducción de las asimetrías de información, así como los costes de transacción y de agencia, sin que exista una conclusión clara acerca de la relación entre estos determinantes y el valor del efectivo (Bopkin, 2013; Huang, Ma & Lan, 2014; Chung, Kim, Kim & Zhang, 2015; Dudley & Zhang, 2016; Liu, 2016).

En la actualidad, las técnicas de *cash holding* se están desarrollando desde las teorías financieras, *pecking order*, *trade off* y *free cash flow*, las cuales son coherentes con el objetivo de maximización de los intereses de los accionistas. En concreto, los modelos clásicos de gestión de tesorería buscan como objetivo la determinación del nivel óptimo de tesorería desde un punto de vista *shareholder*. Además, estas estrategias o técnicas se desarrollan desde un enfoque individual (una sola empresa) y centrado en el interés propio, basado en el comportamiento financiero de interés propio (Mascareñas, 2007). En la revisión de la literatura que se ha realizado apenas se han encontrado estudios sobre relaciones colaborativas entre empresas en gestión de tesorería.

A su vez, la gestión de tesorería se fundamenta en la teoría contractual de Coase, según la cual las diversas partes llegan a acuerdos libremente, dentro del marco legal vigente, sobre el momento de realizar los cobros y pagos relacionados con diversas

transacciones económicas. Esto es cierto en condiciones de equidad y mercado de capitales perfecto, pero en la realidad las asimetrías de poder e información, conductas oportunistas, fallos de mercado y el coste de oportunidad, dan lugar a aceptar acuerdos en condiciones de desigualdad que, siendo justificables desde la teoría contractual, no suelen ser los más idóneos para alguna de las partes. En definitiva, los contratos financieros regulan los términos de pago de la transacción en condiciones de desigualdad para las partes. De manera que los acuerdos a los que se llegan habitualmente implican generalmente el aplazamiento de pago a proveedores y el adelanto de cobro de clientes, lo cual genera conflicto de intereses entre los *stakeholders*. Ese desequilibrio en la relación contractual puede dar lugar a asimetrías de beneficio, justificadas desde la teoría de juegos competitiva (Batlin & Hinko, 1982), en las que como consecuencia del acuerdo tomado una parte mejora a costa del perjuicio de la otra parte, lo cual redundará en perjuicio para el conjunto.

De la teoría contractual se han derivado posteriormente otras teorías como son la teoría de los derechos de propiedad, la teoría de agencia y la teoría de los costes de transacción. Estas dos últimas consideran que las partes contractuales del intercambio actúan motivadas por la búsqueda del propio interés económico y se regirán por comportamientos oportunistas. Mientras que según la teoría del derecho de propiedad, la propiedad entendida en términos de capital genera el derecho a participar en el beneficio generado por la empresa y el derecho a decidir.

Sin embargo, existen otras teorías que apoyan la idea de que en la empresa existen otro tipo de propietarios además de los accionistas y diversos grupos de interés, como es la Teoría de los *Stakeholders*.

De la revisión de los modelos clásicos financieros y de gestión de tesorería llegamos a la conclusión de que todos ellos se plantean desde una perspectiva de interés propio *shareholder*. Con el objeto de analizar el funcionamiento de otros modelos alternativos de gestión de tesorería revisamos la literatura sobre finanzas colaborativas en particular, en cuyo contexto se enmarca la gestión de tesorería desde el paradigma colaborativo, y sobre la economía colaborativa en general, como marco en el que se desarrollan actualmente parte de las finanzas colaborativas.

Por otra parte, desde un enfoque de alianzas estratégicas y siguiendo la clasificación ofrecida por Kahle y Sing (2009), adaptada de Yoshino y Ranghan (1996), podemos definir

la gestión colaborativa de tesorería entre empresas como una modalidad de las finanzas colaborativas que consiste en alcanzar acuerdos consensuados de cooperación o colaboración a largo plazo basados en contratos (más o menos formales) no tradicionales y centrados en el desarrollo conjunto de una actividad, la gestión conjunta de tesorería, entre dos o más entidades sin vinculación accionarial entre sí que mantienen una relación de tipo vertical (p.e. cadena de suministro), horizontal complementaria (p.e. plataformas de financiación participativa, sistemas LETS, ROSCA, etc.) u horizontal competitiva (p.e. banca con *fintech*¹¹ proveedora de servicios de gestión tesorería). De esta definición se deduce, que parte de las finanzas colaborativas se desarrollan en el ámbito de la denominada economía colaborativa.

La economía colaborativa es un nuevo modelo económico de intercambio que promueve la interacción entre pares sin intermediación, gracias a las tecnologías digitales, la colaboración y la confianza. Se trata de un nuevo modelo económico basado en el paradigma colaborativo orientado a objetivos no tradicionales como crear lazos sociales, fortalecer redes, reducir la huella ecológica, facilitar el acceso gratuito o a un menor coste a bienes y servicios, aprovechamiento eficiente de los recursos, siendo el objetivo último la generación de valor social, ambiental y económico para todos los *stakeholders*.

En el contexto de la economía colaborativa y desde la teoría de los costes de transacción se pueden explicar las finanzas colaborativas como un modelo de intercambio financiero sin intermediación de instituciones financieras en el que el ahorro se canaliza hacia los agentes deficitarios de una forma más justa, al desaparecer el intermediario, que habitualmente se quedaba con gran parte del diferencial entre los tipos pagados por el prestatario y el prestamista. Mediante este sistema se obtiene un beneficio mutuo ya que todas las partes ganan al obtener el prestamista un rendimiento más justo por su inversión y el prestatario un tipo menor que el que pagaría en caso de acudir a financiación bancaria. Por otra parte, la utilización de plataformas digitales permite reducir los costes de transacción (costes de coordinación, búsqueda de contraparte, búsqueda de información y contratación), además de mitigar los problemas de agencia entre usuarios y empresas derivados de las asimetrías de información, de manera que la gestión es mucho transparente y eficiente en el emparejamiento de las partes implicadas, la asignación de recursos y establecimiento de tipos de interés, generándose valor para todos los *stakeholders*.

¹¹ *Fintech* son empresas innovadoras que suministran servicios financieros a través de canales digitales.

La clave para que puedan funcionar estas iniciativas desarrolladas entre extraños sin una relación previa es la confianza en el sistema, basada fundamentalmente en los sistemas de reputación online complementada con mecanismos tradicionales sustitutivos de confianza (regulación administrativa, autorregulación, certificados de credibilidad expedidos por terceros, aplicación de *credit scoring* para evaluar proyectos, aseguramiento o garantías -exigencia de colaterales, generación de un fondo de cobertura, etc.-) y que son utilizados en ausencia de la misma para minorar los conflictos derivados de la asimetría de información.

Por último, desde el punto de vista de la gestión de tesorería y tomando como punto de partida que todos los grupos de interés afectan y están afectados por las decisiones financieras de circulante y, por tanto, por los flujos de liquidez, la Teoría de los *Stakeholders* se presenta como una teoría más bien complementaria que opuesta a las teorías clásicas financieras y de *cash holding* y tiene como objetivo maximizar el valor obtenido por todos los grupos de interés o *stakeholders*. Por esta razón, esta teoría será objeto de estudio en el siguiente capítulo.

Capítulo 2 . La Teoría de *Stakeholders* como Marco Conceptual

- 2.1. INTRODUCCIÓN
- 2.2. ORIGEN Y TEORÍA
- 2.3. PERSPECTIVA NORMATIVA, INSTRUMENTAL Y DESCRIPTIVA
- 2.4. PERSPECTIVA ONTOLÓGICA COMO TEORÍA DE FIRMA
- 2.5. GESTIONANDO PARA LOS *STAKEHOLDERS*
- 2.6. DE LA GESTIÓN BASADA EN EL INTERÉS PROPIO A LA GESTIÓN COLABORATIVA DEL *MUTUAL CASH HOLDING*
- 2.7. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

2.1. INTRODUCCIÓN

La idea en torno a la cual gira el modelo *Mutual Cash Holding* que se propone en la presente investigación es que los resultados tanto económicos como sociales serán mejores para todos los *stakeholders* si se realiza una gestión de tesorería basada en la confianza mutua y el bien común. Es decir, el enfoque *stakeholder* desde el que se propone el modelo de gestión de tesorería MCH justifica el desarrollo de esta teoría como marco conceptual en el presente capítulo.

En los últimos 40 años se han desarrollado un gran número de conceptos y modelos que tratan de dar solución a los diferentes retos a los que se enfrentan las empresas. En la década de los ochenta los cambios que se venían produciendo en diversos ámbitos tanto externos como internos a la empresa pusieron en evidencia el agotamiento de un modelo de gestión de empresa centrado en los accionistas y la incapacidad de los gestores de empresa para hacer frente a esos cambios basando el negocio en las relaciones mantenidas con los grupos tradicionales con los que habitualmente interactuaban, como son los accionistas, proveedores, trabajadores o clientes.

Los cambios generados en el ámbito externo de la empresa fueron los que precisamente más han influido y provocado transformaciones en los procesos de gestión empresarial, ya que requerían una mayor atención no sólo por parte de las empresas sino de toda la sociedad en general. Como consecuencia de ello, la preocupación por todo lo que atañe al entorno de la empresa se ha convertido en objeto de atención por parte de las empresas. Por otra parte, la aparición de nuevos grupos y organizaciones o bien el mayor impacto y repercusión de los ya existentes en la sociedad, en general, y en la empresa, en particular, motiva la consideración de sus intereses por parte de la dirección empresarial, introduciendo una mayor dosis de incertidumbre en la toma de decisiones corporativas. La incorporación de estos diferentes grupos y actores internos y externos a las preocupaciones de la gestión empresarial, genera en Freeman una inquietud por desarrollar un enfoque que plantea los mecanismos y procesos necesarios para añadirlos a dicha gestión con base en el concepto de *stakeholders* (Freeman, 1984).

Aunque la teoría *stakeholder* fue formulada por primera vez por Edward Freeman (1984), su utilización se ha ido extendiendo de manera exponencial, hasta el punto de que en el año 2007, el 66% de las empresas del Fortune 500 incorporaban en su ideario el compromiso con el conjunto de *stakeholders*. En el caso español, en el año 2014 más del

90% de las empresas del IBEX-35 tenían incorporados entre sus objetivos la satisfacción de los intereses del conjunto de stakeholders (Retolaza, San-Jose & Ruiz-Roqueñi, 2015). Por su parte, en la actualidad hay 67.760 artículos cuyo tema gira en torno a los *stakeholders*. En la tabla 2.1. se puede constatar la evolución progresiva de la publicación de artículos en la última década.

Tabla 2.1. Evolución nº artículos sobre *stakeholders* en período 2007-2016

Field: Publication Years	Record Count	% of 67760	Bar Chart
2016	10041	14.818 %	
2015	9122	13.462 %	
2014	7206	10.635 %	
2013	6292	9.286 %	
2012	5218	7.701 %	
2011	4969	7.333 %	
2010	4207	6.209 %	
2009	3916	5.779 %	
2008	3143	4.638 %	
2007	2451	3.617 %	
Field: Publication Years	Record Count	% of 67760	Bar Chart

Fuente: Web of Science (21/03/2017). Recuperado de <https://apps.webofknowledge.com>

La denominada teoría de *stakeholders* surge para hacer frente a tres problemas interrelacionados relativos a las empresas (Freeman, Harrison, Parmar, Wicks & De Colle, 2010, p. 4):

- “El problema de la creación e intercambio de valor: En un contexto de negocios global y rápidamente cambiante, ¿cómo se crea e intercambia el valor?

- El problema de la ética del capitalismo: ¿Cuáles son las conexiones entre el capitalismo y la ética?

- El problema de la mentalidad de gestión: ¿Cómo deben pensar en la gestión los gestores para:

- a) Crear mejor el valor y,

b) Conectar explícitamente negocios y ética?"

De acuerdo con esta teoría una manera eficaz de hacer frente a estos tres problemas consiste en considerar la empresa como un conjunto de relaciones entre la empresa y los grupos e individuos que pueden afectar o ser afectados por la misma (clientes, proveedores, empleados, entidades financieras, comunidades y gestores). Se trata de analizar cómo pueden interrelacionar estos grupos de manera que se cree valor teniendo en cuenta que dichas relaciones van cambiando a lo largo del tiempo y que los intereses de los grupos a menudo pueden entrar en conflicto. Cuando esto último sucede, los gestores deben pensar cómo resolver esos conflictos con el fin de que las necesidades de los grupos se satisfagan. En la medida en que esto se consiga, se creará más valor para el conjunto de la empresa y para cada uno de los grupos de interés.

La teoría de los *stakeholder* puede considerarse más que como una teoría, un marco o conjunto de ideas en torno a la teoría de la gestión, del cual pueden derivarse otras teorías y que ha sido aplicado a una amplia variedad de ámbitos, como la administración pública, gestión medioambiental, y la ética. Gracias a este nuevo marco conceptual la empresa ha dado un giro radical hacia la consideración de la ética como un componente intrínseco de la misma.

Comenzaremos este capítulo explicando en el segundo apartado cuál es el origen del término y del concepto *stakeholder*, así como las ideas principales de la Teoría *Stakeholder* y del análisis *Stakeholder*. Profundizaremos en las diferentes definiciones y clasificaciones de este concepto, necesarias para poder identificar los *stakeholders* de una empresa y elaborar el mapa de los mismos, el cual es el punto de partida para poder analizar las relaciones *stakeholder* de la empresa. Partiendo de la taxonomía realizada por Donaldson y Preston (1995) en el segundo apartado se analizan las perspectivas descriptiva, instrumental y normativa de la teoría *stakeholder* que da lugar a otras perspectivas más integradoras como la *Convergent Stakeholder Theory*, dentro de la cual se presenta como ejemplo la Confianza y cooperación en las relaciones *stakeholder* corporativas desde el enfoque de ciencia social y de ética normativa. Una cuarta perspectiva de la teoría *stakeholder*, denominada ontológica, se presenta en el apartado cuarto. A continuación se muestra una visión general del enfoque denominado *Managing for Stakeholders*, haciendo especial hincapié en la creación de valor dentro del mismo.

Por otra parte, en el sexto apartado, una vez que se ha finalizado con la revisión de la literatura en torno a las teorías clásicas financieras y de *cash holding*, así como a la teoría *stakeholder*, se constata que los tales modelos se desarrollan desde una perspectiva de interés propio centrado en la maximización del valor de la empresa para los *shareholders*. Por ello, la reflexión en torno a si existen otros sistemas alternativos de gestión de tesorería, nos lleva a proponer un cambio desde la perspectiva de interés propio a la perspectiva colaborativa basada en la confianza mutua tanto en las finanzas como en la gestión de la tesorería, que podría ser más eficiente para todos los *stakeholders*.

Por último se exponen la síntesis y conclusiones de este capítulo.

2.2. ORIGEN Y TEORÍA

2.2.1. Origen de los *Stakeholders*

Históricamente el significado de la palabra “*stakeholder*” surge dentro del ámbito del juego. En este contexto, “*stakeholder*” es alguien que guarda o mantiene las apuestas durante el juego. Goodpaster (1991) establece una metáfora que asocia dicho término dentro de este contexto, con el mismo en el ámbito económico, de manera que *stakeholder* con un interés o inversión (*stake*) en el juego, es aquel que juega y pone algún valor económico en riesgo.

Sin embargo, existe un consenso en la revisión de la literatura sobre este tema, que apunta a que la palabra *stakeholder*, tal y como la empleamos actualmente en casi todos los contextos empresariales, apareció por primera vez en 1963 mencionado en un informe interno publicado por el Instituto de Investigación de Stanford (ahora SRI International, Inc.) (Freeman *et al.*, 2010). En el citado informe el término *stakeholder* se emplea como un juego de palabras a partir de otra, *stockholder*, para dar a entender que hay otras partes que tienen un interés (*stake*) en la toma de decisiones corporativas, además de aquellos que poseen acciones o participaciones en la empresa (*stockholder*). En este manuscrito ya se utiliza el término *stakeholder* para identificar a aquellos grupos o personas que son de vital importancia para la existencia de la organización. Esta definición pone de manifiesto la idea básica que subyace en la teoría de los *stakeholders* y que, al mismo tiempo, es el rasgo diferenciador respecto a los enfoques clásicos de empresa centrados en la figura del accionista o propietario (*stockholder* o *shareholder*), ya que afirma que la empresa está constituida no sólo por unos pocos grupos de interés, sino por

diversos grupos de interés, *stakeholders*, que son “aquellos grupos sin cuyo apoyo la organización podría dejar de existir” (SRI, 1963 (citado por Freeman & Reed, 1983, p. 89).

La aparición de este término en el informe del SRI en 1963 es una muestra de la reflexión que se estaba llevando a cabo en el pensamiento gerencial de aquella época y que conlleva un cambio de visión del modelo de empresa desde el enfoque de *stockholder* al de *stakeholder*. La diferencia fundamental entre estos dos enfoques estriba en que de acuerdo con el enfoque *stockholder*, basado en la teoría neoclásica, las acciones de la empresa deben orientarse a atender las necesidades de sus *stockholders*. Dado que estas necesidades suelen medirse en términos de precio de las acciones, beneficios por acción, entre otros, el objetivo de la empresa es la maximización del beneficio económico o del valor de las acciones. La relación que mantiene la gerencia hacia los *stockholders* tiene un carácter similar a la mantenida por el fiduciario respecto al fideicomisario o beneficiario, en la cual los intereses de los *stockholders* deberían ser obedientemente defendidos por la gerencia. Por esta razón, cualquier acción acometida por la gerencia debe justificarse en función de si persigue o no los intereses de la empresa y sus *stockholders* (Freeman & Reed, 1983).

El modelo de empresa según el enfoque *stakeholder* considera que “hay otros grupos hacia los cuales la empresa es responsable además de los *stockholder*: aquellos que tienen un interés (stake) en las acciones de la empresa” (Freeman & Reed, 1983, p. 89).

En opinión de Freeman y Reed la definición de *stakeholder* propuesta por el SRI era demasiado genérica y, a la vez, demasiado exclusiva como para permitir identificar los grupos externos que son estratégicamente importantes para la empresa. Por esta razón, estos autores proponen dos definiciones de *stakeholder* (Freeman & Reed, 1983, p. 91):

- Definición en sentido amplio: “Cualquier grupo o individuo identificable que pueda afectar el logro de los objetivos de una organización o que es afectado por el logro de los objetivos de una organización (grupos de interés público, grupos de protesta, agencias gubernamentales, asociaciones de comercio, competidores, sindicatos, así como segmentos de clientes, accionistas y otros)”.

- Definición en sentido estricto (interioriza la esencia de la definición del SRI, pero es más específica): “Cualquier grupo o individuo identificable respecto del cual la organización es dependiente para su supervivencia (empleados, segmentos de clientes,

ciertos proveedores, agencias gubernamentales clave, accionistas, ciertas instituciones financieras, y otros)”.

La definición en sentido amplio propuesta por estos autores aporta un nuevo aspecto a tener en cuenta en la identificación de los *stakeholders* y que consiste en la inclusión dentro de este grupo de aquellos individuos cuyos intereses puedan verse afectados por las acciones de la empresa dirigidas a la consecución de sus propios objetivos. Desde un punto de vista estratégico, los *stakeholders* deben ser entendidos en el sentido más amplio de su definición, de manera que las estrategias tienen que tener en cuenta aquellos grupos que pueden afectar la consecución de los objetivos empresariales, es decir, todas aquellas fuerzas externas, independientemente de si son amistosas u hostiles.

Posteriormente, Freeman introdujo una definición de este término, basándose en la acepción amplia planteada anteriormente, y que posteriormente ha sido popularmente utilizada en el entorno de la estrategia y ética empresarial, así como en el de la responsabilidad empresarial corporativa. Freeman define de este modo el término *stakeholder*:

“Cualquier grupo o individuo que pueda afectar o ser afectado por el logro de los objetivos de una corporación. Stakeholders incluye a empleados, clientes, proveedores, accionistas, bancos, ecologistas, gobiernos y a otros grupos que puedan ayudar o dañar a la empresa” (Freeman, 1984, p. 46).

En este trabajo Freeman plantea la cuestión de la legitimidad de igualdad entre los intereses de los stakeholders, y la razón para la inclusión de aquellos grupos afectados por la corporación. Posteriormente, Freeman, en su artículo publicado en 1994 titulado *The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions*, considera que los stakeholder deben ser vistos como individuos que mantienen cierta relación con la corporación. Una vez que son vistos como individuos, seres humanos, Freeman hace referencia al aspecto moral de los mismos.

En definitiva, Freeman ha ido matizando a lo largo del tiempo su concepto de *stakeholder*, pero manteniendo una gran fidelidad a sus definiciones originales (Escudero, 2009).

2.2.2. Teoría Stakeholder

Las principales ideas de la teoría *stakeholder* expuestas en el libro *Strategic Mangement: A Stakeholder Approach* se pueden resumir del siguiente modo (Freeman *et al.*, 2010, p. 60):

1. “No importa para qué luchas, no importa cuál puede ser tu último propósito o fin, tienes que tener en cuenta los efectos de tus acciones en otros, así como sus potenciales efectos en ti.

2. Actuando de ese modo, tienes que entender los comportamientos, valores y experiencias o contextos de los *stakeholders*, incluido el contexto social. Para tener éxito en el tiempo conviene tener clara la respuesta a la pregunta: ¿para qué luchamos?

3. Existen muy pocas y bien definidas formas de pensar o enfoques sobre la gestión *stakeholder*, que pueden servir como respuesta a la cuestión ¿para qué luchamos? o estrategia empresarial.

4. Necesitamos entender cómo trabajan las relaciones *stakeholder* en tres niveles de análisis: el racional, u organización como todo; el procesal, o procedimientos estándar de operaciones; y el transaccional, o negociación del día a día.

5. Podemos aplicar esas ideas para pensar sobre nuevas estructuras, procesos, y funciones empresariales, y podemos repensar especialmente cómo el proceso de planificación estratégica tiene en cuenta a los *stakeholders*.

6. Los intereses de los *stakeholders* deben ser equilibrados a lo largo del tiempo”.

La teoría *stakeholder* sugiere que si adoptamos como unidad de análisis las relaciones entre una empresa y los grupos e individuos que pueden afectar o son afectados por ella, tendremos una mejor oportunidad para hacer frente con eficacia a los tres siguientes problemas: a) el problema de la creación e intercambio de valor; b) el problema de la ética del capitalismo; c) el problema de la mentalidad de gestión. En primer lugar, desde una perspectiva de *stakeholder*, las empresas pueden ser entendidas como un

conjunto de relaciones entre grupos que tienen interés en las actividades que componen la empresa (Freeman, 1984). Se trata de cómo clientes, proveedores, empleados, entidades financieras (accionistas, tenedores de bonos, bancos, etc.) comunidades, y gestores interactúan para crear e intercambiar valor de forma conjunta. Entender un negocio es saber cómo estas relaciones funcionan y cambian con el tiempo. Es tarea del ejecutivo gestionar y dar forma a estas relaciones para crear el mayor valor posible para los *stakeholders* y para gestionar la distribución de ese valor (Freeman, 1984). En caso de que los intereses de los *stakeholders* entren en conflicto, el ejecutivo debe encontrar una manera de volver a pensar en los problemas para enfrentar las necesidades de un amplio grupo de interesados y, en la medida esto se hace, aún más valor se pueda crear para cada uno (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Si tienen que hacerse compensaciones, como a veces sucede, los ejecutivos deben encontrar la manera de hacer las compensaciones, y luego trabajar en la mejora de las compensaciones para todos (Freeman, Harrison & Wicks, 2007).

En segundo lugar, aunque el manejo eficaz de las relaciones con los *stakeholders* ayuda a las empresas a sobrevivir y avanzar en el sistema capitalista, es también una tarea moral, porque tiene que ver con cuestiones de valores, opciones, y daños y beneficios potenciales para una gran cantidad de grupos e individuos (Phillips, 2003). Por último, una descripción de la gestión que centre la atención en la creación, mantenimiento y alineación de las relaciones con los *stakeholders* equipa mejor a los profesionales para crear valor y evitar los fracasos morales (Sachs, Post & Preston, 2002).

Ha habido un gran debate sobre qué tipo de entidad tiene en realidad “la Teoría *Stakeholder*”. Algunos han argumentado que no es una teoría ya que para ser considerado como tal debería presentarse como conjunto conectado de proposiciones contrastables. Otros han sugerido que hay demasiada ambigüedad en la definición del término central como para no admitir nunca el status de teoría. Otros incluso han sugerido que es una “teoría de la empresa” alternativa, frente a la teoría de los accionistas de la empresa. Freeman *et al.* (2010) ven la teoría de *stakeholders* como un marco, un conjunto de ideas del que pueden derivarse un número de teorías. Y, a menudo utilizan la teoría de *stakeholders* para referirse al cuerpo más importante de estudios que depende de la centralidad de la idea o marco de *stakeholders*. Según el tipo de finalidad es conveniente utilizar el término en forma muy concreta (por ejemplo, para facilitar ciertos tipos de desarrollo de la teoría y pruebas empíricas), pero en otros casos no lo es. En lugar de ver

una teoría específica utilizada para un propósito (por ejemplo, la teoría de la dependencia de los recursos en gestión), hay que pensar en la teoría de *stakeholders* como un género de la teoría de la gestión, es decir, reconocer el valor de la variedad de usos que uno puede hacer de este conjunto de ideas. Hay suficiente elementos comunes en estos usos para verlos como parte del mismo género, pero suficiente diversidad como para permitirles funcionar en una serie de escenarios y servir a diferentes propósitos. La perspectiva *stakeholder* ha sido ampliamente aplicada en una gran diversidad de disciplinas, incluyendo la ley, la atención de la salud, la administración pública, la política medioambiental, y la ética (Freeman *et al.*, 2010).

2.2.3. Teoría Stakeholder versus teoría stockholder. La Paradoja Stakeholder

Uno de los mayores debates que se ha generado en la literatura en torno a la perspectiva *stakeholder*, es el de su uso instrumental o normativo. En concreto, se ha debatido acerca de si la perspectiva *stakeholder* debe ser usada en las empresas desde un punto de vista estratégico con el fin de orientar las acciones de la empresa hacia la consecución del objetivo económico que necesita para asegurar su supervivencia, o bien debería ser usado desde un punto de vista ético-normativo.

En este sentido, Goodpaster (1991) plantea una solución conciliadora ante la disyuntiva de si dentro del proceso de toma de decisiones gerencial, concretamente en la fase de síntesis de la información en función del marco de prioridades de quien toma la decisión, hay que aplicar un enfoque estratégico de la teoría *stakeholder* o un enfoque multifiduciario.

El enfoque *stakeholder* estratégico en la fase de síntesis dentro del proceso de toma de decisiones gerencial consiste en considerar que los *stakeholders*, excepto los *stockholders*, son vistos instrumentalmente como factores externos del entorno que potencialmente pueden afectar, ayudando u obstaculizando, a la consecución del objetivo de optimización de los intereses de los *stockholders*. La relación fiduciaria que mantiene la gerencia con los accionistas o propietarios la obliga a subordinar los intereses del resto de *stakeholders* a los de los *stockholders*. Desde un punto de vista ético, este enfoque es rechazado al considerar los intereses del resto de los *stakeholders* como medios, no como fines, para alcanzar el fin económico de maximización del beneficio para los accionistas.

Según el enfoque *stakeholder* multifiduciario, durante el proceso de toma de decisiones de la gerencia la información se procesa otorgando la misma importancia tanto a los intereses económicos de los *stockholders* como al resto de *stakeholders*, buscando una maximización conjunta o mutua de beneficios. Esto se debe a que la empresa tiene una responsabilidad fiduciaria igual para con todos los *stakeholder*. Los detractores de este enfoque argumentan que no se puede mantener tal relación multifiduciaria ya que la relación contractual legal –agente frente a principal- que mantiene la gerencia con los accionistas prevalece sobre la relación social o de otro tipo que mantiene con el resto de *stakeholders*. Desde este punto de vista, el enfoque multifiduciario es incompatible con la convicción moral ampliamente aceptada en las obligaciones especiales que la gerencia debe a los accionistas. Los gerentes que adopten este enfoque encontrarán resistencia por parte de aquellos que consideran el enfoque estratégico como única opción legítima suponiendo la aceptación del objetivo económico como fin empresarial y la constitución legal de la empresa.

Independientemente del enfoque seguido por la gerencia, se plantea un dilema ético. Por esta razón, Goodpaster (1991) denomina a este dilema la Paradoja *Stakeholder* y lo formula del siguiente modo:

“Parece esencial, incluso en algunos casos ilegítimo orientar las decisiones corporativas con base en valores éticos que van más allá de consideraciones estratégicas de *stakeholder* hacia otras de carácter multifiduciario” (Goodpaster, 1991, p. 63).

Goopaster (1991) propone un tercer enfoque que trata de conciliar ambos enfoques y evitar tal paradoja. Según este autor, hay que ver las obligaciones hacia los *stakeholders* con los que se mantienen relaciones no fiduciarias como obligaciones morales hacia aquellos grupos afectados por el comportamiento económico de la empresa. Estas obligaciones (deber de no dañar, engañar, robar, coaccionar, etc.) están recogidos en la legislación para restringir actividades empresariales que persiguen la consecución de beneficios. Estas obligaciones no son de orden secundario, contingente o indirecto, como se propone en el enfoque estratégico sino de carácter categórico y directo. Estas obligaciones están enraizadas en otro tipo de relaciones no fiduciarias tan profundamente como en la relación fiduciaria. Por esta razón, Goodpaster concluye que la Paradoja *Stakeholder* puede ser evitada partiendo de la comprensión e interiorización de la naturaleza de la obligación moral y la limitación que ésta impone a la relación agente-

principal, sin perjuicio de reconocer que esta relación y las obligaciones derivadas de la misma tengan preeminencia.

La empresa debe mantener el enfoque estratégico, centrado en el accionista, pero siempre con una perspectiva más amplia dentro de un marco ético del cual hay que evitar salirse aún corriendo el riesgo de ir en contra del objetivo económico de los accionistas consistente en la maximización de beneficios de los accionistas. Del mismo modo, los accionistas no pueden esperar de los directivos que actúen en contra de las expectativas éticas y morales de la comunidad (González, 2001).

Posteriormente, Boatright (1994) escribió un artículo en el que además de evaluar la validez de la paradoja, plantea una resolución alternativa que consiste en diferenciar o separar las decisiones que conllevan obligaciones fiduciarias de la dirección hacia los accionistas de las que no implican tales obligaciones. En el primero de los casos, la gerencia tiene que tener en cuenta los intereses de los *stakeholders* no fiduciarios solamente en la medida en que tales intereses contribuyan a mejorar el beneficio de los accionistas. En el segundo de los casos, la dirección forzosamente tiene que considerar los valores éticos que atañen a un abanico más amplio de intereses de los *stakeholders* (Boatright 1994, p. 404).

Goopaster y Holloran (1994) en respuesta a Boatright terminan concluyendo que desde un punto de vista teórico la paradoja está resuelta desde el momento en que se entiende que la gerencia tiene diferentes tipos de obligaciones respecto a cada uno de los dos grupos de *stakeholder*, fiduciario y no fiduciario. En opinión de estos dos autores, desde un punto de vista práctico, la paradoja se mantiene y no hay necesidad de eliminarla, ya que constituye un reto para la gerencia el gestionarla desde su experiencia y sabiduría.

Finalmente, Freeman sugiere rechazar la Tesis de la Separación: “El discurso de empresa y el discurso de ética pueden ser separados de manera que afirmaciones como, -X es una decisión de empresa- no tienen contenido moral y -X es una decisión moral- no tiene contenido empresarial” (Freeman, 1994, p. 412). Esta tesis subyace en los análisis de Goopaster y Boatright, pero si se rechaza, el argumento de ambos autores es irrelevante. En opinión de Freeman (Freeman *et al.*, 2010), enmarcar el debate *Stakeholder Theory* vs. *Shareholder Theory* en términos de dos puntos de vista en conflicto es erróneo. Según Freeman, la teoría *stakeholder* no es una teoría de la firma, sino una invitación a los gestores de empresa hacia la reflexión de dos cuestiones que tienen implicaciones éticas y

empresariales: “¿Cuál es el propósito de la empresa? y “¿Hacia quiénes tienen responsabilidad los gestores?” (Freeman *et al.*, 2010, p. 206). Ante estas preguntas Freeman plantea múltiples respuestas que abarcan un amplio abanico de perspectivas: enfoque *shareholder*, enfoque feminista de la firma, obligación de los gestores hacia los *stakeholder* que integran la cadena de valor, etc.

2.2.4. Análisis de los Stakeholders

Freeman (1984) considera que una empresa será capaz de gestionar eficazmente su relación con los *stakeholders* en la medida en que desarrolle su habilidad para actuar de manera conjunta y coordinada en los siguientes tres niveles: (a) interiorización de su mapa de *stakeholders* y los riesgos de cada grupo; (b) desarrollo de procesos para tener en cuenta la participación de estos grupos de forma rutinaria en los procedimientos operativos de la organización, y (c) realización de transacciones que equilibren los intereses de los *stakeholders* y los propósitos de la organización.

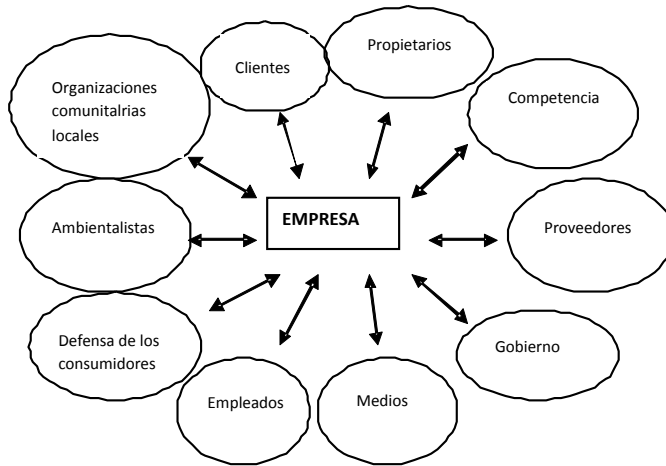
2.2.4.1. Nivel racional: El mapa de los stakeholders

En este apartado nos centraremos en el primer nivel. Para poder identificar a los *stakeholder*, previamente es necesario construir un mapa que muestre los individuos y grupos que resultan de la aplicación de la definición en sentido amplio dada por Freeman (1984, p. 53): “cualquier grupo o individuo que puede afectar o verse afectado por el logro del propósito de la organización”. Esta definición tiene la ventaja de ser aplicable a diferentes contextos, disciplinas y tipos de organizaciones, además de tener un marcado carácter inclusivo que permite incorporar una amplia gama de individuos o grupos que tienen en común su capacidad para afectar o ser afectado por la empresa. Bajo esta definición podrían incluirse incluso grupos contrarios a los objetivos institucionales o que tengan un carácter de ilegítimos en cuanto a sus valores.

En la elaboración de dicho mapa, Freeman recomienda realizar un análisis histórico del entorno en el que se ha desarrollado la vida la organización con el fin de incorporar a la mayor cantidad de grupos o individuos inclusive aquellos que pudieran considerarse alejados de dicha relación siempre y cuando cumplan la condición de *stakeholder* de acuerdo con la definición expuesta anteriormente. De este modo se evitará la tradicional y restrictiva identificación de los clientes, proveedores, empleados y propietarios como *stakeholders* de la empresa.

Freeman ofrece como propuesta genérica el siguiente mapa de *stakeholders* ilustrado en la figura 2.1.:

Figura 2.1. Mapa genérico de Stakeholders



Fuente: adaptado de Freeman (1984, p. 25)

El autor sugiere que este mapa genérico de *stakeholders* sea utilizado como punto de partida en ausencia de información histórica en torno a las relaciones que la empresa mantiene o ha mantenido con los diferentes grupos o individuos con los que interactúa. Dado el carácter genérico de esta propuesta, la misma deberá ser complementada con la diferenciación de grupos de *stakeholders* específicos para la organización en función del sector y el área geográfica a la que pertenezca la empresa.

En cualquier caso, Freeman considera la necesidad de tener en cuenta como mínimo las siguientes tres cuestiones durante la elaboración del mapa de *stakeholders* (Freeman, 1984, p. 58):

1) Muchos miembros de un mismo grupo de interés forman parte también de otros grupos de *stakeholders* de manera simultánea. Esta situación puede dar lugar a conflictos derivados de los desequilibrios y confusiones, entre las expectativas cruzadas respecto a las acciones de la empresa.

2) La formación de interconexiones o relaciones entre los *stakeholders*, derivado de la existencia de redes de grupos de *stakeholders* generadas respecto a una determinada cuestión con vocación de perdurar en a largo plazo. A menudo, es la propia empresa quien genera esas interrelaciones cuando influye en un *stakeholder* para que éste a su vez influya en otro *stakeholder*. De este modo, la empresa genera una relación indirecta con algunos *stakeholders*.

3) Tener en cuenta los diferentes tipos de interés, y las diferentes percepciones de las participaciones que tienen los diversos grupos, donde la participación se caracteriza por ser multidimensional y no medida únicamente en términos monetarios. Sin embargo identificar las otras dimensiones es más complejo.

2.2.4.2. Nivel racional: Definición, identificación y clasificación de los stakeholders

El principal problema que se plantea en este nivel es la identidad o identificación de los *stakeholder*, es decir, determinar qué grupos son *stakeholder* y por qué (Mitchell, Agle & Wood, 1997).

Clarkson define a los *stakeholders* como “personas o grupos que tienen una demanda, propiedad, derechos o intereses en la empresa y sus actividades, presentes, pasadas, o futuras. Estos derechos o intereses son resultado de las transacciones con, o acciones llevadas a cabo por, la empresa, y pueden ser legales o morales, individuales o colectivos” (Clarkson, 1995, p. 106) De esta manera, los *stakeholders* se agrupan en torno a intereses, demandas o derechos similares.

Donaldson y Preston (1995, p. 86) consideran que al identificar a los *stakeholders* es fundamental establecer una clara distinción entre actores influyentes en la empresa y *stakeholders*. De la combinación de ambos se derivan tres tipos de actores en la empresa: 1) *stakeholders* que influyen en la empresa -p.e., inversores a largo plazo-. 2) *stakeholders* que no tienen influencia en la empresa -p.e., demandantes de empleo-. 3) actor que no tiene interés (stake) en la empresa pero que influye en la misma -p.e., medios de comunicación-. Por lo que se deduce, que estos autores excluyen a los medios de comunicación del grupo de *stakeholders*.

Por otra parte, Kaler (2002) considera que existen tres corrientes de definiciones en torno al concepto de *stakeholder*. La primera corriente gira en torno a la noción de

“demandante” (*stakeholder* serían aquellos grupos que realizan alguna demanda a la empresa). El segundo grupo de definiciones se denominaría “influyente” –*influencer*– (*stakeholder* aquellos que tienen la capacidad de influir en el funcionamiento de la empresa). El tercer tipo de definición surge como combinación de los dos anteriores.

Existen múltiples criterios de clasificación de *stakeholders* pero además de la clasificación generalmente extendida según la cual se distinguen entre *stakeholders* internos y externos, Clarkson (1995) distingue, con base en la definición anteriormente expuesta, entre *stakeholders* primarios y *stakeholders* secundarios. Los *stakeholders* primarios serían aquellos sin cuya participación la empresa no puede sobrevivir de manera solvente (accionistas, inversores, trabajadores, clientes, proveedores y grupo de *stakeholders* público –gobierno, comunidad y mercados-). Existe un elevado nivel de interdependencia entre la empresa y sus grupos de *stakeholders* primarios (nivel de compromiso oficial o formal). Los *stakeholders* secundarios son aquellos que influyen o afectan, o son influenciados o afectados por, la empresa, pero no están comprometidos en transacciones con ella (nivel de compromiso más distante o informal) y no son esenciales para su supervivencia (p.e., los medios de comunicación). Sin embargo, estos grupos pueden causar graves daños a la empresa. Además, los *stakeholders* secundarios pueden estar en contra o a favor de las políticas desarrolladas por la empresa para cumplir con sus responsabilidades o satisfacer las necesidades de los grupos de *stakeholders* primarios.

Una vez planteado el mapa de *stakeholders* con base en cualquiera de las definiciones y/o clasificaciones anteriormente planeadas pero, antes de que la empresa se enfrente al segundo nivel de actuaciones orientadas a establecer relaciones con los diferentes grupos de interés, la gerencia se enfrenta al problema de cómo clasificar y asignar las tareas a los diferentes grupos, y cómo aplicar el enfoque *stakeholder* razonadamente y con sentido común teniendo en cuenta que en la búsqueda de la maximización de los beneficios no todos los grupos e intereses tiene el mismo peso. Además, tal y como se ha comentado anteriormente, los grupos de *stakeholders* son muy heterogéneos e incluso sus participantes pueden cambiar a lo largo del tiempo de un grupo a otro. Hemos visto diferentes definiciones de *stakeholder* pero todas tienen en común la idea de que *stakeholder* es todo individuo o grupo que es objeto legítimo de atención por parte de la gerencia. Por todo ello, es necesario conocer el grado de legitimidad o validez de los intereses de los diferentes *stakeholders*.

En este sentido Donaldson y Preston (1995) consideran que los intereses de los *stakeholders* tienen valor intrínseco independientemente del grado de contribución a la satisfacción de los intereses de otros *stakeholders*, como por ejemplo los *shareholders*, y por ello, merecen que la gerencia los tenga en consideración y que ésta tenga obligaciones con respecto a aquellos. Esta noción de legitimidad se deriva del fundamento normativo que subyace en el enfoque *stakeholder*.

A su vez Phillips (2003) dedica especial atención a tratar el tema de la legitimidad y subraya el importante papel que juega el componente normativo del enfoque *stakeholder* en la comprensión de este concepto. Este autor parte del denominado Principio de justicia de *stakeholder* establecido por él mismo, según el cual “las personas o grupos que aceptan voluntariamente los beneficios derivados de un esquema de actividad cooperativa que conlleva la obtención de beneficios mutuos, dan lugar a obligaciones de ecuanimidad entre los participantes en dicho esquema en la proporción de los beneficios obtenidos” (Phillips, 2003, p. 26). Phillips define como *stakeholders* aquellos grupos a los cuales es de aplicación una obligación derivada del principio de justicia mencionado. Este autor distingue entre *stakeholder* normativos (aquellos grupos hacia los cuales la organización tiene la obligación moral, obligación basada en el principio de justicia de *stakeholder*, por encima del deber hacia otros actores sociales simplemente por su virtud de seres humanos), derivativos (grupos cuyas acciones y demandas tienen que ser tenidos en cuenta por los gerentes debido a sus potenciales efectos en la organización y en sus *stakeholders* normativos) y los no-*stakeholders* (aquellos que no son *stakeholder* de ningún modo y hacia los cuales la organización no tienen ninguna obligación moral, siendo mínima la posibilidad de que afecten a la empresa o a los *shareholders*). Por lo tanto, los gerentes tienen una obligación ética hacia los *stakeholders* normativos, con base en el principio de justicia de *stakeholder*, que no existe para con los *stakeholders* derivativos y los no-*stakeholders*, lo cual implica que el trato y atención recibidos por cada uno de estos grupos será diferente.

Mitchell *et al.* (1997) realizaron una estricta revisión literaria de las diferentes definiciones y criterios de clasificación de *stakeholders* que se habían establecido hasta el momento. Así, distinguen las definiciones en función de si aportan una descripción más amplia o estricta del concepto *stakeholder*. Estos autores consideran que las definiciones más restrictivas desarrolladas sobre la noción de *stakeholder* giran en torno a la legitimidad de las demandas presentadas por los *stakeholder* con base en contratos,

intercambios, títulos legales, derechos legales, derechos morales, nivel de riesgo asumido, o interés moral en los daños o beneficios generados por las acciones de una determinada empresa. Sin embargo, sugieren que en las definiciones más amplias del concepto *stakeholder* se destaca el poder de los *stakeholders* para influir en el comportamiento de la empresa, al margen de si tienen demandas legítimas o no. En su opinión, y sin desacreditar el primer grupo de definiciones, además de la legitimidad hay que tener en cuenta otros dos atributos –poder y urgencia de la demanda- para poder identificar los *stakeholders* de la empresa. Así, estos autores desarrollan una teoría que contribuye a clarificar la identificación de los *stakeholders* y la explicación del nivel de importancia otorgada por la gerencia a los mismos. De acuerdo con esta teoría, es necesario evaluar las relaciones, tanto actuales como potenciales, existentes entre la gerencia y los *stakeholders* con base en el mayor o menor grado de presencia de los siguientes tres atributos en tales relaciones:

a) Legitimidad, definida como “la percepción generalizada de que las acciones de una organización son deseables, adecuadas o apropiadas dentro de un sistema socialmente construido con base en normas, valores, creencias, y definiciones” (Mitchell *et al.* 1997, p. 866).

b) Poder o habilidad para poder provocar los resultados deseados (Mitchell *et al.* 1997, p. 865).

c) Urgencia entendida como grado de demanda o reclamo de atención inmediata (Mitchell *et al.* 1997, p. 867).

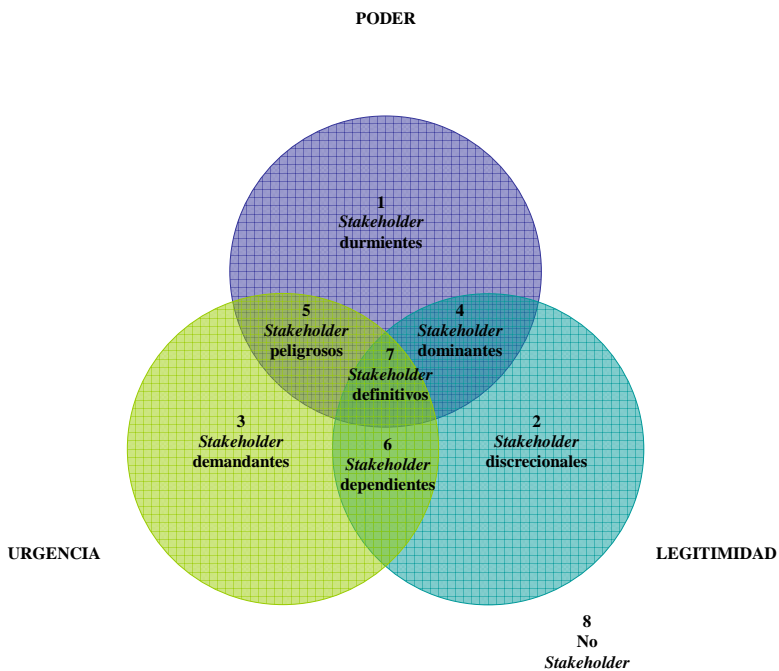
Esta teoría se caracteriza por su dinamismo, en el sentido de que provee un marco explicativo de cómo los *stakeholders* pueden ganar o perder importancia para la gerencia en el tiempo en virtud de tres consideraciones relativas a estos atributos: su variabilidad en cada relación a lo largo del tiempo, su faceta de ser atributos construidos con base en múltiples percepciones y el grado de consciencia de su posesión por parte de cada individuo u organización.

Teniendo en cuenta estas consideraciones la definición del “Principio de quién y qué cuenta realmente” – *The Principle of Who or What Really Counts*- descansa en tres supuestos; en primer lugar, los gerentes que quieren alcanzar ciertos fines prestan determinados tipos de atención a diferentes clases de *stakeholders*; segundo, las percepciones de los gerentes dictan la importancia de los *stakeholders*; finalmente, se

pueden identificar varios tipos de *stakeholders* con base en la posesión atribuida por la gerencia a los *stakeholders* de uno, dos o tres de los siguientes tres atributos: poder, legitimidad, y urgencia.

La clasificación de *stakeholders* que estos autores realizan se deriva de la combinación de los atributos mencionados.

Figura 2.2. Tipología de Stakeholders



Fuente: Mitchell et al. (1997, p. 874)

Tal y como se puede apreciar en la figura 2.2., los no *stakeholders* (8) serían aquellos individuos o grupos que no poseen ninguno de los tres atributos. Sin embargo, podrían convertirse en *stakeholders* en un futuro.

De acuerdo con esta clasificación se pueden distinguir siete tipos de *stakeholder* que pueden ser agrupados en tres clases en función de si la gerencia percibe que los mismos poseen un solo atributo, dos o tres al mismo tiempo. A continuación se describen las tres clases de *stakeholders* y el grado de importancia otorgado por la gerencia a cada una de las mismas.

Los denominados *stakeholder* latentes (1 -durmientes -, 2 -discrecionales- y 3 -demandantes-) serían aquellos que presentan un único atributo. A los integrantes de este grupo se les asigna un grado de importancia bajo. Los *stakeholder* expectantes (4 -dominantes-, 5 -peligrosos- y 6-dependientes-) serían aquellos que presentan dos de los tres atributos al mismo tiempo y se les atribuiría un grado de importancia moderado. El tercer grupo de *stakeholder* estaría integrado por los denominados *stakeholder* definitivos (7), caracterizados por presentar al mismo tiempo los tres atributos y a los cuales la gerencia asigna un grado de prioridad elevado a la hora de atender sus demandas.

En definitiva, este modelo permite, por una parte, mejorar la eficacia de la gerencia en la atención de múltiples intereses de *stakeholders*, al permitir delimitar un mapa de *stakeholders* y, por otra parte, desarrollar su sensibilidad o conciencia hacia la implicación moral de sus actos en relación a cada uno de ellos (Mitchell *et al.*, 1997).

En resumen, la configuración del mapa de *stakeholders* ofrece una descripción aproximada de las relaciones que mantiene la empresa con sus *stakeholders*, tomando como referencia una lista de los mismos lo más completa y detallada posible a partir de los atributos correspondientes. Este mapa debe mostrar, además, las posibles coaliciones de *stakeholders* derivadas de las interrelaciones que se establecen entre los diferentes grupos. Todo ello, sin olvidar que los *stakeholders* pueden pertenecer a más de un grupo y que a lo largo del tiempo los grupos pueden cambiar de un tipo a otro.

2.2.4.3. Nivel procesal y nivel transaccional

Siguiendo a Freeman (1984), una vez que se ha dado respuesta a las cuestiones relativas a quiénes son los *stakeholders* y cuáles son los intereses que presentan en la organización -nivel racional del enfoque *stakeholder*-, se pasaría al segundo nivel denominado procesal y que consiste en tratar de entender los procesos organizacionales utilizados para gestionar las relaciones que mantiene la empresa con sus *stakeholders*, y comprobar si dichas relaciones encajan dentro del mapa de *stakeholders* configurado

anteriormente. En concreto, Freeman (1984) subraya la necesidad de centrarse en tres tipos de procesos: análisis de la cartera de negocios, análisis de procesos estratégicos y análisis de procesos de explotación del entorno.

Por último, hay que pasar al nivel transaccional, en el cual se trata de entender el conjunto de operaciones y transacciones entre la organización y sus *stakeholders* así como, comprobar si encajan con el mapa de *stakeholders* y los procesos organizacionales gestionados con ellos.

Tras este análisis de los *stakeholders* se debe pasar a tratar de responder a la pregunta de qué se debe hacer, cómo se debe actuar con cada una de estas relaciones, es decir, este análisis es el punto de partida para la elaboración de estrategias genéricas y programas específicos de *stakeholder* con el fin de alcanzar los objetivos planteados por la empresa. Nos encontramos ante la dimensión estratégica del uso instrumental de *stakeholder*. Por último, para darle un rango moral al enfoque *stakeholder* y ofrecer una visión de los *stakeholders* como grupos con valor intrínseco e intereses legítimos, no como meros medios utilizados para alcanzar fines, es necesario introducir una tercera dimensión del enfoque *stakeholder*, la dimensión normativa, que cumple una función básica en la ética de las organizaciones.

Donaldson y Preston (1995) fueron los autores que plantearon la idea de que la metodología *stakeholder* presenta tres dimensiones, diferentes entre sí pero interrelacionadas: descriptiva, instrumental y normativa. A pesar de que estas dimensiones incorporan diferentes tipos de evidencia, argumentos e implicaciones, se apoyan mutuamente. En opinión de estos autores, la justificación última de la teoría *stakeholder* es su base normativa y consideran que tal teoría se apoya en la teoría de los derechos de propiedad. En el siguiente apartado se desarrollan estas tres dimensiones de la Teoría *Stakeholder*.

2.3. PERSPECTIVA DESCRIPTIVA, INSTRUMENTAL Y NORMATIVA

Donaldson y Preston (1995) trataron de clarificar y clasificar las diferentes corrientes de investigación en esta materia estableciendo una taxonomía de tres aspectos de la teoría *stakeholder* sin olvidar que esta teoría trata de explicar y guiar la estructura y operativa de la empresa. Según estos autores existen tres dimensiones desde las cuales se puede enfocar esta teoría que se sustenta en las siguientes cuatro tesis:

1. La primera hipótesis subraya el carácter indiscutiblemente descriptivo de la teoría, la cual presenta un modelo que describe qué es la empresa. “Describe la empresa como una constelación de intereses cooperativos y competitivos que poseen un valor intrínseco. Los aspectos de este modelo pueden ser examinados en función de su exactitud descriptiva: ¿Es este modelo más preciso descriptivamente que sus modelos rivales? Más aún, ¿Ven los participantes, de hecho, la corporación de esta forma? El modelo puede servir también como un marco para testar cualquier demanda empírica, incluyendo predicciones instrumentales, relevantes para el concepto de *stakeholder*” (Donaldson & Preston, 1995, p. 66).

2. La segunda hipótesis afirma que la teoría de *stakeholder* es también instrumental o estratégica. En esta línea “la teoría establece un marco para examinar las relaciones, si las hay, entre la práctica de la gestión *stakeholder* y la consecución de diversos objetivos de la actividad corporativa. El principal foco de interés aquí ha sido la proposición de que las empresas que practican la gestión *stakeholder*, serán, permaneciendo el resto de variables constantes, relativamente exitosas en términos de objetivos convencionales (beneficios, estabilidad, crecimiento, etc.)” (Donaldson & Preston, 1995, p. 67).

3. La tercera hipótesis destaca que, aunque las dos primeras tesis son aspectos significativos de la teoría *stakeholder*, la base fundamental de la misma es normativa, e implica la aceptación de las siguientes dos ideas: “a) *Stakeholder* son personas o grupos que presentan intereses legítimos en aspectos sustanciales y/o procedimentales de la actividad corporativa”. En este sentido, la identificación de los *stakeholders* se realizará en función de los intereses que tengan en la empresa, independientemente de si ésta tiene un interés funcional en ellos. b) “Los intereses de todos los *stakeholders* tienen valor intrínseco” (Donaldson & Preston, 1995, p. 67). En definitiva, cada grupo de *stakeholders* merece consideración por sí mismo y no simplemente por su habilidad para favorecer los intereses de otros grupos, como por ejemplo, los accionistas.

4. La cuarta hipótesis sostiene que la teoría *stakeholder* es gerencial en el sentido más amplio del término. Es decir, el enfoque *stakeholder* no se limita a describir únicamente las situaciones existentes o a predecir relaciones causa-efecto, sino que también recomienda actitudes, estructuras y prácticas que, en conjunto, configuran la gestión *stakeholder*. “La gestión *stakeholder* requiere, como atributo clave, atención

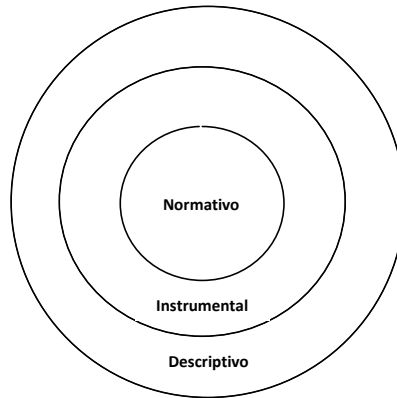
simultáneamente hacia los intereses legítimos de todos los *stakeholders* correspondientes, tanto en el establecimiento de estructuras organizacionales y políticas generales como en la toma de decisiones caso por caso” (Donaldson & Preston, 1995, p. 67). Este requerimiento se mantienen para cualquiera que gestione o esté afectado por las políticas corporativas. Aquí se incluyen además de los gestores profesionales, otros agentes como accionistas o gobierno. Esta teoría no presume que los gestores constituyan el único centro de control y gobierno corporativo. La teoría no dice, en ningún momento, que todos los *stakeholders* debieran estar igualmente implicados en todos los procesos y decisiones.

Las tres primeras hipótesis apuntan a los tres usos que, según estos autores, se puede hacer de la teoría *stakeholder*.

En cuanto al uso descriptivo/empírico, “esta teoría es utilizada para describir y, a veces explicar, determinadas características y comportamientos empresariales” (Donaldson & Preston, 1995, p. 70). Este aspecto descriptivo permite plantear proposiciones con valor explicativo y predictivo. El uso instrumental de la teoría conlleva implícitamente un nexo de unión entre la causa –gestión *stakeholder*- y el efecto –actividad empresarial-, aunque a menudo no explique con precisión tal relación. En opinión de estos autores, el uso normativo, en cambio, pretende interpretar la función e incluso ofrecer una guía sobre las empresas bajo la propiedad de inversores, con base en principios morales y filosóficos. El tipo de análisis también es diferente en cada caso, en concreto, es descriptivo en el primer caso, hipotético en el uso instrumental y categórico en el aspecto normativo.

Desde el punto de vista de estos autores, la influencia e importancia de los tres aspectos que delimitan la teoría *stakeholder* puede representarse del siguiente modo:

Figura 2.3. Tres perspectivas de la Teoría Stakeholder



Fuente: adaptado de Donaldson & Preston (1995, p. 74)

Como se puede apreciar en la figura 2.3., en la parte externa de esta teoría se establece el aspecto descriptivo, que es la que presenta y explica las relaciones observadas. Así mismo, este aspecto permite incluir a todos los afectados en la gestión de la empresa, sus intereses y las posibilidades y canales que tienen para poder expresar sus intereses y expectativas. Sin embargo, la dimensión descriptiva o analítica no permite elaborar prioridades en relación a los *stakeholders* ni establecer líneas de actuación. Así que necesita de las otras dos dimensiones, la instrumental y la normativa, para dar respuesta a la pregunta de qué hay que hacer y cómo hay que actuar. La precisión descriptiva se asienta en el segundo nivel, es decir, en su valor instrumental y prescriptivo. El aspecto normativo se constituye en el centro como el corazón de la teoría. “La precisión descriptiva de la teoría presume la verdad de la concepción central normativa, hasta el punto de que los gerentes y otros agentes actúan como si los intereses de todos los *stakeholders* tuvieran valor intrínseco. A cambio, el reconocimiento de estos últimos valores y obligaciones morales otorgan a la gestión *stakeholder* su base normativa fundamental” (Donaldson & Preston, 1995, p. 74). Estos autores llegan a la conclusión de que estos tres aspectos se apoyan mutuamente y que la base normativa de la teoría es fundamental. Además, en esta teoría subyace la teoría de los derechos de propiedad. De este modo, consideran la teoría *stakeholder* como una teoría gerencial que recomienda actitudes, estructuras, y prácticas, que, tenidas en cuenta de manera conjunta, constituyen una filosofía de gestión de los *stakeholders*.

Aunque algunos autores como Freeman (1999) han criticado la separación de estos tres aspectos en distintas partes, hay que reconocer que la taxonomía de Donaldson y Preston ha tenido una gran influencia en la investigación sobre *stakeholders* desarrollada posteriormente. Otros autores, sin embargo, consideran fundamental la distinción entre las tres diferentes formas a través de las cuales diversas líneas de investigación *stakeholder* están conectadas con la teoría *stakeholder* en sus versiones descriptiva e instrumental (Egels-Zandén & Sandberg, 2010).

Jones (1995) resume estos tres enfoques, descriptivo/empírico, instrumental y normativo, indicando que responden a las siguientes cuestiones: ¿Qué sucede?, ¿Qué ocurre si...? y ¿Qué debería suceder?, respectivamente. Dicho de otro modo, el uso descriptivo/empírico describe qué hacen realmente los gestores en relación a sus relaciones con los *stakeholders*; mientras que una utilización instrumental de la teoría clarifica qué ocurriría si los gestores adoptaran los principios de gestión *stakeholder*. Por último, el uso normativo nos indica qué deberían hacer los gestores en cada caso cuando tratan directamente con los *stakeholders* de la empresa. Este último enfoque se refiere a la propiedad moral del comportamiento de la empresa y/o sus gestores.

Por otra parte, en el ámbito de investigación referido a empresa y sociedad se habían desarrollado diversos modelos –actividad social corporativa (Carroll, 1979), control social de la empresa (Jones, 1983), y *stakeholder* (Freeman, 1984)- que habían intentado presentar un paradigma o marco integrador de diversas materias que giraban en torno a dicha disciplina. En este contexto, Jones (1995) desarrolla el modelo *stakeholder* mediante la propuesta formal de una teoría instrumental de la gestión *stakeholder*. De este modo, ofrece una teoría instrumental de los *stakeholders* basada en una síntesis de los conceptos de *stakeholder*, teoría económica (teoría de agencia, economía de costes de transacción y teoría de la producción en equipo), desde la perspectiva de la ciencia del comportamiento y la ética. Para ello, parte del enfoque instrumental de la teoría *stakeholder* planteada por Donaldson y Preston (1995), según el cual la teoría *stakeholder* establece teóricamente conexiones entre ciertas prácticas y ciertos estados finales. No existe presunción de que tales prácticas tengan como consecuencia tales estados finales o de que éstos últimos sean deseados o buscados. De acuerdo con la teoría instrumental, las proposiciones son hipotéticas, -si X, entonces Y o si tú quieres, entonces haz X-. Desde este enfoque, X no es sino un instrumento para alcanzar Y. Por otra parte, la veracidad o falsedad de la teoría

instrumental tiene una gran importancia desde esta perspectiva, al contrario de lo que tradicionalmente se ha considerado en la filosofía de la literatura científica.

El núcleo de esta teoría subyace en una serie de principios éticos (confianza y cooperación) que pueden tener como resultado una ventaja competitiva. Así, esta teoría tiene como unidad de análisis los contratos o relaciones generados entre la empresa y sus *stakeholders* y considera que las relaciones basadas en la confianza –establecidas entre partes confiadas, es decir, que confían en las demás y partes confiables, es decir, en las cuales se puede confiar– y en el cooperativismo facilitan la resolución de problemas relacionados con el oportunismo¹². Dado que los costes de oportunismo y de prevención o reducción del mismo son significativos, las empresas que establecen contratos con base en confianza y cooperación tendrán una ventaja competitiva respecto a las empresas que no actúan del mismo modo. De esa reducción de costes se beneficiará no sólo la empresa que ha establecido contratos éticos, sino también los *stakeholders* con los que se ha contratado, de manera que los beneficios serán compartidos entre la empresa y sus *stakeholders*. De este modo, Jones echa por tierra la teoría neoclásica de la firma. Establece que el comportamiento basado en la confianza y cooperativismo, no en el oportunismo, dará a la empresa una ventaja competitiva. En este contexto, puede explicarse cómo ciertos comportamientos altruísticos o que en muchos casos son considerados como irracionales, resultan ser productivos, ya que las empresas que se comportan de este modo, no sólo sobreviven, sino que incluso prosperan. Este autor apoya la teoría en nueve proposiciones que pretenden ser ilustrativas de las relaciones indicadas en la misma.

Esta teoría es un ejemplo ilustrativo de la denominada *Convergent Stakeholder Theory* (Jones & Wicks, 1999). Estos autores aplican este término –*Convergent Stakeholder Theory*– a una categoría de teorías, cada una de las cuales presenta una serie de características comunes a todas ellas (Jones & Wicks, 1999, p. 215). Estos autores, partiendo de la idea de que los enfoques de ciencia social y de ética normativa, no pueden ser completas la una sin la otra, proponen una nueva teoría de la organización, la cual integra componentes normativos e instrumentales, siendo explícitamente normativa, demuestra cómo los directivos pueden crear formas de hacer negocios que son al mismo

¹² Jones & Wicks se basan en la definición de confianza propuesta por Hosmer que trata de sintetizar en una única definición de confianza el enfoque de la Teoría organizacional y el enfoque de la ética filosófica: “Confianza es la expectativa de una persona, grupo, o empresa con comportamiento éticamente justificable –esto es, acciones y decisiones moralmente correctas en base al análisis de principios éticos– en otra persona, grupo o empresa durante un intercambio económico conjunto” (Hosmer, 1995, p. 399). En base a esta definición, estos autores aplican el término confianza mutua a aquellas relaciones en las que ambas o todas las partes son al mismo tiempo confiadas –*trusting*– y confiables –*trustworthy*.

tiempo moralmente sensatas y factibles. La cuestión central de esta teoría es ¿Qué tipo de relaciones *stakeholder* son moralmente sensatas y factibles? Esta teoría tiene un componente normativo, ya que tanto los medios empleados como los fines buscados deben ser moralmente sensatos. El componente instrumental se refiere a que la cadena medios-fines debe ser lógicamente convincente, teóricamente coherente, y, a poder ser, empíricamente viable. Siguiendo la clasificación realizada por Weaver y Trevino (1994) sobre posibles relaciones entre el ámbito normativo y empírico de la ética empresarial, esta teoría se puede considerar en el grupo de integración/hibridación de ambos aspectos –los dos componentes pueden ser vistos como elementos de una única teoría e implica combinación consciente de los núcleos de ambas disciplinas- en su forma de reciprocidad teórica –ambas disciplinas están incorporadas al marco explicativo de la teoría-.

A continuación, en la tabla 2.2. se justifica de manera resumida cómo Confianza y Cooperación en las relaciones *stakeholder* corporativas son un ejemplo ilustrativo de la *Convergent Stakeholder Theory*:

Tabla 2.2. Confianza y cooperación en las relaciones stakeholder corporativas: una Teoría Stakeholder Convergente

Características de la Teoría Stakeholder Convergente	Características de Confianza y Cooperación en las Relaciones Stakeholder corporativas
Gerencial –guía u orienta a los directivos-	Máxima o norma que guía el comportamiento de la gerencia: la gerencia debería tratar de crear y mantener las relaciones cooperativas basadas en la confianza mutua con <i>stakeholders</i> corporativos
Básicamente normativa	Núcleo normativo: relaciones caracterizadas por confianza mutua y cooperación son moralmente deseables
Teoría instrumental	Teoría instrumental de apoyo: empresas cuyos directivos establecen y mantienen relaciones cooperativas y de confianza mutua con sus <i>stakeholders</i> adquieren una ventaja competitiva sobre aquellas cuyos gerentes no mantienen tales relaciones.
Unidad de análisis: relaciones (no contratos ni transacciones)	Unidad de análisis: relaciones <i>stakeholder</i> corporativas
Instrumental y normativa al mismo tiempo, ofreciendo estándares de comportamiento y argumentos que vinculados a estos estándares llevan a resultados que son aceptables tanto normativa como factiblemente	Defensa ética del núcleo normativo: confianza y cooperación son moralmente buenas: <ul style="list-style-type: none"> - Perspectiva moral-deontológica (Kant, 1949) - Perspectiva moral basada en la virtud (Aristóteles) - Perspectiva moral-utilitarista (Beauchamp y Childress, 1994; North, 1981 –bien público-; Fukuyama, 1995 –bien social-) - Perspectiva emocional (Baier, 1994)
La cadena instrumental medios-fines está argumentada y demuestra la factibilidad del comportamiento requerido en el núcleo normativo	Argumentos instrumentales en apoyo de la factibilidad de la teoría: Confianza mutua y cooperación aportan valor económico a la empresa (Jones, 1995), son socialmente beneficiosos (Noreen, 1988) y proporcionan una ventaja competitiva (Barney y Hansen, 1994)

Fuente: elaboración propia a partir de Jones & Wicks (1999, p. 215, 218 y 219)

En definitiva, no existe una teoría única de los *stakeholders* sino diferentes perspectivas o enfoques (descriptivo, instrumental y normativo) de la misma. Además, cada enfoque, a su vez, puede encerrar propuestas de diferente tipo. De modo que no se puede hablar de la teoría descriptiva, la teoría instrumental o la teoría normativa, ya que existen más de una dentro de cada enfoque. Freeman considera que no existe un único

núcleo normativo para todas ellas, sino que existen numerosas teorías cada una de ellas con su propio núcleo normativo que ofrece una guía acerca de cómo debería ser gobernada una empresa y cómo deberían actuar sus directivos. Cada núcleo normativo encierra una serie de proposiciones de tipo empresarial y moral y cada autor pone el énfasis en un aspecto diferente: la ecología, la perspectiva feminista, etc...Así, Friedman y Miles (2006) proponen una taxonomía de las diferentes teorías normativas agrupándolas en tres categorías, tal y como se puede apreciar en la tabla 2.2.: a) las que guían sobre cómo deberían ser dirigidas las empresas tratando de beneficiar a sus *stakeholders* con el fin de contribuir a una sociedad más justa; b) las que guían sobre cómo deberían ser las instituciones y las leyes para que las empresas y sus directivos tuvieran un mayor grado de responsabilidad hacia sus *stakeholders*; c) las que guían sobre cómo deberían responder los directivos ante los diferentes intereses de las partes interesadas.

Tabla 2.3. Teorías normativas de Stakeholder

Grado de normatividad	Tipo de teoría		Agencia Relativo al comportamiento ético de:	
			Gerentes	Stakeholders y gerentes
	1.Sociedad justa ideal	1a. Idealizaciones totales	Ecología: <ul style="list-style-type: none"> Clarkson <i>et al.</i> (1994) 	
		1b. Idealizaciones restringidas	Kantian: <ul style="list-style-type: none"> Evan y Freeman (1988) Bowie (1998) Rawlsian: <ul style="list-style-type: none"> Phillips (1997) Freeman (1994, 2004) Bien Común: <ul style="list-style-type: none"> Argandoña (1998) 	Teoría crítica: <ul style="list-style-type: none"> Reed (1999) Teoría Contrato Social <ul style="list-style-type: none"> Donaldson y Dunfee (1999)
	2.Modificar leyes e instituciones	2a. Reflejo del crecimiento de los ideales de la minoría o de la dirección en la que evoluciona la sociedad	Feminista: <ul style="list-style-type: none"> Wicks, Gilbert, and Freeman (1994) Burton and Dunn (1996) 	Postmoderno: <ul style="list-style-type: none"> Calton y Kurland (1995)
		2b.Reflejo legal/institucional en otras sociedades o en el pasado	<ul style="list-style-type: none"> Dodd (1932) Stakeholders como inversores <ul style="list-style-type: none"> Schlossberger (1994) Etzioni (1999) Blair (1998) 	
	3.Respuesta corporativa	3.Identificar hacia quién y qué los gerentes son moralmente responsables teniendo en cuenta el contexto legal e institucional contemporáneo	<ul style="list-style-type: none"> Jones and Wicks (1999) Relaciones fiduciarias: <ul style="list-style-type: none"> Boatright (1994) Goodpaster (1991) Property rights: <ul style="list-style-type: none"> Donaldson y Preston (1995) Aristotelico: <ul style="list-style-type: none"> Wijnberg (2000) 	

Fuente: Friedman & Miles (2006, p. 41)

Por último, existen también enfoques integradores de la teoría *stakeholder*, como la *Convergent Stakeholder Theory* (Jones & Wicks, 1999) o bien la propuesta de González (2001). Esta autora, tras un análisis de las ventajas, inconvenientes y limitaciones del enfoque *stakeholder*, considera que el enfoque *stakeholder* es una teoría inacabada ya que no tiene desarrollado su núcleo normativo. Parte de la idea de que posee una laguna filosófica básica, en el sentido de que nació con un enfoque normativo pero carece de una justificación filosófica que permita distinguir con claridad entre intereses y responsabilidades morales, económicas, sociales o de otro tipo, ni tampoco plantea los principios o criterios morales que deberían guiar la empresa. Por ello, esta autora tras delimitar el concepto de responsabilidad moral de la empresa y realizar una propuesta normativa del enfoque *stakeholder*, ofrece un modelo integral de *stakeholder* donde sus tres usos, descriptivo, instrumental y normativo se proponen integrados.

2.4. PERSPECTIVA ONTOLÓGICA COMO TEORÍA DE FIRMA

Retolaza, San-Jose y Ruiz-Roqueñi (2014) plantean una cuarta perspectiva, denominada “Perspectiva Ontológica de la Teoría *Stakeholder*”, que se centra directamente

en la propia concepción o naturaleza de la empresa. La razón por la cual los autores han adoptado esta denominación, ontológica, es debido a que en la Academia Aristotélica el término Ontología se utiliza para designar la ciencia que estudia la naturaleza de las cosas, por lo que estos autores consideran apropiado llamar a la perspectiva que se va a exponer a continuación perspectiva ontológica de los *stakeholder*, ya que explica adecuadamente la naturaleza de la empresa. Desde esta perspectiva la teoría *stakeholder* permite reinterpretar la Teoría de los Derechos de Propiedad y el propio concepto de participación dentro de la empresa. La perspectiva ontológica supone una nueva forma de entender la empresa que implica una modificación de la naturaleza social de la empresa y de la forma de entender las relaciones entre las diferentes partes integrantes de la misma.

La perspectiva ontológica de la *Stakeholder Theory* considera esta teoría como un nuevo paradigma sobre la esencia (ontología) de la empresa, y consecuentemente de su función en la sociedad (Retolaza *et al.* 2015). Permite responder al menos a estas dos preguntas: ¿qué es una empresa?, ¿cuál es su función en la sociedad? Según esta perspectiva, una empresa se caracterizaría por ser un proyecto en el que un conjunto de *stakeholders* comparten recursos y riesgos para generar valor para sí mismos y para la sociedad a la cual pertenecen (legitimidad social). De lo que se deriva que su función es la de contribuir al bien común del entorno social; y entre sus deberes normativos, además del respeto a las micronormas, macronormas e hipernormas (Donaldson & Dunfee, 1995; 1999), se encuentra la de realizar una distribución equilibrada del valor generado entre el conjunto de *stakeholders* (Moriarty, 2016), atendiendo también a las necesidades e intereses de los no *stakeholders*.

Tradicionalmente ha existido una oposición entre los derechos de los accionistas de una empresa y los derechos de las otras partes interesadas en relación a la apropiación de ganancias (Freeman, 1984)¹³. En la teoría de los *stakeholders* existen dos formas de resolver este conflicto: instrumental y normativa (Donaldson & Preston, 1995). En la solución instrumental la apropiación de las ganancias por parte de los *stakeholders* tiene como resultado una mejora en la percepción de ingresos por parte de los accionistas. De acuerdo con la solución normativa, los derechos de todos los *stakeholders* son inherentes a los propios interesados (valor intrínseco) y, por ello, merecen ser respetados independientemente de los beneficios o perjuicios que pudieran producir a los accionistas.

¹³ La perspectiva de los derechos exclusivos de los *shareholders* tiene sus fundamentos principalmente en las tres principales teorías de la empresa vistas en el capítulo anterior: Teoría de los Derechos de Propiedad, Teoría Contractual, y Teoría de Agencia.

La primera de estas soluciones podría ser vista desde una perspectiva gerencial, mientras que la segunda tiene un enfoque ético. Partiendo de la diferenciación realizada por Donaldson y Preston entre los aspectos instrumental y normativo de la teoría *stakeholder*, otros autores también distinguen como mínimo dos tipos de enfoques para la teoría de *stakeholder* (Berman, Wicks, Kotha & Jones, 1999). Así, el primero de estos enfoques es el instrumental, aplicable en el ámbito de la dirección de la empresa (Freeman, 1984), y el segundo, relativo al “compromiso intrínseco”, se refiere a una original teoría de la firma (Asher, Mahoney & Mahoney, 2005).

Aunque la teoría de los *stakeholder* no implica una oposición entre los *stakeholders* y los *shareholders*, sí que plantea la oposición entre dos formas diferentes de concebir la empresa, una vinculada esencialmente al capital, y la otra vinculada al valor de los activos intangibles. Esta perspectiva ontológica de la teoría *stakeholder* supone una redefinición de la empresa y resalta el “ser” de la misma considerando que es lo que realmente refleja el concepto del significado de la empresa (Retolaza *et al.*, 2014). Se refiere a la esencia o al núcleo del concepto de empresa, alejándose de las perspectivas instrumental y normativa, ya que no se refiere a qué hace la empresa si... (perspectiva instrumental) o qué debería hacer la empresa (perspectiva normativa), sino a lo que es realmente la empresa (perspectiva ontológica). De esta última perspectiva se derivan las dos anteriores.

Desde la perspectiva ontológica y teniendo en cuenta la nueva realidad empresarial del siglo XXI, el nuevo concepto de propiedad empresarial no se vincula exclusivamente a la aportación de capital, sino a la aportación de recursos para la generación de valor. En las empresas modernas se observa una reducción paulatina del valor aportado por el capital, acompañado de un riesgo que cada vez con más frecuencia es compartido por todos los *stakeholders*. En definitiva, actualmente los *stakeholders* participan en la aportación de valor de la empresa y en la asunción de riesgos. En ese contexto, no es legítimo que la participación en el gobierno de la empresa sea exclusiva de los *shareholders* (Retolaza & San-Jose, 2012).

Desde la perspectiva ontológica se presenta un modelo de gestión que toma como punto de partida no un mapa basado en los roles de los *stakeholders*, sino en los intereses de los mismos. La razón de plantear un mapa de *stakeholders* alternativo estriba en que aunque el sugerido tradicionalmente es mucho más lógico y fácil de crear, es imposible de aplicar en la gestión estratégica de la empresa. Esta falta de aplicabilidad del mapa basado en roles es el que ha llevado a los autores a replantearse tal mapa hasta llegar a configurar otro que ofrece una serie de ventajas comparativas y va a permitir gestionar para todos los *stakeholder* desde un punto de vista de aplicación real. Esta perspectiva ontológica de la teoría *stakeholder* tiene en cuenta tres características que son esenciales para su desarrollo (Retolaza *et al.*, 2014, p. 29):

1. “Desde una perspectiva centrada en el accionista o aproximación fija a un nivel epistemológico basado en el fenómeno, dentro del ámbito de la gestión empresarial centrado en el ser de la empresa.
2. Desde un concepto de valor entendido exclusivamente en términos económicos, a un concepto antropológico, integrando no sólo las necesidades materiales, sino también las esencialmente humanas (recreacionales, sociales, sensuales,...).
3. Desde una lógica deductiva, basada en el rol de los *stakeholders*, a una lógica inductiva que agrupa los *stakeholders* en función de sus intereses específicos”.

En la tabla 2.4. se resumen las características anteriormente citadas.

Tabla 2.4. Perspectiva ontológica de la Teoría Stakeholder. De una antigua a una nueva aproximación

NIVEL	NUEVA APROXIMACIÓN	EXPLICACIÓN	ANTIGUA APROXIMACIÓN
EPISTEMOLÓGICO	FENOMENOLÓGICA	LA APROXIMACIÓN HACIA LA COMPRENSIÓN DE LA REALIDAD SE HA REALIZADO DESDE LA PERSPECTIVA	FIXISTA/FIJA
AXIOLÓGICO	ANTROPOLÓGICA	DEFINIDO POR EL VALOR DE UN MODO INTEGRAL, DEPENDE DE LAS NECESIDADES DE LAS PERSONAS QUE TRATA DE SATISFACER: ECONOMICA, MOTIVACIONAL, EMOCIONAL,...	MONETARIA
METODOLÓGICO	INDUCTIVA	LOS DATOS SON OBTENIDOS MEDIANTE CONTRASTE EMPÍRICO, EN LUGAR DE	DEDUCTIVA

↓

MODELO DE GESTIÓN	INTERESES	PARTE DE LA IDENTIFICACIÓN DE LOS INTERESES REALES CONTINUA CON LA AGRUPACIÓN POSTERIOR, EN LUGAR DE ASUMIR EL MAPA DE INTERESES BASADO EN ROLES.	ROLES
--------------------------	-----------	---	-------

NIVEL	NUEVA APROXIMACIÓN	EXPLICACIÓN	ANTIGUA APROXIMACIÓN
EPISTEMOLÓGICO	FENOMENOLÓGICA	LA APROXIMACIÓN HACIA LA COMPRENSIÓN DE LA REALIDAD SE HA REALIZADO DESDE LA PERSPECTIVA	FIXISTA/FIJA
AXIOLÓGICO	ANTROPOLÓGICA	DEFINIDO POR EL VALOR DE UN MODO INTEGRAL, DEPENDE DE LAS NECESIDADES DE LAS PERSONAS QUE TRATA DE SATISFACER: ECONOMICA, MOTIVACIONAL, EMOCIONAL,...	MONETARIA
METODOLÓGICO	INDUCTIVA	LOS DATOS SON OBTENIDOS MEDIANTE CONTRASTE EMPÍRICO, EN LUGAR DE	DEDUCTIVA

↓

MODELO DE GESTIÓN	INTERESES	PARTE DE LA IDENTIFICACIÓN DE LOS INTERESES REALES CONTINUA CON LA AGRUPACIÓN POSTERIOR, EN LUGAR DE ASUMIR EL MAPA DE INTERESES BASADO EN ROLES.	ROLES
--------------------------	-----------	---	-------

Fuente: Retolaza et al. (2014, p. 29)

En cuanto a la perspectiva fenomenológica de la teoría stakeholder en el nivel epistemológico, tras haber aceptado la idea de que los stakeholders además de generar valor, asumen riesgos, y que como consecuencia de ello tienen derecho a que la empresa

se plantee como objetivo la satisfacción de sus intereses, se presentan dos nuevos problemas: ¿tienen derecho los *stakeholders* a participar en la gobernanza de la empresa? ¿a quiénes hay que considerar como *stakeholder*? En relación a la primera cuestión, según estos autores: “la clave reside en si son simplemente receptores de dicho valor, o son agentes del mismo a través de la participación en el gobierno corporativo. Dicha participación se puede considerar como la navaja de Ockham en cuanto a la aceptación de los derechos de los *stakeholders* se refiere” (Retolaza, San-Jose & Ruiz-Roqueñi, 2010, p. 390; Moriarty, 2016). Respecto a la segunda cuestión, existen diversas interpretaciones en función de si se aplica una definición más estricta o más amplia de grupos de interés. Para llevar a cabo tal identificación hace falta delimitar factores y procesos que hacen posible incluir a un mayor número de beneficiarios *stakeholder*, promoviendo al mismo tiempo su participación en el gobierno de la empresa (Retolaza *et al.*, 2014).

La perspectiva antropológica del valor se refiere a la satisfacción de intereses variados y personales.

La literatura clásica ha identificado la creación de valor con generación de rentas. Sin embargo, la cuantificación monetaria de las rentas limita la producción de valor, convirtiendo éste en un bien limitado. La distribución de las rentas derivadas de un bien limitado y deseable genera conflictos por la apropiación de dichas rentas entre los agentes implicados: accionistas, trabajadores, clientes, etc. Algunos autores (Porter, 1985; Mintzberg, 1983) consideran que la distribución final de tales rentas se llevará a cabo en función de las relaciones de poder establecidas entre las partes implicadas, obteniéndose como resultado final una situación de eficiencia óptima derivada de la resolución de dicho conflicto.

Si tomamos como punto de partida la existencia real de conflictos por la apropiación de las rentas, la teoría de los *stakeholders* plantea dos postulados (Retolaza *et al.*, 2014):

a) El valor producido no se equipara con la renta, sino con la satisfacción de intereses. Este postulado se enfrenta a la concepción fixista (fija) del valor que lo identifica con dinero y aborda el problema desde un punto de vista fenomenológico. De este modo, el valor se define en función de la importancia dada por la persona receptora; en el caso de bienes materiales es fácil otorgar un valor monetario a los mismos, mientras que en el caso

de bienes inmateriales, al no existir un estándar de transformación a valor monetario, tal y como existe en la recepción de bienes materiales, el valor es el atribuido por el receptor independientemente del valor atribuido por otras personas y del valor de producción. Por lo tanto, se trata de un valor subjetivo.

b) Interacción entre los *stakeholders* en la creación de valor, de manera que cada parte busca el interés de la otra, generando un flujo de valor ilimitado, muy superior al valor monetario de la relación contractual de las partes. En este sentido, según las teorías clásicas de la motivación (Maslow, 1943; Herzberg, 1976), la escala de valor atribuido a los bienes que satisfagan los intereses del individuo es muy amplia, disminuyendo la valoración otorgada a los bienes materiales e incrementándose, al mismo tiempo la atribuida a bienes o satisfacciones de tipo inmaterial, en la medida en que se van satisfaciendo las necesidades e intereses de tipo material. Desde esta perspectiva, la generación de valor presenta un potencial ilimitado.

La generación de valor, además de tener un potencial ilimitado, si se produce entre varios *stakeholders* puede ser aditiva en lugar de sustractiva. Para ilustrar esta afirmación Retolaza *et al.* (2010) presentan el siguiente ejemplo real: un cocinero de renombre regala un libro con recetas propias a una clienta, este acto podría resultar conflictivo en cuanto a la apropiación de rentas se refiere, por lo que el regalo del libro sólo estaría justificado si la reacción posterior del cliente hacia el cocinero generara un flujo monetario positivo igual o mayor al coste del libro. Sin embargo, desde un enfoque más amplio del valor entendido como satisfacción del interés del individuo, probablemente la satisfacción del cocinero al regalar su libro sea muy superior al coste material del mismo, y la satisfacción de la clienta al recibirlo también supere ampliamente lo que podría adquirir con el valor monetario equivalente al coste. Este acontecimiento ha impulsado la organización de cursos de cocina en la embajada americana en España. De modo que lo que inicialmente surgió como una iniciativa del cocinero para que la clienta recibiera un mayor valor en su establecimiento, ha derivado a través de proceso de generación continua de valor en una relación de mutuo reconocimiento y en la generación de una nueva actividad generadora de nuevo valor, tanto tangible como intangible.

En palabras de estos autores (Retolaza *et al.*, p. 31): “Cuando hacemos referencia a la satisfacción de interés de los *stakeholders*, la consideración fenomenológica del concepto

de valor genera una nueva perspectiva que permite trascender el conflicto por la apropiación, ya que al tratarse de una generación ilimitada de valor puede haber una apropiación complementaria no conflictiva”.

En cuanto a la perspectiva inductiva de los intereses, ésta nos lleva de la agrupación por roles a la agrupación por intereses comunes.

Actualmente, el principal problema de la Teoría *Stakeholder* es su falta de aplicabilidad (Agle *et al.*, 2008). A pesar de diversos intentos por parte de algunos autores (Freeman, Harrison, & Wicks, 2007) por reforzar este punto débil de dicha Teoría, no se ha conseguido que en la realidad las empresas apliquen esta teoría desde un punto de vista práctico. La razón de esta falta de aplicabilidad es debido a la forma en la que se ha desarrollado la propia teoría. En concreto, el planteamiento inicial de la Teoría *Stakeholder* se ha justificado de manera que se ha formulado la teoría aplicando un método deductivo. Partiendo de la orientación clásica de la empresa hacia los accionistas, se ha considerado adecuado ampliar los grupos de interés al resto de *stakeholders*, sin plantearse una reinterpretación de su naturaleza. En definitiva, los grupos de interés se han venido definiendo en función del rol desempeñado por el grupo en la empresa, suponiendo que los individuos que constituyen el grupo desempeñan la misma función en la empresa y tienen los mismos intereses.

Sin embargo, la realidad empresarial muestra que dentro de un mismo grupo de *stakeholders* existen intereses diversos e incluso contrapuestos que pueden generar conflictos *intrastakeholder*.

Aunque la *Stakeholder Theory* reconoce la diversidad de intereses el proceso deductivo seguido impide resolver el problema real. Subdividir un grupo de *stakeholders* en función de los diversos intereses que surjan en el seno del mismo, puede conllevar a una segunda y posteriores subdivisiones, hasta llegar a una regresión indefinida que, aun siendo posible tal subdivisión en el caso de pequeñas empresas con pocos individuos, podría convertirse en infinita en el caso de grandes empresas y, por tanto, inviable. (Retolaza *et al.*, 2009).

Como alternativa a este planteamiento deductivo, estos autores proponen una perspectiva inductiva de identificación de los intereses de los *stakeholders*, considerando que estos intereses no se definen en función de su rol, sino como

agrupación de los intereses reales individuales (*stake-person*). Por lo tanto, desde esta perspectiva el primer paso consistiría en identificar los intereses particulares de cada persona, para a continuación agruparlos en grupos de interés reales (*stake-clusters*).

La agrupación de los *stakeholders* en función de sus intereses reales y del rol tiene una serie de ventajas en la gestión estratégica, independientemente del tipo de proceso seguido, inductivo o deductivo:

1. Facilita la alineación de intereses y objetivos, reduciendo conflictos entre diferentes grupos de interés, así como en los costes de transacción asociados a los mismos.

2. En el caso de empresas con una alineación relativa de intereses, el número de *stakeholders* relevantes se reducirá, lo cual hace más sencillo la satisfacción de los intereses. En empresas que no cuentan con una alineación de los intereses, en cambio, el número de grupos de interés nunca será más elevado que el obtenido con la metodología clásica.

3. La formulación de los grupos en torno a los intereses reales permite que se conviertan en intereses reales de los objetivos corporativos. De este modo, se incorporan a la metodología del *management* y ello permite que se supere la dualidad que actualmente se produce entre los objetivos de la empresa, tradicionalmente referidos a beneficios y orientados a satisfacer los intereses de los *stakeholders*, normalmente vinculados a un plan o proyecto, pero no al interés principal de la empresa denominado por Retolaza & San-Jose (2012) interés “cuore”.

4. El incremento en la satisfacción conlleva, en la mayoría de los casos, una mayor contribución de valor por su parte, que redundará, a su vez, en la generación de más valor por parte la empresa.

El desarrollo de una metodología que permita la identificación, agrupación y posterior incorporación de los intereses a los sistemas de gestión de la empresa es un reto pendiente en la aplicabilidad de la Teoría *Stakeholder*.

La perspectiva inductiva en la aplicabilidad de la Teoría *Stakeholder* contribuye a la resolución del problema de ingobernanza planteado por Jensen (2002; 2008), y en especial al planteamiento multifiduciario de la misma. De acuerdo con este autor la Teoría Multifiduciaria, y en paralelo la perspectiva ontológica, resulta incompatible con

el gobierno de la empresa. Dado que existen un conjunto de principales con intereses divergentes y contrapuestos, el agente se convierte en árbitro tratando de satisfacer los intereses, con lo cual el principal pierde el control sobre el agente, ya que éste no debe responder de sus actuaciones ante ningún *stakeholder* concreto. En la práctica el agente se convierte en principal, no de derecho sino de hecho; y sus actuaciones resultan incontrolables (Retolaza *et al.*, 2010).

Sin embargo, según estos autores, “si el modelo inductivo permite desarrollar una metodología de identificación y agrupamiento de intereses que facilite su objetivación e inclusión en los objetivos del plan de gestión anual, esto significaría que se posibilita el control de la actuación del agente en relación con la satisfacción de dichos intereses, independientemente de que el control lo ejerzan únicamente los *shareholders* o el conjunto de *stakeholders*” (Retolaza *et al.*, 2014, p. 32).

2.5. GESTIONANDO PARA LOS STAKEHOLDERS

2.5.1. Cambios en los negocios del Siglo XXI

El modelo de gestión de empresa tradicional imperante en el siglo pasado, el capitalismo gerencial o managerial view, centrado en los accionistas y con el objetivo empresarial de maximizar la creación de valor para los mismos ha quedado desfasado como consecuencia de los cambios que ha traído consigo el siglo XXI. Estos cambios se enmarcan en tres dimensiones, que quedan fuera del citado modelo tradicional y son las siguientes:

1 La suma de cuatro cambios externos a la empresa que han dado lugar al incremento en el nivel de complejidad e incertidumbre del escenario económico: liberalización de los mercados, liberalización de las instituciones políticas, la aparición del ecologismo y de otros valores sociales, la explosión de las tecnologías de información.

2 Cambios básicos en las relaciones críticas con clientes (mayores exigencias de calidad y rapidez de servicio), proveedores (dentro del ámbito de la responsabilidad de la gerencia), empleados (falta de estabilidad en el puesto de trabajo), financieros (contexto marcado por el escepticismo y la falta de confianza) y comunidades (mayor empoderamiento gracias a la desaparición de barreras geográficas unido a la aparición de nuevas tecnologías de información) que definen un negocio.

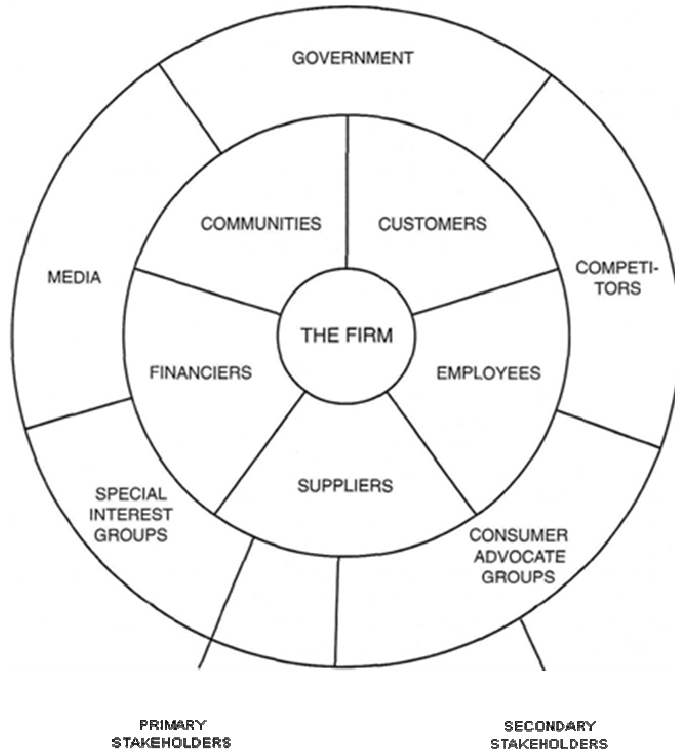
3 La aparición de nuevos actores relevantes para el negocio: gobierno (mayor función regularizadora a nivel internacional), competidores internacionales, defensores de los consumidores (mayor atención a las sugerencias y reclamaciones de los clientes), ambientalistas (cambios como los climatológicos han empujado a ciertas empresas a ser más “verdes”, además de rentables), grupos de intereses especiales (ONG) y medios de comunicación.

2.5.2. Visión general del enfoque *Managing for Stakeholders*

Los cambios sin precedentes que se han dado en los últimos años, sumado al proceso de globalización y las tecnologías de información dominantes, hacen necesario reflexionar sobre una nueva forma de concebir la empresa. Por esta razón, en el año 2007 Freeman, Harrison y Wicks publican la obra *Managing for Stakeholders* en la que plantean una nueva visión de la empresa.

La idea es entender los negocios como una serie de relaciones entre los grupos de interés (externos e internos a la empresa) en las actividades del negocio, los cuales pueden contribuir a la creación de valor, mediante un acuerdo sostenible a lo largo del tiempo. Esto asegura que las empresas hoy en día puedan esperar un éxito a largo plazo, independientemente del equipo directivo particular que tenga la empresa. Para ello, se debe concebir el negocio como una institución en donde los *stakeholders* interactúan, siendo la empresa el vehículo y motor de estas interacciones; se deben considerar los intereses de todos ellos, de manera conjunta, a lo largo del tiempo. Para servirles a todos ellos, se requiere disciplina, visión y un liderazgo comprometido (Freeman *et al.*, 2007).

Figura 2.4. Mapa de stakeholders básico de dos niveles



Fuente: Freeman (2007, p. 7)

La figura 2.4 muestra un diagrama general que sugiere que la gestión orientada hacia los *stakeholders* es una teoría referida a la gestión y a los negocios, por ello los gestores y empresas están en el centro del mismo. Sin embargo, conviene aclarar que las empresas no tienen por qué estar siempre en el centro del diagrama, sino que existen múltiples variantes en las que podría situarse, por ejemplo, los clientes en el centro, como señal de que la empresa pone la prioridad en este grupo. Otra posibilidad podría ser situar a los trabajadores en el centro y vincularlos clientes y accionistas.

Cuando se comienza a pensar en la empresa como proceso de creación de valor para los *stakeholders*, es inevitable empezar a ver dicho proceso íntimamente ligado a la ética y los valores, lo cual será un instrumento válido para cambiar la manera de concebir los negocios hoy en día. Ética y valores son el centro de la denominada Gestión orientada a los *stakeholders*, ya que al principio del proceso los ejecutivos deben aclarar quiénes son los *stakeholders* para quienes están creando valor.

Es necesario considerar esta nueva forma de gestionar conocida como “gestión orientada a los *stakeholders*” dentro del ámbito de la estrategia empresarial, de modo que se gestione la creación de valor a lo largo de toda la cadena de suministro. Dicha estrategia se apoya en cuatro vértices (Freeman *et al.*, 2007):

1. La empresa debe tener un propósito claro que sea interiorizado y llegue al corazón de los *stakeholders* para que permita mantener unidos en una misma dirección los intereses de los mismos.
2. Debe existir una razón para mantener una relación continua entre los *stakeholders* y el negocio, construyendo compromiso a lo largo del tiempo.
3. La empresa debe reconocer que las expectativas de la sociedad son claves en el proceso de creación de valor para los *stakeholders*.
4. La ejecución de la estrategia exige un espíritu de liderazgo ético.

La generación de estrategias empresariales con respecto a los *stakeholders* implica, además de una comprensión conceptual de las interrelaciones con los *stakeholders*, el desarrollo de unas habilidades para poder responder a cada una de esas relaciones e intereses de los *stakeholders*. A continuación, la empresa deberá tomar decisiones acerca de las estrategias que adoptará con cada uno de ellos. Freeman *et al.* (2007) proponen un modelo de generación de estrategias empresariales basándose en el desarrollado por Savage, Nix, Whitehead y Blair (1991). De acuerdo con Freeman los altos ejecutivos deben tener en cuenta el comportamiento actual de cada grupo de *stakeholder*, así como su potencial de cooperación o apoyo a la empresa en su tarea de consecución del propósito de la misma y, por último, su potencial de amenaza u obstaculización para la consecución de tal propósito. Sin embargo, no solamente hay que atender las necesidades de los *stakeholders* de uno en uno sino que también el ejecutivo debe buscar estrategias de integración entre los diferentes *stakeholders*. En este sentido, la empresa debe formular estrategias y programas para satisfacer a múltiples grupos de interés simultáneamente. A la hora de tratar con los *stakeholders* en la gestión diaria, existen cuatro posturas estratégicas: a) ignorar algún *stakeholder*; b) estrategia de relaciones públicas; que es similar al enfoque de marketing, pero que en muchos casos crea escepticismo; c) enfoque de compromiso de negociación implícita, según el cual la gerencia tiene en cuenta en la formulación de estrategias a los *stakeholders* pero no mantienen un contacto directo con ellos; d) enfoque

de compromiso *stakeholder* (*stakeholder engagement*), por el cual los ejecutivos mantienen un contacto directo y fluido con los *stakeholders*. Sin embargo, esta última postura estratégica de contacto directo basado en la negociación y comunicación continua requiere mucho tiempo y una gran cantidad de intercambio de ideas y posturas. Hoy en día; es indispensable la existencia de una fluidez en las relaciones con los *stakeholders*, y de una visión distinta de liderazgo (Freeman *et al.*, 2007).

El denominado líder ético se diferencia del líder amoral (centrado únicamente en obtener resultados) y del líder basado en valores (centrado en “hacer lo correcto”), en que representa un liderazgo comprometido con todos los temas complejos presentes en una sociedad multicultural. Esto requiere curiosidad, humildad y una férrea determinación para lograr resultados. Además, debe ser capaz de poner los medios adecuados para conseguir que cada *stakeholder* mejore y que, a su vez, mejoren las compensaciones entre *stakeholders*. Los líderes éticos deben tener claro lo que representan, y deben tomar parte además en debates sociales en donde se discuta cómo las empresas pueden mejorar la sociedad.

2.5.3 El marco básico

El éxito de la empresa viene determinado por la creación de valor para todos los grupos de *stakeholders* y por la satisfacción continua de sus intereses a lo largo del tiempo. Los gerentes o empresarios deben llegar a un acuerdo o contrato, de modo que los clientes, empleados, proveedores, financieros, y las comunidades compartan de forma conjunta el valor creado. Los diez principios rectores del marco básico cuando se gestiona para los *stakeholders* son los siguientes (Freeman *et al.*, 2007):

1. Intereses de los *stakeholders* van de la mano con el tiempo.
2. Búsqueda de soluciones a los problemas que satisfagan las múltiples partes interesadas simultáneamente.
3. Toda actuación gerencial sirve a las partes interesadas.
4. Actuación gerencial con el propósito de cumplir con su compromiso con las partes interesadas (*stakeholders*).
5. Filosofía de voluntarismo, para participar activamente con los interesados.

6. Intensa comunicación y diálogo con todas las partes interesadas, no sólo con aquellos que son afines.
7. Los *stakeholders* son personas reales con nombres, caras e hijos.
8. Hay que generalizar el enfoque de marketing.
9. Compromiso gerencial con los *stakeholders*, tanto primarios como secundarios.
10. Controlar constantemente y rediseñar los procesos para hacerlos más eficientes a los grupos de *stakeholders*.

Además hay que tener en cuenta tres niveles en el pensamiento acerca de los negocios. 1) la gestión de los interesados debe tener sentido para el negocio como un todo. Identificar quiénes son los principales *stakeholder* para cada negocio, y cuáles son sus intereses. 2) entender el negocio y la gestión de procesos utilizada para gestionar las relaciones con los principales *stakeholders*. 3) entender las interacciones diarias y operacionales con los *stakeholders*.

Los grupos de *stakeholders* buscan generar valor en todas sus transacciones con la empresa y con el resto de las partes interesadas. La pregunta clave de la gerencia es la siguiente ¿a quiénes representamos, y cómo podemos crear valor para cada uno de nuestros grupos de interés? El pensamiento estratégico tiene que tener en cuenta a cada uno de los *stakeholders*, sin perder de vista a la empresa como un todo.

2.5.4. Stakeholders, propósitos y valores

El primer paso a dar dentro del proceso estratégico empresarial es establecer su propósito, ya que, además de servir de guía y describir la “razón de ser y actuar” de la empresa, tal y como se ha explicado anteriormente, si la gerencia consigue que los *stakeholders* se identifiquen y hagan suyo tal propósito, será más fácil alinear los intereses de los *stakeholders* en el tiempo. El objetivo tradicional de maximizar el valor para los accionistas es legítimo, pero ya no es considerado como único. Por ello, la estrategia de la empresa posee cuatro componentes: propósitos y valores, *stakeholders* y principios, contexto social y responsabilidad, y el liderazgo ético. Éste último engloba los tres vértices anteriores (Freeman *et al.*, 2007).

1. Propósitos y valores creados por la empresa, que guían la actuación de la empresa frente a los clientes y los demás grupos de interés.
2. *Stakeholders* y principios que mantengan sólidos lazos entre los grupos de interés.
3. Contexto social y responsabilidad: la credibilidad de los valores de la empresa peligraría si es que su actuar se contraponen a la dirección del contexto social.

2.5.5. Estrategias en la gestión diaria orientada a los *stakeholders*

A continuación se resumen las siete técnicas que permiten crear valor para los *stakeholders* en el día a día:

1. Evaluación de los *stakeholders* a través de un proceso que consta de cuatro tareas principales:
 - Indicar la misión corporativa.
 - Identificar los intereses de los *stakeholders*.
 - Identificar las estrategias de las empresas para los *stakeholders*.
 - Validación de la información procedente de los *stakeholder*.
2. Análisis del comportamiento de los *stakeholders* en sus tres aspectos: real u observado, potencial de cooperación y amenaza competitiva.
3. Comprender a los *stakeholders* en profundidad.
4. Evaluar las estrategias particulares de los *stakeholders* tras clasificar los *stakeholders* con base en el potencial de cooperación (alto o bajo) y al grado de amenaza al negocio (alto u bajo). Esta clasificación da lugar a por lo menos cuatro combinaciones de éstas.
5. Desarrollar estrategias específicas para los *stakeholders* distinguiéndose las siguientes: creación de valor por cambio de las reglas, estrategias inofensivas, estrategias con tácticas defensivas o estrategias de retención.

6. Crear nuevas formas de interacción con los stakeholders además de las típicas como son las siguientes: ignorarlos, enfoque en las relaciones públicas, negociación implícita y participación y, diálogo y negociación. Siendo la última la que crea mayor valor, puesto que existe una comunicación constante con los stakeholders.

7. Desarrollar estrategias de integración de creación de valor ya que las estrategias individuales para los stakeholders, no garantizan que se siga una dirección única como empresa.

2.5.6. Liderazgo y gestión orientada a los stakeholders

La gestión orientada a los *stakeholders* requiere de un tipo de liderazgo que sitúe la ética y los valores al mismo nivel de importancia que la función de líder. Esto conlleva la necesidad de una nueva revisión de la función de líder y plantear los principios del liderazgo ético.

Un líder no debe olvidar que es al mismo tiempo un miembro de su propia organización y de sus grupos de interés. Por ello, sus actuaciones, objetivos, e interacciones deben buscar el beneficio de todos los grupos de *stakeholders*. Un líder encarna el propósito y los valores de la empresa y de sus participantes desde la asunción de los ideales éticos. Relaciona el propósito de la empresa con la sociedad y conecta los objetivos de la empresa con los de las personas internas y externas a la misma. Un líder interioriza ciertos valores y principios éticos que son útiles en determinados ámbitos y usa la imaginación con talante moral para tomar difíciles decisiones que traspasan los límites de esas esferas. Un líder no entiende el liderazgo sin ética, sino más bien piensa en términos de consecuencias, principios y derechos, asumiendo la responsabilidad de los efectos de sus acciones sobre los demás.

Actualmente el mundo de los negocios ha perdido la confianza del público. Mediante la gestión de grupos de interés se puede recuperar este recurso vital y dejar a las generaciones futuras una visión de negocio que sitúe la creación de valor para las partes interesadas en el centro de la empresa. Con confianza, las empresas contribuirán a aliviar el sufrimiento de las personas, a ayudar a los países subdesarrollados, a la creación de productos y servicios que hacen que mejore la calidad de vida de la sociedad, y a la creación de valor económico para los accionistas.

2.5.7. Creación de valor y gestión orientada a los *stakeholders*

En palabras de Freeman “la idea clave acerca del capitalismo es que el empresario o directivo crea valor capturando el carácter conjunto de los intereses de los *stakeholders*. Es verdad que, a veces, esos intereses entran en conflicto, pero a lo largo del tiempo deben orientarse en la misma dirección”(Freeman en Agle *et al.*, 2008, p. 165).

Existen varios enfoques acerca de la gestión orientada a los *stakeholders* ya que esta gestión puede estar orientada hacia los *stakeholders* en general (Freeman, 2008; Freeman *et al.*, 2007; Harrison *et al.*, 2010), u orientada a crear valor para todos los *stakeholders* (Post *et al.*, 2002), o incluso orientada a crear el mayor valor posible para todos los *stakeholders* o para algún grupo de *stakeholders*, como los clientes o los trabajadores.

La teoría de los *stakeholders* ha sido ampliamente aceptada ya que supone superar el punto de vista limitado que pone como único objetivo de la empresa la maximización del valor económico para los accionistas (Freeman en Agle *et al.*, 2008). La consideración de la creación de valor para todos los *stakeholders* como fin de la empresa permite ampliar el ámbito de gestión de la empresa, acercándolo a una situación económica óptima más realista, generando nuevas capacidades de creación cooperativa de valor y superando algunos conflictos. Argandoña (2011b) propone una ampliación del punto de vista de la teoría de los *stakeholders*: “si en la empresa no se crea un solo tipo de valor, sino varios, es posible encontrar mejores vías para una creación sostenida de valores, económicos y no económicos, de modo que todos los *stakeholders* que participan en la creación de esos valores, participen también en su disfrute, aunque de maneras diferentes y cambiantes en el tiempo, de modo que se garantice el óptimo económico (criterio de eficiencia) y se consiga una mejor gestión de la empresa” (Argandoña, 2011b, p. 10).

Desde la perspectiva *stakeholder*, se puede considerar a la empresa como un conjunto de relaciones entre grupos que tienen interés en las diferentes actividades que desarrolla la misma (Freeman, 1984; Jones, 1995). Es una forma de comprender cómo interactúan los diversos *stakeholders* -clientes, proveedores, empleados, entidades financieras (accionistas, tenedores de bonos, bancos, etc.) comunidades, y gestores- con el objeto de crear e intercambiar valor de manera conjunta. La manera de entender y conocer un negocio es sabiendo cómo se desarrollan estas relaciones y de qué manera van cambiando a lo largo del tiempo. Una de las funciones del ejecutivo es gestionar y moldear

estas relaciones con el fin de crear el mayor valor posible para los *stakeholders* y gestionar la distribución de ese valor (Freeman, 1984). Teniendo en cuenta que a menudo los intereses de los *stakeholders* entran en conflicto, cuando esto ocurre, el gestor debe repensar el problema que causa dichos conflictos, buscar una solución que permita satisfacer al mismo tiempo los intereses enfrentados y así evitar la confrontación entre las necesidades de un amplio grupo de interesados. En la medida en que esto se consigue, se crea aún más valor para cada grupo de *stakeholder* (Freeman, 2010). En el caso de que haya que realizar compensaciones entre los grupos de interés, los gestores deben encontrar la manera de hacerlas, y luego trabajar en la mejora de las compensaciones para todos (Freeman *et al.*, 2007). Sin embargo, gestionar para los *stakeholders* se refiere a crear cuanto mayor valor sea posible para los *stakeholders*, sin recurrir a compensaciones (Freeman *et al.*, 2010, p. 28)

En este sentido, Freeman (2010) considera que una idea central de la teoría *stakeholder* es la unión de los intereses de los *stakeholders*. Gestionar para los *stakeholders* requiere ver los *stakeholders* como si estuvieran “atados o vinculados todos juntos por la unión de sus intereses (*bound together by the jointness of their interests*)” (Freeman, 2010, p. 7). Partiendo de esta idea, se espera de los ejecutivos que velen por la salud de toda la empresa orientando los diversos intereses en la misma dirección, y manteniéndolos en equilibrio y armonía. Teóricamente en este punto de equilibrio se alcanza el uso más eficiente de recursos. Esta situación sería la ideal pero en la práctica es muy difícil atender y satisfacer al mismo tiempo múltiples necesidades de manera que todos salgan ganando. Así, Ventakataraman (2002) en el ámbito del proceso de emprendimiento considera que cuando los intereses de un grupo de *stakeholders* no se satisfacen, el grupo o bien abandona la empresa en busca de otra red que satisfaga sus intereses o bien integran una alianza de emprendizaje en busca de una vía mejor. Es en este punto donde se crea una confusión entre si la mejor manera de resolver el problema es la compensación o la creación de valor. Desde el punto de vista de la gestión, si se opta por buscar compensaciones entre *stakeholders*, lo que se crearán son simplemente compensaciones, pero nunca se llegará al punto ideal de interés unificado para todos los *stakeholders*. Esto no quiere decir que no haya momentos en que haya que beneficiar a algunos *stakeholders* en perjuicio de otros, pero si esto ocurre muy a menudo, los *stakeholders* actuarán de una forma similar a la descrita anteriormente por Ventakataraman. Una empresa que constantemente realiza compensaciones entre un grupo de *stakeholders* y otro, está

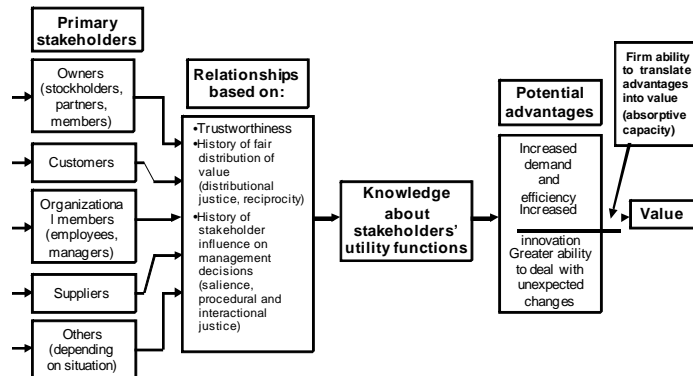
abocada finalmente al conflicto y al fracaso (Freeman *et al.*, 2007, p. 10). Freeman (2010) subraya tres aspectos en relación a este dilema “*trade off* vs creación de valor”: a) Ningún *stakeholder* está sólo en el proceso de creación de valor; de hecho, los intereses de los *stakeholders* están unidos inherentemente, aunque resulta muy difícil verlos unidos en lugar de enfrentados. No es fácil tampoco intentar satisfacer los intereses de todos los *stakeholders*, siendo la alternativa más fácil la compensación de unos intereses con otros. Sin embargo, es mejor que el ejecutivo o gestor trate de repensar el problema e intentar encontrar una solución que permita satisfacer todos los intereses. Es la manera de conseguir resultados a largo plazo. b) La principal responsabilidad del ejecutivo es crear cuanto mayor valor sea posible para los *stakeholders*. Ello exige que el ejecutivo, ante intereses enfrentados, se vuelva a replantear el problema que genera el conflicto e intente que los intereses vayan juntos de manera que se cree cada vez más valor para cada grupo. Para crear valor, puede ser de gran ayuda la existencia de un propósito en la empresa que llegue al corazón de todos los *stakeholders* y permita esa unificación de intereses. c) Los *stakeholders* tienen nombres y caras y niños. Esto significa que las empresas son instituciones con seres humanos complejos y, por ello, las cuestiones éticas son una constante en el funcionamiento de la empresa.

Freeman (2010) propone repensar el binomio creación de valor y compensación. Concluye esta cuestión con la siguiente reflexión: “Si podemos hacer del siglo XXI el siglo de la creación de valor para los *stakeholders*, y si podemos evitar la trampa de incorporar las compensaciones entre *stakeholders* en las políticas públicas, entonces la auténtica valentía de nuestros compañeros humanos dirigirá hacia la prosperidad y libertad a una cada vez mayor cantidad de personas” (Freeman, 2010, p. 9)

Una empresa que gestiona para *stakeholders* distribuye más recursos en orden a satisfacer las necesidades y demandas de sus legítimos *stakeholders* que los que serían necesarios para simplemente retener su participación en las actividades de la empresa. En cuanto al proceso de creación de valor algunos autores han perfilado cuáles son los requisitos para que se pueda crear y distribuir valor. En este sentido, Harrison *et al.* (2010) consideran que las empresas que gestionan para los *stakeholders* desarrollan relaciones de confianza con ellos basadas en principios de justicia distributiva, procedimental, e interactiva. Estas condiciones son necesarias para que los *stakeholders* sean más proclives a compartir información referente a sus funciones de utilidad, lo cual incrementa la habilidad de la empresa para distribuir sus recursos entre áreas que satisfarán de manera

óptima sus intereses. Además, esta información puede estimular la innovación, así como permitir a la empresa manejar mejor los cambios en el entorno. Las ventajas competitivas que surgen del enfoque denominado gestionando para los *stakeholder* se consideran sostenibles dado que se asocian a vías de dependencia y ambigüedad causal. Este proceso queda reflejado en la figura 2.5.

Figura 2.5. Gestionando para los *stakeholders* y creación de valor



Fuente: Harrison *et al.* (2010, p. 62)

En cualquier caso, en el ámbito de las finanzas, en relación con la teoría de los *stakeholders*, una de las ideas generalmente aceptadas es que las relaciones *stakeholders* son un “juego de suma cero” (Smith, 2003). Por otra parte, si se acepta también que las relaciones *stakeholder* constituyen una red interactiva en la que las relaciones se refuerzan mutuamente (Post *et al.*, 2002), una de las preguntas clave de cara a futuro que Freeman plantea es cómo se puede maximizar el valor total de la red. A partir de una decisión o estrategia táctica, ¿cuál es el valor total creado para la red? Una vez que se ha determinado el valor a largo plazo generado por una táctica concreta, se podrá determinar más fácilmente la participación de la empresa en ese valor (Freeman *et al.*, 2010, p. 132).

2.6. DE LA GESTIÓN BASADA EN EL INTERÉS PROPIO A LA GESTIÓN COLABORATIVA DEL MUTUAL CASH HOLDING

La perspectiva antropológica egocéntrica que subyace en el pensamiento de la economía clásica (Adam Smith, 1776), hunde sus raíces en la filosofía del conflicto (Hobbes, 1950). El comportamiento financiero de interés propio se presenta como un principio de las finanzas en el ámbito económico competitivo. Según Mascareñas (2007, p.

2), este principio parte del supuesto de que, “desde un punto de vista económico, las personas actúan racionalmente, es decir, buscan su propio interés financiero persiguiendo obtener el máximo beneficio posible”. De acuerdo con este principio básico en las finanzas, si todo lo demás da igual, cada parte de una transacción buscará el curso de acción que le resulte más beneficioso en términos de mayor coste de oportunidad. La mayoría de las transacciones financieras se llevan a cabo debido a una diferencia en las expectativas acerca del comportamiento futuro del precio del activo objeto de transacción. En el momento de la transacción ambos creen tener razón, pero a largo plazo sólo se cumplirán las expectativas de uno de ellos. Las partes implicadas en una transacción financiera seguirán el principio de comportamiento financiero de interés propio buscando beneficiarse de dicha transacción a costa de la otra parte. El principio de comportamiento financiero de interés propio también subyace en la teoría de agencia, según la cual el agente, responsable de tomar decisiones en nombre del principal, perseguirá su propio beneficio antes que el del principal. Éste procurará protegerse ante el comportamiento oportunista del agente, a través de mayores mecanismos de control y formas contractuales más efectivas. Desde un punto de vista ético, otra forma de evitar este comportamiento financiero de interés propio subyacente en la teoría de agencia consistiría en promover la honestidad y la fiabilidad (Boatright, 2008).

En el primer capítulo se ha podido comprobar cómo la mayor parte de las investigaciones realizadas sobre *cash holding* se han centrado en analizar las variables antecedentes que determinan el nivel óptimo de *cash holding* corporativo (Kim *et al.*, 1998; Opler *et al.*, 1999; Ferreira & Vilela, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004; García-Teruel & Martínez-Solano, 2008). En general, se acepta la idea de que las empresas deben mantener niveles positivos de tesorería (Opler *et al.*, 1999), tratando de evitar en la medida de lo posible la utilización de financiación externa a corto, debido al coste de la misma y a los riesgos que conlleva. En este contexto, la eficiencia en la gestión de la tesorería se alcanzará, siguiendo un comportamiento *trade-off*, en la medida en que se consiga reducir la cuantía de deudores al mismo tiempo que aumentar el importe de acreedores, todo ello sin incurrir en costes adicionales derivados fundamentalmente del coste de oportunidad del mantenimiento de efectivo. Sin embargo, esta eficiencia en la empresa se traduce en unos peores resultados para sus deudores y acreedores.

Estudios posteriores se han focalizado en la investigación del valor marginal del *cash*, es decir, el grado en que una unidad monetaria de efectivo mantenido por la empresa

contribuye a incrementar el valor para el accionista de acuerdo con las condiciones específicas de cada empresa -grado de protección del inversor en el país, fortaleza de la gobernanza corporativa, oportunidades de inversión, existencia de asimetría de información- (Pinkowitz *et al.* 2006; Faulkender & Wang, 2006; Saddour, 2006; Dittmar & Marth-Smith, 2007; Pinkowitz & Williamson, 2001; Drobetz *et al.*, 2010).

Martínez-Sola, García-Teruel & Martínez-Solano (2013) aportan evidencia empírica sobre la existencia de una relación directa, cóncava, entre *cash holding* y el valor de la firma, así como de un nivel óptimo de *cash holding*, para el cual se mantiene un equilibrio entre las ventajas y desventajas del mantenimiento de efectivo derivadas de diversos motivos: transacción, precaución, agencia, impositivos y estratégicos. Según estos autores, cualquier desviación por encima o debajo de este óptimo implica una reducción del valor de la empresa.

La teoría *pecking order* (Myers & Majluf, 1984) pone de manifiesto cómo las asimetrías de información y los conflictos de agencia accionistas-acreedores derivan en un incremento de efectivo por reducción de costes de financiación externa y costes de insolvencia financiera (motivos de financiación) en situaciones de restricción al acceso de financiación externa. A su vez, la teoría de *Free Cash Flow* (Jensen, 1986) explica la posibilidad de que un elevado nivel de efectivo puede generar problemas de agencia (Coase, 1937) entre la dirección y los accionistas, dado que puede inducir a la actuación discrecional de la gerencia. En cualquier caso, todos estos estudios sólo hacen referencia a cómo el mantenimiento de un nivel óptimo de *cash* contribuye a la maximización del valor creado para la empresa desde un punto de vista *shareholder* (Baumol, 1952; Miller & Orr, 1966).

El conflicto derivado de la divergencia de intereses entre los accionistas y los gerentes afecta no sólo a la gestión de *cash*, sino también a la gobernanza, de modo que la resolución de este conflicto, indirectamente puede ayudar a resolver conflictos de tesorería que puedan surgir con otros *stakeholders*, mediante la aplicación de políticas financieras adoptadas por la empresa. Desde un punto de vista teórico, estas políticas deberían estar orientadas hacia el conjunto de *stakeholders* (Freeman, 1984; Boatright, 2002), pero desde una perspectiva legal, quienes ostentan el derecho a seleccionar y controlar los CEOs (*Chief Executive Officers*) son los *shareholders*. No obstante, en la práctica el poder real descansa a menudo en la gerencia de la empresa, por lo que convendría reflexionar sobre la capacidad real que los *shareholders* disponen para ejercer tales derechos (Boatright, 2008).

Una posible solución a este conflicto podría ser la colaboración entre los stakeholders (San-Jose, 2009). Esta colaboración se sostendría en el tiempo gracias a las expectativas de obtención de beneficio mutuo y a la confianza mutua que incrementa el valor para cada grupo de interés fundamentalmente mediante la reducción de los costes de transacción y la reducción de riesgos. Esta propuesta encuentra su fundamento en el principio de confianza mutua que subyace en el núcleo de la denominada *Mutual Trust Perspective* (MTP) planteada por Dees y Cramton (1991) según el cual: “es injusto exigir a un individuo que asuma un riesgo significativo o incurra en un coste significativo por respeto a los intereses o derechos morales de otros, si esa persona no tiene motivos razonables para confiar en que los demás asumirán (o asumirían) el mismo riesgo o sacrificio” (Dees & Cramton, 1991, p. 5).

Por otra parte, Jones (1995) propone una perspectiva ética en la teoría instrumental de los *stakeholders*, cuyo núcleo subyace en una serie de principios éticos (confianza y cooperativismo) y considera que las relaciones entre empresa y *stakeholders* basadas en la confianza y en el cooperativismo reducen los costes de oportunismo y de prevención del mismo. La reducción de estos costes permiten generar beneficios de diversa índole tales como: estratégicos -ventaja competitiva para la empresa- (Barney & Hansen, 1994); sociales (Noreen, 1988) o económicos -creación de valor económico para la empresa- (Jones, 1995; Jones & Wicks, 1999). Por ello, sugerimos que las relaciones empresa-*stakeholders* basadas en principios éticos como la confianza mutua y la cooperación podrían contribuir a la generación de valor para todos los grupos de interés.

Así, si partimos de la premisa de que todos los grupos de interés (internos y externos) afectan y están afectados por las decisiones financieras a corto plazo, y por tanto, por los flujos de liquidez, la teoría *stakeholder* (Freeman, 1984) se presenta como una teoría más bien complementaria que opuesta a las teorías clásicas financieras y de *cash holding* (San-Jose, 2009).

La revisión de los fundamentos teóricos de la teoría de los *stakeholders* llevada a cabo en el segundo capítulo y su aplicación a la gestión empresarial en general, y en la gestión de tesorería en particular, pone de manifiesto que la gestión de tesorería podría optimizarse desde un planteamiento de *cash holding* conjunto, basado en la perspectiva de confianza mutua. Desde esta perspectiva, se podrían reducir los costes de transacción y disminuir los riesgos asumidos por las partes (San-Jose & Retolaza, 2008).

Por otra parte, la gestión basada en el “interés propio” de la tesorería tradicionalmente desarrollada y consistente en retrasar pagos y adelantar cobros (Brealey *et al.*, 2006), conlleva dos clases de costes: a) internos para la empresa, y que a su vez pueden ser de tipo cuantitativo (p.e. pérdida de descuento por pronto pago al retrasar pago a proveedores, recargos o multas por retrasos en la devolución de la deuda a la Administración, coste de aval de suministro para compensar el cobro anticipado a clientes, costes derivados de huelga de trabajadores por retraso en el pago de los salarios, pérdidas por quiebra de proveedores y clientes estratégicos) y/o cualitativo (p.e. coste motivacional de los trabajadores, reputacional de la empresa derivados del retraso en el pago de las nóminas sin compensación alguna); b) externos a la empresa medidos en términos del impacto que tales prácticas tienen en su entorno socioeconómico. Un ejemplo de éste último serían las consecuencias de la repercusión en los costes de producción y/o precios de los productos y servicios que sus proveedores y clientes estratégicos tienen que llevar a cabo con el fin de trasladar el alto coste financiero en el que han incurrido para hacer frente a los desfases en la tesorería derivados de los retrasos de pago y adelantos de cobro, que llevados al último extremo podrían desembocar en la quiebra de los mismos (San-Jose & Retolaza, 2013).

En este sentido, la gestión de la gestión de la tesorería desde una perspectiva de interés propio tiene un impacto en la insolvencia financiera de terceros que puede derivar incluso en quiebra de socios estratégicos, lo cual tendrá una repercusión negativa tanto en la propia empresa (impagos, incumplimiento de contratos, etc.), en la cadena de valor, en el sector, así como en el entorno socioeconómico (p.e. despidos, reducción de consumo, insolvencia de las familias, incremento tasa de morosidad bancaria), contribuyendo al ahondamiento de los posibles momentos de crisis.

Esta perspectiva centrada en el interés propio implica la asunción de asimetrías de información y una serie de costes de oportunidad y de riesgos soportados finalmente por terceros incurriendo en riesgo moral. El riesgo moral consiste en aquella situación en la que un sujeto toma una decisión cuyo resultado, de ser positivo, le beneficia a él, mientras que en caso negativo los costes son asumidos por terceros (Krugman, 2009). Por tanto, este tipo de decisiones financieras, aunque son eficientes, reducen el valor de todo el conjunto (San-Jose & Retolaza, 2013).

A su vez, la gestión clásica de tesorería se apoya en la teoría de juegos competitiva

(Batlin & Hinko, 1982), de manera que el retraso en el pago a proveedores o el adelanto en el cobro a clientes permite mejorar el disponible en la empresa, mejorando su eficiencia en ausencia de costes adicionales. Sin embargo, de acuerdo con la Teoría de Juegos, el beneficio de un jugador, en este caso la optimización de la eficiencia de una empresa, se puede traducir en perjuicio para el otro, por ejemplo, la suspensión de pagos de la otra empresa, e incluso en perjuicio de ambos jugadores. Tanto en la Teoría de Juegos como en la práctica empresarial, las empresas tienen un interés en cooperar y llegar a acuerdos más o menos formales que permitan salir beneficiadas de manera equilibrada a todas las partes implicadas. En el ámbito de la gestión de tesorería esto se traduciría en llegar a acuerdos sobre condiciones de cobro y pago ajustadas a las necesidades de liquidez de las empresas que permitan a las diferentes partes obtener financiación sin incurrir en costes adicionales (DeLoof, 2001). Sin embargo, existe una serie de asimetrías en el mercado que pueden impedir la consecución de tal equilibrio en la relación contractual, generando un resultado no óptimo para el conjunto de las partes y que principalmente son las siguientes: asimetrías de información, asimetrías de poder, conductas oportunistas y costes de oportunidad.

Los diferentes modelos de gestión, en lugar de evitar estas situaciones, a menudo están orientados hacia la integración de las mismas a nivel estratégico, como es el caso del Modelo de las 5 fuerzas competitivas de Porter (1985) que considera el poder de negociación, basado en las asimetrías de poder, como una ventaja competitiva frente a proveedores y clientes. La aplicación de modelos de gestión de tesorería “de interés propio” basados en asimetrías relacionales impide la realización de los supuestos de igualdad contractual y producen serios perjuicios para el conjunto, que a su vez repercuten también a las empresas con asimetrías más positivas. Sin embargo, otros modelos de gestión empresarial, fundamentalmente orientados hacia la formación de alianzas y acuerdos colaborativos interorganizacionales, se apoyan en otro tipo de teorías tales como la Teoría basada en Recursos y Capacidades (Wernerfelt, 1984; Barney, 1986; Grant, 1991; Peteraf, 1993; Hart, 1995; Das & Teng, 2000, 1998; Hitt, Dacin, Levitas, Arregle & Borza, 2000; Khanna, Gulati & Nohria, 1998) y/o en el Enfoque Relacional (Dyer & Singh, 1998). Desde estos enfoques, sin embargo, se potencia la formación de relaciones colaborativas entre empresas basadas en la gestión coordinada de recursos y capacidades complementarios entre las empresas con el objeto de obtener como beneficio mutuo ventajas competitivas que permitan crear valor para todos los socios y que no serían obtenidas fuera de la relación. Si aplicamos estos enfoques a nuestra unidad de análisis, la gestión colaborativa de tesorería

implicaría la gestión coordinada de recursos y habilidades, compartición de *know how* e información, lo cual conllevaría el desarrollo de tecnologías conjuntas de gestión de tesorería y gestión conjunta de facturas.

En la tabla 2.5. se resumen los aspectos más importantes del cambio de perspectiva propuesto en las finanzas.

Tabla 2.5. Cambio de perspectiva de interés propio a colaborativa en finanzas

CAMBIO PARADIGMA



MODELOS CLÁSICOS FINANCIEROS PERSPECTIVA EGOCÉNTRICA	FINANZAS COLABORATIVAS NUEVA PERSPECTIVA COLABORATIVA
Comportamiento financiero de interés propio. Actuar en interés propio (Hobbes, 1950; Smith, 1776; Mascareñas, 2007)	Comportamiento financiero cooperativo Actuar en interés mutuo (Donaldson & Stone, 1984; Hamel, Doz, & Prahalad, 1989)
Gestión individual finanzas (una empresa)	Gestión conjunta finanzas (varias empresas)
Objetivo maximización del valor para accionista (Brealey & Myers, 1993; Van Horne & Wachowicz, 2008)	Objetivo maximización valor (económico y no económico) para todos stakeholders (Teoría Stakeholder) (Freeman, 1984; Carroll, 1991; Jensen, 2001)
Basado en comportamiento oportunista y costes de transacción (Teoría costes transacción) (Williamson, 1975) Basado en asimetrías de información y costes de agencia, riesgo moral, selección adversa, comportamiento discrecional, costes de oportunidad (Teoría Agencia) (Jensen & Meckling, 1976)	Basado en confianza mutua (Mutual Trust Perspective) (Dees & Cramton, 1991) Reducción costes transacción Aumento valor transacción (Zaheer & McEvily, 2006)
Contratos financieros incompletos como mecanismo de gobierno (Teoría contractual) (Coase, 1937; Williamson, 1987; Lane & Bachmann, 1998)	Confianza mutua como mecanismo de gobierno relacional complementario (Williamson, 1991; Dyer & Chu, 2003) ↓ Planificación conjunta Resolución conjunta conflictos Responsabilidad conjunta Ajuste mutuo (Zaheer & McEvily, 2006)
Diferentes expectativas en la transacción financiera (Teoría de juegos competitiva) (Batlin & Hinko, 1982)	Expectativas comunes en la colaboración (Harsanyi & Selten, 1988; Aoki, 1984)
Asimetrías de beneficio Mejora una parte + pierde otra = perjuicio para el conjunto (Teoría de Juegos Competitiva) (Batlin & Hinko, 1982)	Beneficio Mutuo Mejora del resultado para cada parte (Pareto) + mejora del resultado para el conjunto (Kaldor-Hicks) Optimizar la eficiencia del conjunto (Lozano, Moreno, Adenso-Díaz, Algaba, 2013)
Asimetrías utilizadas en modelos de gestión de interés propio como fuente de ventaja competitiva (Porter, 1985) conlleva perjuicio para el conjunto (San Jose-Retolaza, 2013) Modelo de las 5 fuerzas (Porter, 1985)	Gestión coordinada de recursos y capacidades complementarios con objeto de obtener como beneficio mutuo ventajas competitivas que permitan crear valor para todos los socios y que no serían obtenidas fuera de la relación Alianzas y Teoría basada en los recursos y capacidades (Das & Teng, 2000) y Enfoque relacional (Dyer & Singh, 1998)

Fuente: elaboración propia

Por esta razón, se plantea la necesidad de reflexionar ante nuevos modelos de gestión empresarial, de financiación a corto plazo, y fundamentalmente de gestión de tesorería que

permitan pasar de una perspectiva de “interés propio” en la gestión a una perspectiva “colaborativa” (San-Jose, 2009). Así, de acuerdo con el objetivo principal de esta investigación se propone el modelo financiero denominado *Mutual Cash Holding* (MCH) basado en el paradigma colaborativo como base en las relaciones de tesorería entre empresas, y de éstas con entidades financieras. La idea central en torno al cual gira este modelo es que los resultados tanto económicos como sociales pueden ser mejores para todas las empresas que colaboran entre sí, si se realiza una gestión de tesorería basada en la confianza mutua y el bien común (Beraza & San-Jose, 2015).

Esta propuesta se centra en una perspectiva colaborativa que optimice la eficiencia del conjunto de participantes tanto desde el criterio de eficiencia de Pareto, según el cual sólo se mejora la eficiencia si alguien sale beneficiado sin que nadie salga perjudicado, como del criterio de eficiencia de Kaldor-Hicks, por el cual un resultado es eficiente si los que se benefician de un cambio pueden, en teoría, compensar a aquellos que sufren las consecuencias -basta que la mejora del resultado lo sea para el conjunto de la economía-.

Según el MCH, las empresas colaboran en la gestión de un sistema conjunto de tesorería con el objeto de alcanzar un beneficio mutuo definido en términos de creación de valor para todas las empresas implicadas en particular, y para la sociedad.

Desde las teorías clásicas de *cash holding*, basadas en la perspectiva de búsqueda de interés propio e individual (una empresa), se considera que una gestión eficiente de tesorería contribuye a crear valor económico en la medida en que permita alcanzar un nivel óptimo de efectivo que equilibre las ventajas (p.e. reducción costes de transacción en la venta de activos líquidos, costes de utilización de financiación ajena, pérdidas por la liquidación de activos en condiciones desfavorables) y los inconvenientes (p.e. coste de oportunidad del bajo rendimiento del efectivo, costes de agencia) de su mantenimiento fundamentalmente por motivos de transacción, precaución, estratégicos y agencia. De modo que cualquier desviación por encima o debajo de este nivel óptimo, implicaría una reducción del valor económico de la empresa. Por otra parte, los acuerdos de colaboración basados en contratos reducen los costes de transacción y de este modo permiten crear valor, pero si ese acuerdo está basado en la confianza, ésta actúa como un mecanismo de gobierno que además de reducir los costes de transacción, facilita el intercambio de información confidencial, conocimiento, *know how*, creando aún más valor (Dyer & Chu, 2003).

El factor que permitirá desarrollar una gestión eficiente y coordinada de todos los recursos y capacidades implicados en el área de *cash holding* es la confianza mutua. Una gestión colaborativa basada en la confianza aportará un mayor valor que el obtenido actuando con base en el interés propio y de manera aislada, ya que permite compensar muchas de las desventajas que implica esta forma clásica de gestión de tesorería. En concreto, la gestión colaborativa basada en la confianza actúa como mecanismo de gobernanza complementario a otros, permite reducir los costes de transacción contractuales ex ante y ex post (Williamson, 1991), así como las asimetrías de información al incrementar la transparencia y la información compartida (Dyer & Chu, 2003). Lo que a su vez, permite reducir el riesgo.

Desde la perspectiva centrada en el interés propio e individual (una sola empresa), la gestión de la tesorería se fundamenta en la teoría contractual (Coase, 1937), según la cual diversas partes llegan a acuerdos libres, dentro de la legalidad vigente, sobre cuestiones relativas al momento de realizar cobros y pagos vinculados a diversas transacciones económicas. Estos acuerdos se pueden plasmar en contratos más o menos formales. Sin embargo, la existencia de asimetrías de poder, asimetrías de información, conductas oportunistas y costes de oportunidad conllevan a la aceptación de acuerdos en condiciones de desigualdad, justificables desde la teoría contractual, pero que pueden ser ajenos a los intereses de alguna de las partes, pudiendo no ser los óptimos para una de las partes a corto plazo, e incluso para ninguna de ellas a largo plazo (San-Jose & Retolaza, 2008). Por otra parte, dado que los contratos son incompletos (Lane & Bachmann, 1988, Williamson, 1987), es imposible poder contemplar en los mismos todas las contingencias que se puedan producir a lo largo de la relación, por lo que es necesario utilizar mecanismos de control que permitan reducir el riesgo derivado de la incertidumbre en la relación y las conductas oportunistas de la otra parte, así como costes de agencia. En este sentido, la confianza actúa como mecanismo de control o salvaguarda que compensa la falta de completitud de los contratos en las relaciones colaborativas (Ring & Van de Ven, 1992).

Desde la perspectiva colaborativa, la gestión de tesorería se plantea como una gestión colectiva del *cash*, en el que las empresas implicadas, partiendo de expectativas comunes de obtención de beneficios mutuos, actúan en interés mutuo en busca de la consecución de beneficios económicos y no económicos que contribuyan a crear valor para el conjunto de todas las empresas participantes. La gestión conjunta del disponible se sustenta en acuerdos de colaboración basados en compromisos flexibles, que a la vez sean firmes y consensuados,

de modo que todas las partes resulten beneficiadas (San-Jose & Retolaza, 2008). La gestión colaborativa eficiente de la tesorería basada en la confianza mutua contribuye a la creación de valor en la medida en que permite reducir costes de intermediación, costes derivados de la utilización de financiación ajena, mejora de acceso a la financiación ajena, reducción de costes necesarios para evitar conductas oportunistas (Parkhe, 1993; Inkpen & Currall, 1997), reducción de costes de transacción (costes de transacción contractual ex ante –búsqueda de socio, negociación y contratación-y costes de transacción contractual ex post –costes de seguimiento y control-) y reducción de asimetrías de información (Dyer & Chu, 2003). De acuerdo con estudios empíricos (McEvily & Zaheer, 2006), consideramos que el objetivo a alcanzar es la consecución de beneficios con base en la confianza mutua a través de la reducción de los costes de transacción y del riesgo, así como el incremento de la disponibilidad de tesorería entre empresas, lo cual contribuirá a la creación de valor para el conjunto de las empresas implicadas.

En la tabla 2.6. se resumen los principales aspectos diferenciales que se plantean en el cambio de paradigma desde una perspectiva de interés propio a una perspectiva colaborativa en la gestión de tesorería basada en el modelo *Mutual Cash Holding* que se desarrollará a lo largo de este capítulo.

Tabla 2.6. Cambio de perspectiva de interés propio a colaborativa en gestión de tesorería
CAMBIO PARADIGMA

MODELOS CLÁSICOS GESTIÓN TESORERÍA PERSPECTIVA DE INTERÉS PROPIO	MUTUAL CASH HOLDING NUEVA PERSPECTIVA COLABORATIVA (San-Jose, 2009)
<p>Estrategias/Técnicas gestión tesorería de interés propio que sólo tienen en cuenta su propia gestión de tesorería y basadas en conflictos (agencia, <i>stakeholders</i>)</p> <p style="text-align: center;"> Alargar plazo pago a proveedores ↓ Conflicto intereses Reducir plazo cobro de clientes </p> <p>(Gitman, Forrester & Forrester, 1976)</p>	<p>Estrategias de gestión tesorería colaborativa que asumen como propia la gestión de tesorería de las otras empresas implicadas y buscan la solución que mejor beneficia a todas.</p> <p>(San-Jose & Retolaza, 2008; San-Jose, 2009)</p>
<p>Gestión individual tesorería (una empresa)</p>	<p>Gestión conjunta tesorería (varias empresas)</p>
<p>Objetivo determinación del nivel óptimo tesorería de la empresa desde punto vista <i>shareholder</i></p> <p>(Baumol, 1952; Miller & Orr, 1966)</p>	<p>Todos <i>stakeholders</i> (internos y externos) afectan y están afectados por decisiones financieras y flujos de liquidez (San-Jose, 2009)</p> <p>Objetivo maximización del valor para todas las empresas y para el conjunto a través de la optimización del nivel de tesorería</p> <p>(Martínez-Sola <i>et al.</i> 2013)</p>
<p>Basados en comportamiento trade-off:</p> <p>(Baumol, 1952; Miller & Orr, 1966)</p>	<p>Basado en confianza mutua</p> <p>(Mutual Trust Perspective)</p>
<p>Basados en comportamiento pecking order:</p> <p>Asimetrías de información + Conflictos de agencia accionistas-acreedores (Jensen & Meckling, 1976)</p> <p>(Teoría Pecking Order; Myers & Majluf, 1984)</p>	<p>(Dees & Cramton, 1991)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Reducción costes transacción</p>
<p>Basados en comportamiento free <i>cash flow</i>:</p> <p>Conflicto de agencia accionistas-directivos</p> <p>(Teoría Free <i>Cash Flow</i>; Jensen, 1986)</p>	<p>Aumento valor transacción</p> <p>(Zaheer & McEvily, 2006)</p>
<p>Asimetrías de poder + Asimetrías de información + Comportamiento oportunista + Imperfecciones de mercado + Costes de oportunidad</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Contratos financieros regulan los términos de pago de la transacción en condiciones de desigualdad para las partes</p> <p>(Teoría contractual)</p> <p>(Coase, 1937; Williamson, 1985; Lane & Bachmann, 1988)</p>	<p>Confianza mutua como mecanismo de gobierno relacional complementario</p> <p>(Williamson, 1991; Dyer & Chu, 2003)</p> <p>Planificación conjunta, Resolución conjunta conflictos, Responsabilidad conjunta, Ajuste mutuo</p> <p>(Zaheer & McEvily, 2006)</p> <p>Reducción asimetrías de información (Dyer & Chu, 2003), comportamiento oportunista (Parkhe, 1993; Inkpen & Currall, 1997)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Acuerdos consensuados sobre determinación de plazos de pago y cobro, disminución de riesgo financiero y costes de transacción</p> <p>(San-Jose & Retolaza, 2008; San-Jose, 2009)</p>
<p>Desequilibrio en relación contractual</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Asimetrías de beneficio:</p> <p>Clientes/Proveedores se benefician de aplazamiento pago/adelanto de cobro (Mejora liquidez)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Perjuicio para la contraparte (Empeora liquidez)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Perjuicio para el conjunto (Insolvencia, quiebra, impago facturas, despidos, etc.)</p> <p>(San-Jose & Retolaza, 2008; San-Jose, 2009)</p>	<p>Equilibrio en la relación contractual</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Beneficio Mutuo</p> <p>Creación de valor vía mejora de los resultados tanto económicos (incremento de la liquidez, solvencia y reducción de costes financieros) como no económicos (reducción de riesgos, mejora reputación, etc.) para todas las empresas</p> <p>(San-Jose & Retolaza, 2013; Beraza, 2014)</p>

Fuente: elaboración propia

2.7. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

Los cambios que se han ido sucediendo en el siglo pasado en relación al ámbito interno como externo de la empresa, han hecho necesaria una reflexión sobre cómo gestionar el nuevo modelo resultante de tales cambios. El nuevo modelo de negocio requiere, a su vez, un nuevo modelo de gestión que pasa de estar centrado en el accionista y sus intereses, a tener como foco de atención a todos los *stakeholders* con los que interactúa la empresa, incluyendo tanto los considerados como tradicionales –accionistas, proveedores, trabajadores y clientes- como *stakeholders* ya existentes pero que tienen cada vez una mayor influencia en la empresa –entidades financieras, gobierno, medios de comunicación, competidores, grupos de consumidores, ONGs-, así como nuevos *stakeholders* –ecologistas-. En definitiva, se trata de incluir los aspectos relacionados con la sociedad y el entorno dentro del núcleo de las cuestiones que preocupan a la empresa.

La teoría *stakeholder* trata de dar respuesta a las siguientes cuestiones: a) el problema de la creación e intercambio de valor; b) el problema de la ética del capitalismo; c) el problema de la mentalidad de gestión. Esta teoría considera que se puede hacer frente de una manera eficaz a estas tres cuestiones si se adopta como unidad de análisis las relaciones entre la empresa y los *stakeholders*, definidos estos últimos como “grupos o individuos que pueden afectar o son afectados por el logro de los objetivos de la empresa” (Freeman, 1984, p. 46).

Esta teoría conlleva una nueva forma de entender los negocios y la empresa, de modo que entender la misma significa conocer cómo tales relaciones funcionan y cambian con el tiempo. Para ello, en primer lugar es necesario identificar y clasificar los *stakeholders* de la empresa y elaborar un mapa de los mismos que permita visualizar tales relaciones. Se trata de un instrumento que facilita posteriormente a la gerencia mejorar su eficacia a la hora de atender múltiples intereses de *stakeholders* y establecer criterios que permitan desarrollar una mayor o menor sensibilidad hacia los intereses de los mismos.

Sin embargo, las definiciones y clasificaciones clásicas (Donaldson & Preston, 1995; Clarkson, 1995; Kaler, 2002; Philips, 2003), así como los mapas tradicionales de *stakeholders* (Freeman, 1984; Freeman, 2007; Mitchel *et al.*, 1997), basados en los roles de los *stakeholders*, no permiten una aplicabilidad real de la teoría *stakeholder*, ya que da por supuesto que todos los integrantes de un mismo grupo comparten intereses comunes, cuando se dan diferentes situaciones tales como miembros de diferentes *stakeholders* que

comparten los mismos intereses o bien intereses en conflicto dentro de un mismo grupo de *stakeholders*. Por esta razón, otros autores (Retolaza *et al.*, 2014) proponen la configuración de un mapa, no basado en la agrupación por roles, sino en la agrupación por intereses reales individuales. Este nuevo modelo de mapa ofrece una serie de ventajas comparativas que permite gestionar para todos los *stakeholder*, teniendo en cuenta la cantidad y variedad de intereses, desde un punto de vista de la aplicabilidad real. En concreto, la nueva metodología presentada por estos autores para identificar y agrupar los intereses facilita su objetivación e inclusión en los objetivos del plan de gestión anual, posibilita el control de la actuación de la gerencia –agente- en orden a satisfacer todos los intereses presentes en la empresa, independientemente de si quienes ostentan el control de la misma sean los accionistas o el conjunto de *stakeholders*, con lo cual queda zanjada la controversia enfoque *shareholder* vs. *stakeholder*.

La aportación realizada por Retolaza, San-Jose y Ruiz-Roqueñi (2014) se enmarca en el seno de la perspectiva de la teoría *stakeholder* denominada ontológica, que viene a complementar las tres perspectivas clásicas contempladas por Donaldson y Preston (1995): descriptiva, instrumental y normativa. Según estos autores, la metodología *stakeholder* presenta estas tres dimensiones, diferentes entre sí pero interrelacionadas hasta el punto de apoyarse mutuamente, pero basándose la justificación última de esta teoría en su perspectiva normativa. Cada una de ellas trata de dar respuesta a las siguientes cuestiones respectivamente: ¿qué sucede?, ¿Qué ocurre si..? y ¿Qué debería suceder?

En definitiva, no existe una teoría única de los *stakeholders* sino diferentes perspectivas o enfoques (descriptivo, instrumental, normativo, ontológico, etc.) de la misma. Además, cada enfoque, a su vez, puede encerrar propuestas de diferente tipo. De modo que no se puede hablar de la teoría descriptiva, la teoría instrumental, la teoría normativa o la teoría ontológica, ya que existen más de una dentro de cada enfoque. Por otra parte, existen también enfoques integradores de las perspectivas anteriores de la teoría *stakeholder*, como la *Convergent Stakeholder Theory* (Jones & Wicks, 1995).

El término *Managing for stakeholders*, se refiere a la idea de que el éxito de la empresa viene condicionado por la creación de valor para todos los grupos de *stakeholders* y por la satisfacción continua de intereses a lo largo del tiempo (*bound together by the jointness of their interests*). Los gerentes deben llegar a un acuerdo, de

manera que todos los *stakeholders* compartan de forma conjunta el valor creado. Para ello, es de gran ayuda plantear un propósito y valores en la empresa con los cuales se sientan identificados todos los *stakeholders*, de manera que se consiga una alineación de intereses a lo largo del tiempo. Es tarea del ejecutivo gestionar y dar forma a estas relaciones para crear el mayor valor posible para los *stakeholders* y para gestionar la distribución de ese valor (Freeman, 1984), todo ello sin recurrir a compensaciones (Freeman *et al.*, 2010).

En cuanto al concepto de valor, se ha superado la idea de circunscribirse solamente a la creación de valor económico, de manera que la creación de diferentes tipos de valores permitirá encontrar mejores vías para una creación sostenida de valores, económicos y no económicos. Esta diversidad de valores, en cuya creación y disfrute participen todos los *stakeholders* de maneras diferentes y cambiantes a lo largo del tiempo, garantizarán el óptimo económico y una mejor gestión de la empresa (Argandoña, 2011b). En este sentido, Retolaza, San-Jose y Ruiz-Roqueñi (2014), parten de un concepto antropológico del valor que integra no sólo necesidades materiales sino también humanas. Por otra parte, consideran que el valor se define en función de la importancia otorgada por la persona receptora y que la interacción entre los *stakeholders* en el proceso de creación de valor, en la línea de buscar cada parte el interés de la otra, implica que tal proceso tiene un potencial ilimitado. Además, si la creación de valor se produce entre varios *stakeholders*, puede resultar aditiva en lugar de restrictiva.

La tarea del gestor consistente en desarrollar una gestión eficaz de las relaciones, es también una tarea moral, desde el momento en que se tratan cuestiones de valores, opciones, daños y perjuicios potenciales para los *stakeholders*. Todo ello requiere un liderazgo ético.

En cuanto a la última cuestión a la cual trata de dar respuesta la teoría *stakeholder*, referida a la relación entre la empresa y la ética, algunos enfoques como el ofrecido por Jones (1995), cuyo núcleo subyace en una serie de principios éticos (confianza y cooperativismo), considera que las relaciones entre empresa y *stakeholders* basadas en la confianza y en el cooperativismo reducen los costes de oportunismo y de prevención del mismo, generando una ventaja competitiva para la empresa (Barney & Hansen, 1994). Además, dichas relaciones son socialmente beneficiosas (Noreen, 1988) y aportan valor económico a la empresa (Jones, 1995; Jones & Wicks, 1999). Por ello, podemos concluir que las relaciones empresa-*stakeholders* basadas en principios éticos

como la confianza mutua y la cooperación contribuyen a la generación de valor para todos los *stakeholders*.

Por último, en este capítulo, y siguiendo el planteamiento de San-Jose & Retolaza (2008) y San-Jose (2009), se analiza cómo el cambio de una perspectiva “de interés propio” a una perspectiva “colaborativa” basada en la confianza mutua en la gestión de la tesorería podría ser más eficiente para todos los *stakeholders*, ya que conlleva a una reducción en los costes de transacción y en el riesgo.

SEGUNDA PARTE. DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

Capítulo 3 . Proceso de investigación y propuesta metodológica

- 3.1. INTRODUCCIÓN
- 3.2. ANÁLISIS EXPLORATORIO
- 3.3. PROPUESTA DEL MODELO
- 3.4. ANÁLISIS CONFIRMATORIO: CONTRASTE CUANTITATIVO
- 3.5. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

3.1. INTRODUCCIÓN

Tras la revisión de la literatura relacionada con el tema objeto de estudio en los capítulos 1 y 2, en los cuales se ha aplicado el método analítico-sintético, en este capítulo presentamos la metodología de investigación utilizada en el estudio empírico.

La ciencia de la Economía de la Empresa presenta una serie de elementos diferenciadores que, además de distinguirla de otras ciencias sociales, implica la necesidad de aplicar diferentes métodos y técnicas de investigación. En este sentido, el Profesor Soldevilla (1995) destaca los siguientes métodos: inductivo, hipotético-deductivo, analítico-sintético, matemático y conductista o behaviorista. A su vez, Rodríguez Castellanos, *et al.* (2005, p. 160) concluyen que “la Economía de la Empresa puede y debe utilizar los métodos que mejor se ajusten a las condiciones y objeto de estudio, sin olvidar, en ningún caso la visión de la empresa como un sistema abierto, dinámico, sinérgico y unitario”.

En el ámbito de la Economía de la Empresa existen dos procesos básicos en la construcción de conocimiento como son la exploración y contrastación. Desde el punto de vista epistemológico, la actividad exploratoria puede tener como punto de partida tanto posiciones positivistas, constructivistas o interpretacionistas. Sin embargo, la actividad explicativa o de contrastación se apoya en el paradigma positivista.

El proceso exploratorio en Economía de la Empresa tiene como finalidad la búsqueda de explicación y predicción, así como la comprensión. Por medio de la exploración se trata de formular nuevas proposiciones teóricas que bien crean nuevas relaciones teóricas entre conceptos o bien integran nuevos conceptos en una determinada área de la Economía de la Empresa. A su vez, la exploración puede ser teórica o empírica. La exploración teórica consiste en el desarrollo de vínculos entre varios campos anteriormente no relacionados. La exploración empírica consiste en investigar un fenómeno cuando no conocemos apenas nada sobre ese fenómeno desde un punto de vista teórico con el objeto de generar inferencias. Existe un tercer tipo de exploración, denominada mixta, la cual consiste en intercalar observaciones y conocimiento teórico a lo largo del proceso de investigación, de manera que, tras una revisión de la literatura, los conceptos teóricos permiten dotar de sentido a las observaciones recogidas y, así, generar constructos teóricos partiendo de la realidad (Zazo, 2006).

Por su parte, la contrastación permite ver el grado de ajuste de las conjeturas teóricas con la realidad y se utiliza con la finalidad de evaluar en la realidad el significado de hipótesis, modelos y teorías ante una explicación dada. Zazo (2006, p. 25) concluye que “la técnica a utilizar va a depender de la metodología seguida por el investigador de Economía de la Empresa que, a su vez, es una función del objeto de estudio, estado de los conocimientos previos, pregunta de investigación concreta a responder, disponibilidad de información sobre la misma...”.

La elección de métodos cuantitativos o cualitativos es uno de los principales debates en la investigación desarrollada en el área de Economía y Dirección de empresas. Sin embargo, existe una tercera alternativa como es la utilización de metodologías combinadas. La metodología mixta es un tipo de investigación en la que el investigador recoge y analiza datos, integra resultados y establece inferencias utilizando métodos cuantitativos y cualitativos en un único estudio (Tashakkori & Creswell, 2007; Creswell & Clark, 2007). Tal y como señala Zazo (2006, p. 25): “frente al monismo metodológico, la riqueza y los frutos de la Economía de la Empresa se verán sustancialmente incrementados, ..., con la incorporación de un pluralismo metodológico que combine en su justa medida rigor académico y relevancia práctica”.

Existe actualmente una tendencia metodológica importante hacia la utilización de una combinación de métodos cuantitativos y cualitativos, la cual es denominada metodología mixta. Muestra de ello es la publicación de libros centrados en esta metodología (Bergman, 2008; Tashakkori & Teddlie, 2010; Creswell & Clark, 2007), la publicación de una revista cuyo eje principal es esta forma de investigación (*Journal of Mixed Methods Research*), la realización de un congreso anual centrado en estos métodos (*Mixed Methods Conference*, que celebró en 2016 su decimosegunda edición), así como la creciente publicación de estudios que utilizan esta aproximación. Este tipo de investigación tradicionalmente ha sido aplicado en otros ámbitos de las ciencias sociales (educación, sociología, ciencias de la salud o psicología), mientras que su utilización en la Economía y Dirección de Empresas ha sido menos frecuente, donde el método más empleado es el cuantitativo. Sin embargo, algunos estudios avalan su uso cada más frecuente hasta representar el 14% de los estudios empíricos publicados en revistas de Dirección Empresarial (Cameron & Molina-Azorín, 2011; Molina-Azorín, López Gamero, Pereira Moliner, Pertusa Ortega y Tarí Guilló, 2012).

Asimismo, García-Merino, Peña-Cerezo y Rodríguez-Castellanos (2007) concluyen lo siguiente:

El investigador en el campo de la Economía de la Empresa ha de tener como referente la búsqueda de la utilidad empresarial, en términos de contribución a la gestión eficaz de la empresa, para lo cual se servirá de distintas metodologías, incluso combinándolas, respetando, evidentemente, los principios del método científico (p. 144).

El enfoque mixto permite conjugar las ventajas de ambos tipos de métodos. En nuestro caso, la principal razón por la cual hemos decidido combinar metodología cualitativa con metodología cuantitativa es que, al no existir suficiente literatura y teoría sobre el problema a investigar, este tipo de diseño metodológico nos permite construir y contrastar teoría en el mismo trabajo, es decir, realizar un estudio exploratorio y confirmatorio.

Existen diversos tipos de diseño de investigación mixta, derivados de la combinación de dos factores (Morse, 1991): la prioridad o importancia en la aplicación de ambos métodos y la secuencia en la recogida de datos cuantitativos y cualitativos. Por otra parte, Creswell (2005) distingue entre cuatro tipos de diseño mixto: diseño de triangulación, diseño explicativo, diseño exploratorio y diseño incrustado. De acuerdo con esta clasificación, en este estudio empírico se ha seguido un diseño exploratorio en dos fases:

1. Una primera fase, de carácter cualitativo que se inicia con un examen exploratorio aplicándose un método *Delphi* modificado, en el que se combinan la recopilación de datos cualitativos a través de focus group y entrevistas en profundidad con la recopilación de datos cualitativos y cuantitativos mediante la técnica *Delphi*, a un grupo de directivos de empresas en tres compañías identificadas como de experiencia exitosa en gestión colaborativa de tesorería, junto con el análisis de documentos e informes de las mismas. Esta fase finaliza con un estudio en el que se contrasta la información obtenida sobre las variables y relaciones identificadas a través de entrevistas en profundidad con directivos de diversas empresas.

2. Una segunda fase confirmatoria, de carácter fundamentalmente cuantitativa, en la cual, tras comprobar la coherencia de las relaciones causales entre las variables con la teoría, se procede a contrastar las hipótesis en una muestra más amplia a través de una encuesta *on line* respondida por 346 directivos financieros de empresas profesionalizadas españolas, con el objeto de que los resultados obtenidos en la primera fase puedan ser inferidos a toda la población. A partir del análisis de la información obtenida se plantea el modelo provisional *Mutual Cash Holding* (MCH).

La carencia detectada en la literatura revisada en los primeros capítulos sobre gestión colaborativa de tesorería desde un enfoque *stakeholder* justifica el desarrollo del análisis cualitativo, el cual permite obtener una visión más clara y detallada del fenómeno objeto de estudio. Cabe destacar que la información obtenida en esta fase tiene como finalidad, única y exclusivamente, poder diseñar un estudio posterior más extensivo y profundo, de carácter cuantitativo, en el que se contrastan las hipótesis formuladas. El diseño de la investigación se ha basado en la combinación de metodologías, lo cual ha permitido que, a través de la parte cualitativa se identifiquen las variables necesarias para que se generen relaciones colaborativas en la gestión de tesorería entre empresas, las relaciones entre tales variables y los ítems que permiten medir las mismas y, así mismo, se ponga el modelo provisional *Mutual Cash Holding* (MCH), se planteen tanto la hipótesis general de partida como el resto de hipótesis cuya coherencia ha sido contrastada con la teoría y se construya el instrumento cuantitativo de medida, en este caso, el cuestionario. A su vez, en la parte cuantitativa se han confirmado los resultados procedentes de la fase anterior, a través del contraste de las hipótesis planteadas, lo cual ha permitido generalizar tales resultados.

Por tanto, el planteamiento de nuestro estudio, combina metodología inductiva, fundamentalmente en la fase exploratoria, con la metodología hipotético-deductiva, en la fase confirmatoria.

El proceso de investigación desarrollado en este estudio empírico se describirá a lo largo del presente capítulo en las siguientes secciones: identificación y contextualización del problema, análisis exploratorio, identificación de variables implicadas y formulación de hipótesis, y análisis confirmatorio (cuantitativo). Los resultados obtenidos en la fase exploratoria se presentarán en el capítulo cuatro, mientras

que los resultados del contraste cuantitativo desarrollado en la fase confirmatoria se exponen en el capítulo seis.

Finalmente, en el apartado de síntesis y conclusiones de este capítulo se presentará un diagrama visual del diseño de la investigación correspondiente al estudio empírico.

3.2. ANÁLISIS EXPLORATORIO

La investigación exploratoria constituye la fase ascendente del proceso inductivo-hipotético-deductivo de la ciencia, que partiendo de la observación de la realidad y tras una profunda reflexión acerca de la misma, permite generar hipótesis alternativas susceptibles de ser posteriormente contrastadas (Escudero y Cillán, 2013).

En este estudio, ante la falta de literatura, teoría y evidencia empírica en torno a las relaciones colaborativas entre empresas en la gestión de tesorería, ha sido necesario acudir a la realidad para saber si en la práctica existe alguna experiencia de este tipo. A partir de la identificación de tres casos particulares (Mondragón Corporación, TrocoBuy y Arboribus) y de su posterior análisis, se ha llegado a la formulación de las hipótesis a través de la inducción o generalización empírico-inductiva.

La cuestión central de esta primera fase del estudio es la siguiente: ¿Cuáles son las condiciones necesarias para que funcione un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre empresas? Dicho de otra forma: ¿Qué factores hacen posible el funcionamiento de un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre empresas?

En primer lugar hay que identificar cuáles son esos factores y ver si dependen de cada empresa o sector, lo cual nos permitirá contextualizar el tema objeto de estudio, a partir de los diferentes puntos de vista de las personas entrevistadas, así como de la documentación revisada. Estas necesidades existentes en el estudio justifican el desarrollo de una investigación cualitativa en esta fase exploratoria.

3.2.1. Método Delphi

El estudio de casos es un método particular de análisis cualitativo (Mucchielli & Paillé, 2003) que permite la comprensión profunda de diversas situaciones complejas en

las que múltiples factores interactúan entre sí. El estudio de casos permite analizar el fenómeno en su contexto real, utilizando múltiples fuentes de evidencia.

El análisis del caso es definido por Yin (1994, p. 13) como “una investigación empírica que estudia un fenómeno contemporáneo dentro de su contexto de la vida real, especialmente cuando los límites entre el fenómeno y su contexto no son claramente evidentes (...). Una investigación de estudio de caso trata exitosamente con una situación teóricamente distinta en la cual hay muchas más variables de interés que datos observacionales y, como resultado, se basa en múltiples fuentes de evidencia, con datos que deben converger en un estilo de triangulación; y también, como resultado, se beneficia del desarrollo previo de proposiciones teóricas que guían la recolección y el análisis de datos”. De acuerdo con esta definición, el análisis de casos puede utilizarse para testar teoría, sin embargo, en este estudio y siguiendo un enfoque clásico, será utilizado para generar o construir un modelo (Gersick, 1988; Harris & Sutton, 1986), al cual denominaremos *Mutual Cash Holding*.

El análisis del caso es un método adecuado cuando la contextualización es una parte importante del estudio y permite, en esta investigación, poner el foco en el contexto de la eficiencia en la gestión de tesorería.

Los tres casos analizados han sido seleccionados por representar experiencias de acuerdos de colaboración en gestión de tesorería adoptados por empresas con una gestión financiera o de tesorería profesionalizada entre las que no existe vínculo accionarial, además de ser casos relevantes en la gestión colaborativa de tesorería¹⁴, en el ámbito empresarial¹⁵, así como por su carácter innovador¹⁶.

El primer caso identificado y analizado es el sistema *cash pooling* desarrollado por la empresa Corporación Mondragón. Se trata de un caso singular y representativo de gestión eficiente de tesorería fruto de la colaboración entre un grupo de empresas cooperativas que constituyen uno de los mayores *holdings* cooperativos del mundo. Este grupo de empresas no tienen vínculo accionarial y toman decisiones financieras con

¹⁴ Modelo de *cash-pooling* en Corporación Mondragón, mientras que TrocoBuy y Arboribus son ejemplos de empresas situadas en diferentes áreas de las finanzas colaborativas, -LETS (*Local Exchange Trading Systems*) y *Crowdlending*- respectivamente.

¹⁵ Corporación Mondragón es primer grupo empresarial vasco y el décimo de España; TrocoBuy plataforma líder europea en financiación no bancaria y Arboribus plataforma líder en *Crowdlending* en España.

¹⁶ TrocoBuy y Arboribus han recibido en los años 2013 y 2014 sendos premios *Yared Award* a la innovación financiera en Europa, respectivamente, otorgado por el Foro de Gestión y Finanzas junto con la Universidad del País Vasco.

autonomía. Este caso se analizó en profundidad y sirvió de referencia para el estudio posterior de las otras dos experiencias que, siguiendo la tipología de acuerdos de colaboración en gestión de tesorería planteada en el capítulo dos, se clasificarían como acuerdos de colaboración centrados en la gestión de tesorería entre empresas con relación vertical a lo largo de la cadena de valor (TroccoBuy) y con una relación horizontal complementaria (Arboribus).

A continuación se realiza una breve presentación de las empresas participantes en el estudio:

- Corporación Mondragón (www.mondragon-corporation.com) tiene su origen en 1956, está integrada por más de 100 cooperativas autónomas e independientes y está establecida en el País Vasco. Su filosofía de empresa se halla recogida en sus valores corporativos: cooperación, participación, responsabilidad social, e innovación. Los principios básicos de MONDRAGÓN asumen y aglutinan en su proclamación los Principios Cooperativos Universales actualizados por la Alianza Cooperativa Internacional. Este grupo utiliza el sistema de *cash-pooling*¹⁷ con el fin de llevar a cabo una gestión eficiente de tesorería.
- TrocoBuy (www.trocobuy.com) es una plataforma financiera multisectorial no bancaria para Pymes, autónomos y emprendedores creada en 2012 en A Coruña. Actualmente cuenta con 15 empleados y más de 65.000 operaciones efectuadas. El modelo de negocio consiste en que las empresas que operan a través de la plataforma obtienen al inicio de sus operaciones un crédito (no en efectivo) que pueden utilizar para adquirir productos y servicios a otras empresas usuarias de la plataforma sin necesidad de hacer uso del efectivo o tesorería propios. La asignación de crédito implica un compromiso de ventas, de manera que la forma de devolver el crédito dispuesto es vender productos y servicios al resto de usuarios del sistema. La plataforma cobra una comisión que supone un porcentaje sobre el

¹⁷ El *cash pooling* se define de la siguiente manera (Naharro y Carrillo, 2014): “un acuerdo entre todas (o varias) sociedades de un mismo grupo que tiene por objeto la gestión de una cuenta corriente bancaria centralizada (*pool o master account*) por parte de una de ellas (sociedad *pooler*, la matriz o un vehículo societario ad hoc) en la cual se «*virtien*» (virtual o efectivamente) con carácter periódico –normalmente diario– los saldos activos y pasivos de las cuentas corrientes bancarias (periféricas) de las diversas sociedades que componen ese grupo. Se produce así un conjunto de préstamos automáticos intercompañías que se realizan día a día con el fin de optimizar la posición global del grupo, consiguiendo de esta manera un solo saldo por cada banco con el que se opere”.

importe de la operación con una comisión mínima fija. Se trata de un modelo que posibilita la compra-venta de productos y servicios de manera colaborativa sin desembolsar dinero en efectivo y en el que el intercambio se produce de manera multilateral, siendo el trueque el eje del sistema. Este modelo, basado en la filosofía de intercambio *win-win*, permite ahorrar capital, evitar desembolsos y optimizar la tesorería, ya que cada compra implica una venta para la empresa y viceversa. Además de las ventajas financieras citadas, también ofrece ventajas comerciales (almacenamiento libre online, plataforma e-commerce, acceso a nuevo mercados y clientes, etc.) y de marketing (exposición y publicidad virtuales).

- Arboribus (www.arboribus.com) se constituyó en Barcelona en el año 2012 y funciona como una plataforma de *crowdfunding* orientada hacia la canalización de préstamos desde los inversores particulares a las Pymes. Esta plataforma ha prestado hasta el momento una cantidad de 9.232.790,00€, habiéndose amortizado aproximadamente el 50%, y mantiene una tasa de morosidad histórica del 4,96%. Esta plataforma pone en contacto a inversores y empresas facilitando la concesión de créditos. Arboribus realiza un filtro entre las empresas solicitantes de crédito rechazando o aceptando sus propuestas y otorgándoles un rating para que el inversor pueda conocer el riesgo que asume en la inversión. Funciona como un intermediario cobrando una comisión más baja que la cobrada por las entidades financieras, favoreciendo a los inversores la obtención de rentabilidades más elevadas y a los prestatarios costes más bajos que en el caso de inversión/financiación bancaria.

La tabla 3.1. contiene la ficha técnica de la investigación cualitativa llevada a cabo en esta primera fase de carácter exploratorio. En ella, se muestra información descriptiva sobre los aspectos más importantes de esta parte de la investigación.

Tabla 3.1. Ficha técnica de investigación exploratoria (Análisis cualitativo)

1ª FASE: ESTUDIO EXPLORATORIO (Análisis cualitativo). Ficha técnica de la investigación			
	CORPORACIÓN MONDRAGÓN	TROCOBUY	ARBORIBUS
Técnica Cualitativa	Delphi modificado	Delphi modificado	Página web y entrevista personal
Participantes	3 directores financieros y de tesorería de Corporación Mondragón	2 directores financieros y de tesorería de TrocoBuy	1 director financiero
Fecha	De Junio 2012 a enero 2013	De septiembre 2013 a Noviembre 2013	De diciembre 2013 a enero 2014
Tiempo	5 horas presenciales + 10 horas acción investigadora (matriz-discusión-correo-teléfono)	3 horas presenciales + 8 horas acción investigadora (matriz-discusión-correo-teléfono)	4 horas presenciales + 7 horas de acción investigadora
Lugar	Mondragón	TrocoBuy (Galicia)	Páginas web y Bilbao

Fuente: elaboración propia

En cada caso se ha optado por el método *Delphi* como técnica de investigación ya que permite recoger un análisis desde el punto de vista de un grupo de expertos a los cuales se someterá a un proceso sistemático e iterativo orientado a la obtención de sus opiniones y, en la medida de lo posible, al mayor grado de consenso posible. (Linstone & Turoff, 1975; Landeta, 1999). La elección de este método se justifica en este caso, ya que como técnica exploratoria puede utilizarse para desarrollar una construcción teórica relativa a un área de estudio o para realizar una aproximación aplicada al diseño definitivo de una investigación (Gaitán y Piñuel, 1998), así como para identificar y/ o priorizar diversos temas (Okoli & Pawlowski, 2004). Así, ante la escasez de información sobre el tema objeto de estudio y dado que la investigación buscaba la identificación de los factores que permiten el funcionamiento de una gestión colaborativa de tesorería entre empresas, así como el desarrollo de un modelo que unifique y relacione las variables identificadas, se requería un enfoque basado en expertos, profesionales con experiencia en finanzas y gestión de tesorería, y la metodología *Delphi*, como técnica de carácter grupal, resultaba adecuada en gran medida.

En concreto, se ha aplicado una variedad *Delphi* modificado (*modified Delphi*) orientada a maximizar la contribución efectiva de expertos profesionales (Landeta, Barrutia & Lertxundi, 2011), combinando grupos de discusión cara a cara o *focus groups*, entrevistas individuales y el método *Delphi* para la obtención de información de expertos profesionales en finanzas y tesorería dentro del contexto de las empresas en las que trabajan¹⁸.

La dificultad para coincidir en tiempo y espacio con los expertos profesionales requeridos por el estudio, así como la conveniencia de mantener la independencia de sus aportaciones respecto a las de los otros expertos consultados, justifica la utilización del método *Delphi*, el cual se caracteriza por los siguientes aspectos: a) anonimato, garantizado en nuestro caso en las respuestas dadas por cada experto; b) proceso iterativo que requiere un mínimo de dos respuestas por cada experto (mínimo de dos rondas); c) *feedback* controlado, que incluye la integración de contribuciones cuantitativas o cualitativas por parte de los coordinadores antes de ser enviados a los expertos en la siguiente ronda; d) respuesta de grupo estadística, que integra todas y cada una de las respuestas de los expertos. El método aplicado en la investigación reúne los requisitos necesarios para poder ser considerado como *Delphi*.

Adicionalmente, con el fin de aprovechar también las ventajas inherentes a las técnicas de interacción abierta (Van Dijk, 1990), se optó por complementar la utilización del *Delphi* con entrevistas individuales y en grupo, en las que se discutió sobre el problema y los resultados de las rondas anteriores hasta completar un número de rondas en las que se alcanzó un consenso.

En el caso de Corporación Mondragón han sido necesarias tres rondas dentro del *Delphi*, además de las entrevistas (entrevista personal, e-mail, entrevista en grupo), para poder alcanzar un modelo único basado en la alta similitud de conceptos e ideas proporcionados por los responsables financieros y de tesorería de la empresa (anteriores y actuales) implicados desde el inicio de la experiencia. El proceso se desarrolló del siguiente modo:

1. Fase *Focus Group*. En primer lugar se realizó una entrevista presencial semiestructurada en grupo (3 expertos profesionales y 2 expertos investigadores) en las

¹⁸ Limitación: bajo número de participantes expertos profesionales.

que se presentó el problema, se abrió un turno de preguntas abiertas para resolver dudas y se buscaron explicaciones al *cash pooling* desarrollado en la empresa, otras experiencias, ideas y reflexiones. El resultado de las entrevistas fue la determinación inicial de 9 variables.

2. A continuación, se aplicó el método *Delphi* en tres rondas. En una primera ronda, vía correo electrónico, se solicitó a cada uno de los directivos que valoraran el grado de influencia de cada variable con respecto al resto aplicando una escala Likert de 4 posiciones. De este modo, se identificaron las relaciones entre las variables con la ayuda de una matriz de impactos cruzados con objeto de obtener una explicación más profunda de la relación entre las variables relacionadas con la gestión de tesorería. Mediante el uso de esta matriz cuantitativa se ha podido obtener una representación más objetiva de las conexiones entre las variables. En una segunda ronda, se envió por correo electrónico a cada directivo, como resultado de la ronda anterior, un modelo provisional que relacionaba las variables y sobre las cuales se plantearon una serie de cuestiones. Fruto de la matriz de impactos cruzados, conversaciones telefónicas, dinámicas de grupo y entrevistas realizadas se envió, en una tercera ronda, por correo electrónico un modelo exploratorio del *cash pooling* de Mondragon con una explicación del mismo, solicitando cualquier sugerencia o modificación sobre el mismo. La relación entre las variables se confirmaron en la tercera ronda mediante este modelo relacional exploratorio.

3. Fase entrevista final presencial para la presentación y comentarios de los resultados.

En el caso de TrocoBuy, tras una entrevista en la que se presentó el problema, solamente fueron necesarias dos rondas con dos directivos y el apoyo de una matriz de impactos cruzados para la obtención de un consenso sobre las variables determinantes de la gestión de tesorería en colaboración y de un modelo exploratorio. Por último, en el caso de Arboribus sólo se realizó una entrevista. El tiempo empleado en cada caso ha sido de más de 10 horas y se ha llevado a cabo la grabación y transcripción de la mitad de las entrevistas.

Al no existir un consenso en el número idóneo de casos a analizar (Patton, 1990; Perry, 1998), se ha optado por no analizar más casos al alcanzarse un cierto grado de redundancia (Guba & Lincon, 1985).

Como resultado del análisis cualitativo de datos se propone el modelo provisional *Mutual Cash Holding* (MCH) en el capítulo cinco, a partir del estudio de las tres experiencias identificadas y cuyo desarrollo se presentará en el capítulo cuatro.

3.2.2. Análisis empírico cualitativo

Para finalizar con la fase exploratoria se han contrastado y confirmado las variables identificadas en el estudio inicial exploratorio, es decir, la conveniencia y coherencia del modelo provisional MCH, propuesto y desarrollado en la etapa anterior a partir del estudio de los tres casos de empresas (Corporación Mondragón, TrocoBuy y Arboribus), mediante entrevistas personales en profundidad con directivos financieros de diversas empresas, a través de las cuales se identificaron 36 ítems que fueron utilizados posteriormente para la elaboración del cuestionario empleado en la segunda fase de la investigación, de carácter confirmatorio.

Las empresas y organizaciones entrevistadas en esta etapa, seleccionadas por su relevancia en diferentes sectores, diversa tipología (mercantiles y sociales) y pertenencia a un territorio con disposición positiva hacia la colaboración superior a la media europea¹⁹, son las siguientes: Idom²⁰ (servicios ingeniería, arquitectura y consultoría), Lantegi Batuak²¹ (oportunidades laborales a personas con discapacidades) y Arteché²² (sector eléctrico).

La entrevista en profundidad es definida por Fernández Nogales (2013, p. 575) como “una interacción dinámica de comunicación entre dos personas, entrevistador y entrevistado, bajo el control del primero y con el objetivo de conseguir información profunda sobre la relación entre el entrevistado y el tema analizado mediante el discurso libre y espontáneo”.

La entrevista en profundidad puede ser utilizada como metodología única en una investigación o como técnica complementaria a una técnica cuantitativa. En esta

¹⁹ Todas las empresas pertenecen a la Comunidad Autónoma del País Vasco que, según datos del Eustat (Instituto Vasco de Estadística), se encuentra al nivel de los países con alta innovación según el Índice Europeo de Innovación-EIS 2016 y, en concreto, destaca por el indicador que mide el porcentaje de Pymes innovadoras que colaboran en materia de innovación con otras empresas o instituciones (14,6% en la Comunidad Vasca frente al 10,3% en la Unión Europea).

²⁰ Idom se fundó en 1957 y es actualmente un grupo líder multidisciplinar con más de 2500 empleados en 34 oficinas distribuidas en 16 países a lo largo del mundo. Proporciona servicios de ingeniería, arquitectura y consultoría.

²¹ Lantegi Batuak ofrece oportunidades de trabajo en los sectores de industria y servicios a más de 2500 personas que sufren de desórdenes mentales y discapacidades intelectuales, físicas y sensoriales.

²² Arteché cuenta con un recorrido de 65 años en el sector eléctrico. Es una empresa de prestigio a nivel mundial, con un equipamiento que actualmente opera en más de 150 países.

investigación, cumple una doble función ya que permite, por una parte, llevar a cabo un contraste empírico cualitativo del modelo provisional *Mutual Cash Holding* (MCH) y, por otra parte, recoger información necesaria para la generación de ítems que serán utilizados posteriormente para diseñar de forma más precisa el cuestionario, así como contribuir al planteamiento de hipótesis.

La entrevista en profundidad es una técnica cualitativa adecuada en nuestro estudio ya que los sujetos entrevistados son directivos financieros de empresas que por cuestiones de limitación de espacio-tiempo tienen dificultades para poder participar en sesiones de expertos en grupo. Además, el tema objeto de estudio, el modelo provisional *Mutual Cash Holding* (MCH), requiere de más tiempo en exclusiva con cada entrevistado, con el objeto de profundizar en las seis variables que integran el modelo.

Existen dos tipos de entrevistas: estructuradas y semiestructuradas. Mientras la entrevista estructurada se plantea como una encuesta siguiendo un guión de preguntas abiertas previamente diseñado, la entrevista semiestructurada se plantea con un formato más libre sin hacer preguntas muy rígidas en donde se fomenta una conversación en la que se produce un intercambio de información continuo mediante el planteamiento de preguntas y respuestas por ambas partes (Fernández Nogales, 2013). Dado que el objetivo de las entrevistas en profundidad en este estudio es determinar la conveniencia y coherencia del modelo MCH, así como la generación de los ítems necesarios para la construcción del instrumento de recogida de información cuantitativa, se ha optado por el planteamiento de una entrevista semiestructurada que fomente la espontaneidad en la respuesta, así como la aparición de variables no identificadas de antemano en la etapa anterior y la generación de indicadores que expliquen dichas variables.

Las etapas seguidas para realizar la entrevista han sido las siguientes:

1. Fase de preparación en la que, tras haber seleccionado a los expertos a entrevistar, se ha elaborado un guión con las siguientes cuestiones:
 - a. ¿Conoce alguna experiencia de gestión colaborativa de tesorería que su empresa haya desarrollado con otras empresas? En caso afirmativo, explique su funcionamiento.
 - b. ¿Conoce alguna experiencia de gestión colaborativa de tesorería entre empresas fuera de su compañía? En caso afirmativo, explique su funcionamiento.
 - c. ¿Qué opina sobre el modelo desarrollado a partir de las tres experiencias identificadas y analizadas en la etapa anterior? ¿Cree que las variables incluidas son relevantes? ¿Incluiría alguna variable adicional en el modelo?
2. En la fase de desarrollo, tras la presentación e introducción del tema objeto de estudio, al inicio de la entrevista se ha mostrado a los entrevistados la figura que describe el modelo provisional MCH resultante de la etapa anterior con el fin de facilitar la visualización de las variables integrantes del modelo así como las relaciones entre las mismas. A continuación, manejando mentalmente el guión de las cuestiones planteadas en la fase de preparación, se ha intentado que los entrevistados las respondan de manera libre y sin seguir un orden concreto.
3. En la fase de tratamiento y análisis de la información cabe destacar que las entrevistas han sido grabadas y posteriormente transcritas. Tras la revisión de todas las entrevistas se ha realizado un análisis descriptivo en el que se han revisado y organizado los resultados clasificados por cada variable.

En la tabla 3.2. se recoge la ficha técnica de las entrevistas semiestructuradas en profundidad con los directivos financieros de las empresas seleccionadas.

Tabla 3.2. Ficha técnica del contraste empírico cualitativo

<i>Contraste empírico cualitativo (segunda etapa del análisis exploratorio) Ficha técnica de las entrevistas en profundidad</i>	
Técnica Cualitativa	Entrevista semiestructurada personal en profundidad (grabación y transcripción)
Participantes	Expertos con directores financieros y de tesorería de empresas profesionalizadas
Número de entrevistas	Tres entrevistas.
Fecha	Abril-junio 2014.
Tiempo	Una hora, aproximadamente.
Lugar	País Vasco - Empresa.

Fuente: elaboración propia

Los resultados de las entrevistas en profundidad se presentan en el capítulo cuatro.

3.3. PROPUESTA DEL MODELO MUTUAL CASH HOLDING (MCH)

La hipótesis general es la expresión amplia de una propuesta de investigación y, en general, suele coincidir con la pregunta de investigación o problema al cual se trata de dar solución. En nuestro caso, tal y como se ha visto anteriormente, la hipótesis general de partida es la siguiente: Los resultados tanto económicos como sociales serán mejores para todos los *stakeholders* si se realiza una gestión de tesorería basada en la confianza mutua y el bien común. Por otra parte, las hipótesis específicas son las que permiten contrastar la solución inicial ofrecida.

El análisis cualitativo realizado en la fase exploratoria ha permitido identificar las condiciones necesarias para que puedan generarse y mantenerse relaciones colaborativas entre empresas en la gestión de tesorería. Los factores identificados en la fase exploratoria son los siguientes: confianza, expectativas de beneficio mutuo, transparencia, garantías, gestión y beneficio mutuo. En esta misma fase se identifican, a su vez, los indicadores que permiten medir estas variables, así como las relaciones causales entre las mismas y que constituyen las seis hipótesis específicas a contrastar en la segunda fase del estudio, de carácter cuantitativo.

Por tanto, las hipótesis formuladas en esta investigación se corresponden con las relaciones causales entre las variables consideradas como necesarias para que se puedan generar relaciones colaborativas de tesorería entre empresas y que han sido indetificadas de manera inductiva a partir de los tres casos analizados como resultado del análisis cualitativo desarrollado en la fase exploratoria.

En la formulación de las hipótesis hemos seguido la definición conceptual de Sánchez y Alemán (2013) y las condiciones necesarias como para que puedan ser consideradas científicas señaladas por Cillán y Escudero (2013). Según estos autores, las hipótesis deben estar fundamentadas, en la medida de lo posible, en el conocimiento previo o, al menos, resultar compatible con el cuerpo de conocimientos científicos existente. Por esta razón, aunque las hipótesis formuladas son resultado del análisis cualitativo desarrollado en la fase exploratoria y obtenidas de manera inductiva, la fase confirmatoria se inicia en el capítulo cinco comprobando la coherencia de las relaciones causales identificadas con la teoría, antes de proceder a la formulación de las hipótesis y a su contrastación cuantitativa en el capítulo seis.

Por lo tanto, nuestras hipótesis han sido formuladas a partir de los resultados obtenidos del análisis exploratorio y tras comprobar su coherencia con la fundamentación teórica, todo ello teniendo en cuenta las preguntas de investigación y los objetivos a alcanzar y que fueron planteados en la introducción de este trabajo

En el capítulo cinco se plantean las definiciones conceptuales y operacionales de las variables contenidas en las hipótesis, se constata la coherencia de las relaciones entre las variables con la teoría y se formulan las hipótesis específicas.

3.4. ANÁLISIS CONFIRMATORIO: CONTRASTE CUANTITATIVO

La investigación explicativa constituye la fase descendiente del proceso inductivo-hipotético-deductivo de la ciencia, asociada a la fase de justificación o fase de confirmación, y que tiene por objetivo verificar el fundamento de una hipótesis por medio de un procedimiento metódico diseñado para tal propósito (Cillán y Escudero, 2013).

En esta fase se trata de establecer las causas y los efectos de un fenómeno mediante la verificación de hipótesis. El contraste positivo garantiza la fuerza explicativa de la hipótesis y dota de credibilidad a la explicación o solución que supone la hipótesis. En la fase explicativa se exige operar con rigor, coherencia, racionalidad, método, transparencia y contrastación con la realidad.

Esta fase confirmatoria tiene por objeto contrastar cuantitativamente mediante la modelización de ecuaciones estructurales las hipótesis formuladas y que se corresponden con las relaciones causales entre las variables que integran el modelo *Mutual Cash Holding* a partir de las puntuaciones otorgadas por directivos financieros de empresas profesionalizadas españolas a los 36 ítems que miden las seis variables en un cuestionario.

En la tabla 3.3. se recoge la ficha técnica de la segunda fase del estudio, fase confirmatoria o explicativa, en el que se ha llevado a cabo el análisis cuantitativo.

Tabla 3.3. Ficha técnica de investigación confirmatoria (Análisis cuantitativo)

2ª FASE: ESTUDIO CONFIRMATORIO (Análisis cuantitativo). Ficha técnica investigación	
Población	3.126 directivos financieros españoles. Base de datos proporcionada por la Asociación española de directivos financieros de empresa ASSET
Muestra	343 cuestionarios
Ámbito Geográfico	España
Índice Respuestas	13,10%
Técnica	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tras la validación de encuesta online mediante un <i>pre-test</i>, se ha hecho uso de plataforma encuestafacil.com para recoger los datos 2. Se ha incrementado el número de respuestas mediante entrevistas telefónicas empleándose el mismo cuestionario
Recogida de datos	Trabajo de campo realizado por la asociación ASSET (Asociación Española de Financieros de Empresa) con el apoyo de una empresa de <i>telemarketing</i> subcontratada. Periodo Diciembre 2014-Febrero 2015
Error Muestral	5% ²³
Análisis de la información	Técnicas de análisis: Análisis univariante descriptivo, bivariante y multivariante (Modelos de Ecuaciones Estructurales PLS-SEM) Software análisis: SPSS Statistics 22, SmartPLS 3 Professional

Fuente: elaboración propia

En este estudio, el instrumento de recogida de datos primarios de carácter cualitativo empleado ha sido un cuestionario estructurado, diseñado con el objeto de obtener información sobre la pertinencia de las seis variables propuestas y las relaciones entre ellas, y con el fin último de confirmar la conveniencia y coherencia del modelo propuesto. Tras comprobar la validez externa mediante un cuestionario piloto, se ha enviado el cuestionario definitivo a través de la plataforma encuestafácil.com con la colaboración de ASSET (Asociación Española de Financieros de Empresa), quien ha realizado el trabajo de campo con el apoyo de una empresa de telemarketing subcontratada, a 3.126 directivos financieros españoles incluidos en la base de datos

²³ Error muestral calculado bajo supuesto de muestra aleatoria

proporcionada por esta asociación²⁴. Se obtuvo un índice de respuesta del 13,10 %, y 343 cuestionarios respondidos por responsables de tesorería de empresas profesionalizadas de España; considerándose una muestra representativa de la población objeto de estudio.

Los datos recogidos mediante el cuestionario fueron sometidos, en primer lugar a un análisis univariante descriptivo y, en segundo lugar, un análisis bivariante mediante el uso de SPSS Statistics 22. Finalmente, se realizó un análisis multivariante a través de la aplicación de modelos de ecuaciones estructurales en el que se empleó el programa informático SmartPLS 3 Professional.

El desarrollo del análisis cuantitativo así como los resultados del mismo se detallan en el capítulo seis.

3.4.1. Población y muestra

A continuación siguiendo las definiciones propuestas por Osinski y Sánchez (2013) presentamos los conceptos de población y muestra.

Se entiende por población todos los elementos objetivo potencial sobre los que se desea concluir o generalizar los resultados. En nuestro estudio la población queda detallada por los 3.126 directivos financieros españoles que están incluidos en la base de datos suministrada por la Asociación Española de Financieros de Empresa (ASSET). La muestra queda formada por el conjunto de individuos con los que se contacta mediante algún protocolo de muestreo y de los que se obtiene información para inferir las características del conjunto de la población. En nuestro caso, la muestra queda conformada por los 343 cuestionarios respondidos por responsables de tesorería de empresas profesionalizadas españolas.

²⁴ El envío del cuestionario a los integrantes de la base de datos de ASSET garantiza la participación de empresas con gestión financiera o de tesorería profesionalizada.

La profesionalización de los expertos financieros es una característica relevante. Así, al igual que Custódio & Metzber (2014) basamos nuestros resultados en la idea de que las empresas con expertos financieros mantienen menos efectivo y más deuda, y son más sofisticados financieramente, de manera que las implicaciones y potenciales innovaciones financieras aumentan con la inclusión de esta restricción en la muestra. Por ello, incluimos esta característica en la definición de la población.

Se entiende por muestreo el diseño, implantación, y aplicación de un procedimiento técnico que permita seleccionar un conjunto reducido de individuos sobre los que extraer conclusiones que deben ser generalizables a toda la población. La cantidad de individuos que constituyen la muestra (tamaño), así como la calidad de la información suministrada por los mismos (representatividad) son características fundamentales de la muestra.

Se considera que una muestra es representativa cuando se corresponde con una parte típica de la población en la/s característica/s que son relevantes para el objetivo de la investigación.

Si hay grupos diferenciados en la población que se supone ofrecen características especiales, a efectos de los objetivos de la investigación, la muestra también deberá considerarlos en la misma proporción que en la población. En nuestro estudio, dos clasificaciones tradicionales de las empresas son las que atienden a los criterios de tamaño y de sector de actividad. Además, en la revisión de la literatura realizada en el capítulo primero se han identificado el tamaño y las oportunidades de crecimiento, que a su vez dependen del sector de actividad, como variables determinantes del *cash holding* (Opler *et al.*, 1999; Dittmar *et al.*, 2003; Ferreira & Vilela, 2004; Guney *et al.*, 2007; Martínez-Carrascal, 2010; Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012).

Atendiendo al criterio de tamaño hemos diferenciado entre microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas, en función del número de empleados de la empresa²⁵. Mientras que se ha clasificado a las empresas en función del sector en el que desarrollan su actividad diferenciándose entre empresas pertenecientes a los siguientes

²⁵ Clasificación de empresas por tamaño en función del número de empleados según Reglamento (UE) n°651/2014 de la Comisión Europea. Se ha utilizado el número de empleados, no la combinación de número de empleados y volumen de facturación, como criterio único de tamaño por razones de simplicidad, al igual que en los datos proporcionados por Eurostat y OCDE.

cuatro sectores²⁶: 1) sector de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca; 2) industria; 3) construcción; 4) servicios.

La Asociación Española de Financieros de Empresa ASSET que integra a los Directores Financieros, Tesoreros y a todos aquellos profesionales del área de las finanzas pertenecientes tanto a empresas como entes públicos ha sido quien ha detallado nuestro marco muestral. La muestra representa de este modo a las empresas españolas con gestión financiera profesionalizada. Mediante la colaboración de ASSET se envió un cuestionario online a 3.126 financieros españoles que conforman la base de datos de que dispone esta asociación. El índice final de respuesta alcanzó el 13.10% y el número de cuestionarios validados ascendió a 343.

A posteriori, tal y como se muestra en el capítulo seis, los encuestados respondían en su mayoría al perfil de directivos financieros y de tesorería de empresas españolas. De ahí, la garantía de realizar la consulta y confirmar el posterior modelo basándonos en la opinión de expertos profesionales. Así mismo, se ha comprobado que la muestra se ajusta a la población según el criterio de sector y el criterio cruzado de sector y tamaño, si bien existe cierto sesgo por tamaño debido a la inclusión de microempresas en el marco muestral, las cuales se presentan en un porcentaje muy elevado en la población de empresas españolas, pero al mismo tiempo se corresponden con el tipo de empresa menos profesionalizado²⁷.

La muestra así, es suficientemente representativa de la población objeto de estudio, permitiendo llevar a cabo el estudio con base en la misma y establecer las conclusiones finales trasladables a la población.

A su vez, la muestra cumple con el requisito de tamaño mínimo muestral (60) requerido por la técnica PLS-SEM, aplicada posteriormente en el análisis multivariante de modelos de ecuaciones estructurales.

3.4.2. Proceso metodológico de diseño del cuestionario: validez interna y externa del cuestionario

El desarrollo del cuestionario se llevó a cabo con el objeto de asegurar la validez del contenido. En concreto, se ha diseñado el cuestionario para obtener información sobre la pertinencia de las seis variables propuestas y las relaciones entre ellas, a fin de confirmar

²⁶ Clasificación de empresas por sector de actividad según NACE Rev. 2 (*Statistical Classification of Economic Activities in the European Community, Rev. 2*).

²⁷ Ver capítulo seis para una descripción más detallada.

la conveniencia y coherencia del modelo propuesto. Las variables objeto de estudio fueron identificadas en la fase previa de la investigación a partir del análisis de las tres experiencias reales de tesorería colaborativa (Corporación Mondragón, TrocoBuy y Arboribus). Posteriormente, se propuso el modelo provisional *Mutual Cash Holding* (MCH) y se contrastó la conveniencia y coherencia del mismo mediante entrevistas personales en profundidad con directivos financieros de diversas empresas (Idom, Lantegi Batuak y Artech) para garantizar que el modelo era también aplicable a otras empresas y organizaciones. A través de tales entrevistas se identificaron 36 ítems. A continuación se diseñó un cuestionario piloto con los 36 ítems identificados a los cuales había que responder aplicando una escala de Likert de 1 a 5.

La validez externa del cuestionario piloto se realizó con el fin de testar si los 36 ítems identificados servían para explicar, crear o construir los seis constructos detectados. El cuestionario piloto fue enviado por e-mail a un grupo de expertos adjuntando una carta de presentación del estudio a realizar. El cuestionario a testar fue respondido en septiembre de 2014 por 23 expertos, de los cuales entre 9 y 10 eran académicos y el resto especialistas en negocios, todos ellos pertenecientes al área de finanzas y de nacionalidad española, salvo 3 expertos de origen latinoamericano (México, Colombia y Brasil), si bien éstos últimos poseían un profundo conocimiento de las empresas españolas. En cinco casos, se realizaron entrevistas de unos 20 minutos para testar el cuestionario piloto y comprender mejor cuáles eran las dudas y los problemas que el cuestionario podía ocasionar. Se hizo mucho hincapié en esta parte ya que el cuestionario había sido enviado online y no había opción a *feedback* entre entrevistador-entrevistado.

Una vez analizados los cuestionarios cumplimentados y tras calcular la media obtenida para cada ítem, se procedió a revisar el cuestionario siguiendo los siguientes criterios: a) ítems con ponderación inferior a 3, se procede a su eliminación (carecían de importancia para explicar el concepto al que se hacía referencia); b) ítems con ponderación media igual o inferior a cuatro, se modifica su revisión obligatoriamente; c) ítems con ponderación media superior a 4, se revisan y sólo se modifican si se estima conveniente. En general, se realizaron cambios en la redacción de gran parte de los ítems (28), y se cambiaron algunos términos financieros con el objeto de clarificar el significado de cada ítem. En concreto, se procedió a eliminar uno de los ítems y se incorporó uno nuevo siguiendo las observaciones y comentarios de los expertos.

Finalmente, constatamos con el apoyo de los expertos que los ítems eran válidos para explicar los seis constructos. Cabe destacar el esfuerzo realizado por hacer entender que en esta etapa de validación externa los expertos sólo debían contrastar los constructos, no el modelo en sí, es decir, testar si los ítems explicaban el significado completo de cada constructo. Se confirmó que estos ítems pueden ser considerados como posibles causas de cada constructo.

Tras la revisión y posterior validación, el cuestionario definitivo está constituido por 36 ítems que están agrupados en seis bloques, uno por constructo (expectativas, confianza, transparencia, garantía, gestión y beneficio mutuo) (Ver Anexo A1). Cada ítem es valorado según una escala Likert de 1 a 5. Se incluyeron algunas cuestiones generales (sector de actividad, número de empleados de la empresa, fecha de constitución de la empresa, cargo desempeñado en la empresa y género del encuestado) con el objeto de poder describir el perfil de los encuestados y de las empresas en las que trabajan; así como poder utilizar estas variables como determinantes del comportamiento o predisposición a establecer el modelo MCH en sus respectivas empresas.

3.4.3. Recogida de datos mediante encuesta

El proceso de recopilación de datos se llevó a cabo en el periodo Diciembre 2014-Febrero 2015. El instrumento utilizado para recoger los datos ha sido una encuesta online, que tiene como principal ventaja, frente a otro tipo de encuestas, la posibilidad de acceder a un amplio número de personas con bajo coste y gran rapidez. Si bien uno de los grandes inconvenientes de este instrumento es el problema de la representatividad estadística de la muestra, debido a la gran dificultad para hacer muestreos probabilísticos y a la baja tasa de respuesta²⁸ (Vidal Díaz de Rada, 2012).

El cuestionario fue enviado a todos los profesionales expertos integrantes de la base de datos de ASSET (3.126), si bien de los 409 cuestionarios retornados, 66 eran inservibles debido a la pérdida de datos, de modo que el análisis de datos se basó en 343 cuestionarios validados, que implican un índice de respuesta del 13,1%.

La encuesta online o encuesta autoadministrada por internet enviada ha seguido un formato que consiste en el envío de una invitación a los miembros de la base de datos

²⁸ La tasa de respuesta puede ser muy variable según los segmentos de población y habitualmente es inferior al 5%.

de ASSET vía e-mail, que contenía un link a través del cual se ingresaba a una encuesta diseñada online mediante el uso de la plataforma encuestafacil.com para recoger los datos. Los profesionales financieros que aceptaron la invitación completaron la encuesta y las respuestas se almacenaron en una base de datos que luego se descargó a una hoja excell para su procesamiento.

De manera previa al envío definitivo se realizó un *pre-test* online con el objeto de probar técnicamente el correcto funcionamiento con los miembros del consejo de la asociación ASSET, quienes confirmaron que no existían problemas técnicos ni de comprensión.

Para asegurar que el receptor del cuestionario entendía la información requerida, junto con el cuestionario se envió una carta de presentación (Ver Anexo A2) en el que se resaltaba el propósito del estudio y la importancia de la investigación. Asimismo se exponía el modelo MCH al que hacían referencia las cuestiones. Dado que en un primer intento del lanzamiento del cuestionario online el número de respuestas fue bajo, previo al segundo intento realizado al cabo de tres semanas, el proceso se reforzó con la subcontratación de una empresa de telemarketing, la cual recopiló los datos restantes incrementando las respuestas a través de llamadas telefónicas.

3.4.4. Método Estadístico

Con objeto de examinar cada uno de los ítems del modelo se han analizado tanto las medias como las desviaciones. Asimismo, se ha realizado una comparación de medias. Los análisis de pruebas de normalidad (Kolmogorov-Smirnov²⁹) y homocedasticidad (prueba de Levene³⁰), nos llevan a concluir que las poblaciones originales de las que se extraen los datos no cumplen el supuesto de normalidad, pero sí el de homocedasticidad. Por lo tanto, se realiza el análisis no paramétrico, en concreto, la prueba H de Kruskal-Wallis para varias muestras independientes³¹, la cual nos permitirá decidir si puede

²⁹ La Prueba Z de Kolmogorov-Smirnov para una muestra se utiliza para comprobar que cada una de las variables se distribuye normalmente. Esta prueba Komogorov-Smornov se utiliza cuando el tamaño de la muestra es superior a 50 observaciones. Cuando el tamaño de la muestra es inferior a 50, se suele utilizar la prueba Shapiro-Wilk.

³⁰ La Prueba de Levene es una prueba estadística inferencial utilizada para contrastar la igualdad de las varianzas para una variable calculada para dos o más grupos. Si el p-valor es inferior a 0.05 la hipótesis nula de igualdad de varianzas se rechaza y se concluye que hay una diferencia entre las variaciones de la población. En nuestro caso, el p-valor resultante de la prueba de Levene es superior a 0.05 en todos los casos, por lo que se acepta la hipótesis nula de igualdad de varianzas y se concluye que no hay diferencia entre las varianzas para cada variable para cada categoría de sector y tamaño (homocedasticidad), respectivamente. Este test es una alternativa al test de Bartlett, el cual es más adecuado cuando estamos seguros de que los datos provienen de una distribución normal. Esta prueba se suele utilizar antes de realizar una comparación de medias.

³¹ La Prueba de Kruskal-Wallis es un método no paramétrico, por lo que no asume normalidad de los datos, aunque sí asume, bajo la hipótesis nula, que los datos proceden de la misma distribución (homocedasticidad). Es una alternativa no

aceptarse la hipótesis de que varias muestras independientes proceden de la misma población o de poblaciones idénticas con la misma mediana, es decir, si las poblaciones son idénticas o alguna de ellas presenta promedio mayores que otra.

Los estudios que tienen por objeto determinar el nivel de *cash holding*, utilizan las variables sector y tamaño como variables proxy, las cuales les permite establecer un control sobre las variables organizacionales y financieras que utilizan como determinantes del nivel de tesorería. Entre esos estudios es el de Opler *et al.* (1999) el pionero, pero muchos otros han seguido tratando de determinar otras variables que definan el nivel de tesorería. Así, se concluye en general que el nivel de efectivo se ve reducido con el tamaño; posiblemente porque son las grandes empresas las que tienen mayores oportunidades de crecimiento, el acceso a la deuda es mayor, y en general pueden hacer frente a imprevistos de tesorería (Opler *et al.*, 1999; Ozkan & Ozkan, 2004; Martínez-Sola *et al.*, 2013). Asimismo, en esta línea son los sectores con mayores crecimientos los que a priori necesitan de mayores niveles de tesorería, y son los sectores más estables los que mantienen su tesorería (entre otros, Martínez-Sola *et al.*, 2013).

Así, la literatura relativa al sector como variable determinante nos lleva a plantearnos las siguientes dos hipótesis:

Ho1: El sector no influye en el grado de importancia dado al *Mutual Cash Holding* a través de los constructos que lo componen..

Ha1: El sector influye en el grado de importancia dado al *Mutual Cash Holding* a través de los constructos que lo componen

A su vez, la literatura relativa al tamaño como variable determinante nos lleva a formular las siguientes dos hipótesis:

Ho2: El tamaño no influye en el grado de importancia dado al *Mutual Cash Holding* a través de los constructos que lo componen.

Ha2: El tamaño influye en el grado de importancia dado al *Mutual Cash Holding* a través de los constructos que lo componen.

En el capítulo seis (apartado 6.2.2.) se muestran los resultados del contraste de estas hipótesis.

paramétrica al ANOVA de un solo factor, el cual requiere que los datos sean normales. Asimismo, es una extensión de la prueba U de Mann-Whitney para 3 o más grupos.

3.4.5. Metodología de Ecuaciones Estructurales

Los modelos de ecuaciones estructurales (MEE) se han convertido recientemente en uno de los desarrollos más importantes del análisis multivariante y se han utilizado en casi todas las áreas de estudio, tales como educación, marketing, psicología, sociología, administración y gestión de empresas, salud demografía, organización, biología, etc.

En general, los métodos MEE permiten realizar las siguientes operaciones (Chin 1998a; Barclay, Higgins & Thomson, 1995):

- Modelizar el error de medida o grado con el que las variables que podemos medir (indicadores) no describen con precisión la variable latente objeto de estudio.
- Incorporar constructos no observables (variables latentes).
- Modelizar relaciones entre múltiples variables predictoras (independiente, exógenas) y criterios (dependientes o endógenas).
- Combinar y confrontar conocimiento a priori e hipótesis con datos empíricos.

Las dos principales razones por las que estos métodos han sido utilizados en tal diversidad de áreas de conocimiento son las siguientes (Hair, Tatham, Anderson & Black, 1998):

1. Se trata de un tipo de método que trata simultáneamente múltiples relaciones de forma directa y con eficiencia estadística (Análisis multivariante).
2. Permite analizar las relaciones en un ámbito general y facilitar una transición del análisis exploratorio al análisis confirmatorio.

Las razones fundamentales por las cuales hemos decidido utilizar en nuestro análisis los modelos de ecuaciones estructurales frente a otros métodos econométricos son las siguientes:

- A diferencia de la mayoría de los métodos econométricos, los MEE permiten modelizar el error de medida tanto en variables exógenas como en variables

endógenas (Bollen & Long, 1993). El modelo MCH incluye ambos tipos de variables.

- Los MEE permite evaluar modelos de medida y estructurales más complejos que los evaluados por los tradicionales procedimientos analítico-factoriales característicos de los métodos psicométricos y sociométricos (Bollen & Long, 1993). El modelo MCH es un modelo complejo integrado por seis variables (tres variables exógenas y tres variables endógenas), cada una de las cuales esta medida por seis indicadores, existiendo relaciones directas e indirectas entre los diferentes constructos.
- Los MEE son adecuados en nuestro caso ya que permiten confirmar el modelo MCH desarrollado en la fase exploratoria.
- En general, consideramos que es el método que mejor se adapta al campo de las ciencias sociales teniendo en cuenta al mismo tiempo tanto el enfoque econométrico como el psicométrico (Chin, 1998a; Barroso, Cepeda y Roldán, 2006).

El modelo de ecuaciones estructurales es un método confirmatorio, donde se construye un modelo con un sistema de efectos unidireccionales de una variable con otra en diagrama de caminos (*path diagram*). Este diagrama permite representar las relaciones entre variables dependientes e independientes, así como correlaciones entre constructos e indicadores.

Los MEE evalúan en un análisis único, sistemático e integrador dos submodelos representados bajo el mismo diagrama (Barroso, Cepeda y Roldán, 2006):

1. El modelo de medida, es decir, las cargas o pesos factoriales de las variables observables (indicadores o medidas) con relación a sus correspondientes variables latentes (constructos). En esta fase se valora fundamentalmente la fiabilidad y validez de las medidas de los constructos teóricos.
2. El modelo estructural, es decir, las relaciones de causalidad hipotetizadas entre un conjunto de constructos independientes y dependientes.

Los MEE pueden clasificarse en dos grupos en función del tipo de técnica estadística desarrollada en el análisis holístico:

1. Métodos basados en el análisis de covarianzas (CBM), como la máxima verosimilitud (ML) o mínimos cuadrados generalizados (GLS), desarrollados en programas estadísticos tales como LISREL, EQS, AMOS, Sepath, Ramona; MX y Calis.
2. Métodos basados en el análisis de componentes o *Partial Least Squares* (PLS), desarrollado en varios tipos de software como SmartPLS, VisualPLS o PLSGraph.

La elección de utilizar un método u otro dependerá de los objetivos de la investigación, del conocimiento que se tenga de la teoría o de las propiedades de los datos (Chin, 1998a).

Tabla 3.4. Resumen comparativo entre MEE basados en CBM y PLS

CRITERIO	PLS	CBM
Objetivo	Orientado a la predicción	Orientado a la estimación de parámetros
Enfoque	Basado en la varianza	Basado en covarianzas
Suposiciones	Especificación del predictor (no paramétrica)	Habitualmente distribución normal multivariada y observaciones independientes (paramétricas)
Estimación de parámetros	Consistente a medida que se incrementa el n° de indicadores y aumenta la muestra	Consistente
Puntuación de las variables latentes	Estimadas explícitamente	Indeterminada
Relaciones epistémicas entre las variables latentes y sus medidas	Pueden ser modeladas tanto en forma reflectiva como formativa	Habitualmente sólo con indicadores reflectivos
Implicaciones	Óptimo para precisión de predicción	Óptimo para precisión de parámetros
Complejidad de los modelos	Gran complejidad. P. ej. 100 constructos y 1000 indicadores	Complejidad pequeña a moderada. P.ej. Menos de 100 indicadores
Tamaño de la muestra	Análisis de poder basado en la porción del modelo con el número mayor de predictores. Recomendaciones mínimas entre 30 y 100 casos.	Basada idealmente en el poder de análisis de un modelo específico. Recomendaciones mínimas entre 200 y 800 casos.

Fuente: basado en Cepeda y Roldán (2004); Chin (2010)

En general, los modelos basados en covarianzas son más adecuados en situaciones donde la teoría en la que se basa la investigación y el objetivo de la misma se centra en un mayor desarrollo y evaluación de la teoría. Por su parte, son numerosos los autores que prefieren PLS cuando el marco teórico es más reducido, el fin de la investigación es de tipo predictivo y el modelo a estimar es más complejo (Barclay, Higgins y Thompson, 1995).

En el momento de elegir entre CBM o PLS, Chin (1998b) establece tres criterios básicos:

1. Si los constructos subyacentes son modelados como indeterminados o determinados³².

³² Un constructo indeterminado es una combinación de sus indicadores más un término de error. Un constructo definido es un compuesto de sus indicadores, es decir, una agregación lineal de sus indicadores y, por tanto, estará completamente determinado por sus indicadores no encontrándose libre del error de medida.

2. El alto o bajo grado de confianza que el investigador tiene en el modelo teórico y en la teoría auxiliar que vincula las medidas (variables observables) con los constructos.

3. Si el investigador está orientado hacia el cálculo de los parámetros o hacia la predicción.

Si las respuestas del investigador se inclinan hacia las segundas opciones, entonces PLS se convierte en el enfoque más adecuado.

Sin embargo, dado que PLS-SEM es una herramienta metodológica que incorpora continuamente avances y mejoras, algunos autores reclaman la emancipación de PLS-SEM frente CB-SEM con el que constantemente es comparado apelando al argumento de que el uso de los modelos de ecuaciones estructurales basados en modelos de factores comunes como punto de referencia y el uso de PLS-SEM para imitar los resultados lleva a confusión, críticas y ambigüedades en relación a la terminología utilizada (Richter, Cepeda, Roldán & Ringle, 2016)³³.

En definitiva, de acuerdo con Aldás-Manzano (2016, p. 13), “estamos ante herramientas que son complementarias y es tarea del investigador decidirse, dados los objetivos de su estudio, la estructura de su modelo y las características de sus datos, por uno y otro enfoque para la estimación”.

En nuestro caso se utilizarán modelos de ecuaciones estructurales para llevar a cabo el análisis multivariante del modelo MCH propuesto y se aplicará la técnica PLS-SEM, tal y como se justificará en el capítulo cinco.

3.5. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

En el presente capítulo se ha justificado la utilización de una combinación de métodos cuantitativos y cualitativos, enfoque muy utilizado en el ámbito de las ciencias sociales aunque en menor medida en el área de la dirección de empresas, y que implica la recogida y análisis de datos cualitativos y cuantitativos en un único estudio.

³³ Para resolver este problema y apoyar la idea de emancipación de PLS-SEM, Sarstedt, Hair, Ringle Thiele & Gudergan (2016) proponen un nuevo marco que distingue entre nivel teórico, conceptual y operacional del nivel estadístico del modelo y del nivel de estimación. Consideran que los métodos estadísticos sólo aproximan las variables conceptuales incluidas en modelos teóricos por medio de constructos incluidos en modelos estadísticos.

El propósito de este trabajo de investigación es contribuir a los modelos clásicos de gestión de tesorería planteando un modelo de gestión colaborativa de tesorería entre empresas alternativo o complementario a otros modelos de tesorería y sustentado en la teoría *stakeholder*, cuya finalidad última sea la obtención de beneficios tanto sociales como económicos para todas las empresas participantes.

Así, el objetivo de esta investigación consiste en proponer y contrastar un modelo de tesorería, denominado *Mutual Cash Holding* (MCH) basado en paradigmas de colaboración como base de las relaciones de tesorería entre empresas y, entre éstas y entidades financieras.

La idea central o hipótesis general de partida en torno al cual gira este modelo es que los resultados tanto económicos como sociales serán mejores para todos los *stakeholders* si se realiza una gestión de tesorería basada en la confianza mutua (Dees & Cramton, 1991) y el bien común (Felber, 2012).

La investigación empírica ha sido realizada en dos fases combinándose metodologías cualitativas con metodologías cuantitativas. En la primera fase, ante la falta de literatura sobre el objeto de estudio, es decir, las relaciones colaborativas en la gestión de tesorería entre empresas, ha sido necesario llevar a cabo un estudio exploratorio de carácter cualitativo. En esta fase se ha realizado un análisis en tres experiencias de colaboración en la gestión de tesorería entre empresas sin vinculación accionarial identificadas en la realidad (Corporación Mondragón, TrocoBuy y Arboribus). A partir de la información obtenida mediante la combinación de focus group, entrevistas individuales semiestructuradas y el método *Delphi* (*Delphi* modificado) a directivos financieros y de tesorería en el contexto de las empresas analizadas se han conseguido alcanzar los siguientes objetivos: a) identificar las variables que son necesarias para que puedan plantearse relaciones colaborativas en la gestión de tesorería entre empresas; b) identificar los indicadores que explican tales variables; c) identificar las relaciones causales entre las variables; d) diseñar el instrumento provisional de medida a utilizar en la fase cuantitativa; e) desarrollar el modelo provisional denominado *Mutual Cash Holding* (MCH).

Esta fase finaliza con un análisis cualitativo mediante entrevistas semiestructuradas a directivos de empresas, y concluye con la confirmación de las seis

variables (confianza, transparencia, expectativas de beneficios mutuos, garantías, gestión y beneficios mutuos) como necesarias para el desarrollo de una gestión colaborativa de tesorería entre empresas.

En la fase confirmatoria, antes de proceder al contraste cuantitativo, se conceptualizan y operacionalizan las variables implicadas y se comprueba la coherencia lógica y teórica de las relaciones causales identificadas de manera inductiva en la fase exploratoria. Este es el paso previo a la formulación de las hipótesis.

A continuación se procede a diseñar un cuestionario piloto que es sometido a validación externa y pre-test por expertos académicos en finanzas con el objeto de confirmar que los ítems identificados en la fase cualitativa sirven para explicar los constructos teóricos.

En la segunda fase, de carácter cuantitativo se ha diseñado el cuestionario para obtener información sobre la pertinencia de las seis variables propuestas y las relaciones entre ellas, a fin de confirmar la conveniencia y coherencia del modelo propuesto. Para ello, se realiza una encuesta online mediante el envío de un cuestionario a 3.126 directivos financieros y de tesorería que conforman la base de datos de la Asociación Española de Directivos Financieros de Empresa, con la colaboración de esta asociación. El índice de respuesta alcanzó el 13,10 %, y se analizaron los datos (puntuación otorgada por cada directivo a los 36 ítems agrupados en seis bloques –uno por constructo- de acuerdo a una escala Likert de 1 a 5) de 343 cuestionarios; considerándose una muestra representativa de la población constituida por directivos financieros y de tesorería de empresas profesionalizadas españolas.

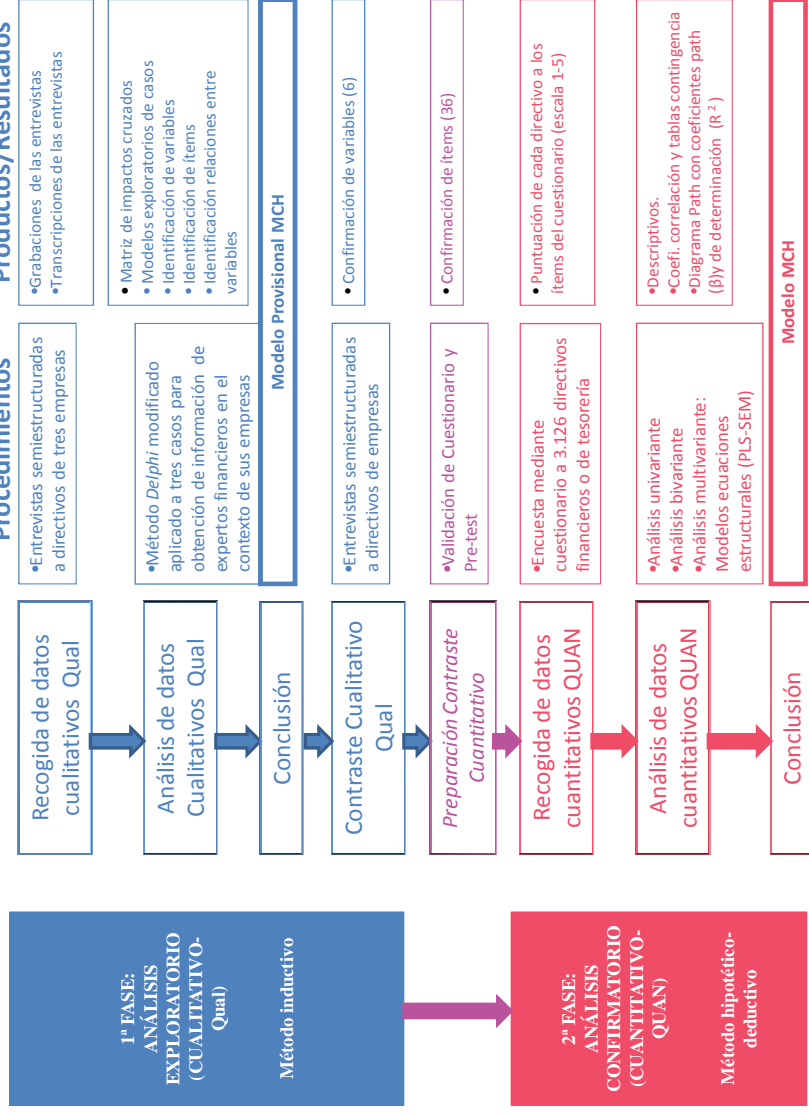
Los datos recogidos mediante el cuestionario fueron sometidos, en primer lugar a un análisis univariante descriptivo y, en segundo lugar, un análisis bivariante mediante el uso de SPSS Statistics 22. Finalmente, se realizó un análisis multivariante a través de la aplicación de modelos de ecuaciones estructurales en el que se empleó el programa informático SmartPLS 3 Professional y que permitió contrastar las hipótesis planteadas en el estudio cuantitativo.

Los resultados de la segunda fase del estudio permiten confirmar las hipótesis formuladas en torno al modelo *Mutual Cash Holding*, modelo explicativo de las relaciones colaborativas en la gestión de tesorería de las empresas y que permite

generalizar los resultados obtenidos en la fase cualitativa al conjunto de empresas profesionalizadas españolas.

A continuación se recoge en la figura 3.1 el diseño de la investigación empírica.

Figura 3.1. Diagrama visual del diseño del estudio empírico



Fuente: elaboración propia basado en Ivankova, Creswell y Stick, 2006; Sharma y Vredenburg, 1998; López, Claver y Molina, 2008

Capítulo 4 . Análisis Exploratorio

4.1. INTRODUCCIÓN

4.2. DESARROLLO DEL MODELO A PARTIR DEL ESTUDIO DE CASOS

4.3. DETERMINANTES COMUNES DEL *MUTUAL CASH HOLDING* A PARTIR DEL ESTUDIO DE CASOS

4.4. ANÁLISIS CUALITATIVO CON OTRAS EMPRESAS: ENTREVISTAS PERSONALES

4.5. FUNDAMENTACIÓN DEL *MUTUAL CASH HOLDING* (MCH) EN LA TEORÍA *STAKEHOLDER*

4.6. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

4.1. INTRODUCCIÓN

En el capítulo tres se ha presentado la metodología de investigación desarrollada a lo largo del estudio empírico, según la cual se han distinguido dos fases: una primera fase exploratoria, de carácter cualitativo y una segunda fase confirmatoria de carácter cuantitativo.

En este capítulo, tras el desarrollo teórico y justificación del cambio de paradigma de interés propio a colaborativo en la gestión de la tesorería en la que se basa el modelo *Mutual Cash Holding* desde un enfoque *stakeholder*, explicado al final del capítulo anterior, se presentan los resultados de la primera fase. Ésta comienza con un estudio exploratorio en el que se obtiene información cualitativa mediante la aplicación de un método *Delphi* modificado, a través de la combinación de *focus group*, entrevistas individuales semiestructuradas y el método *Delphi* a directivos de tres empresas identificadas como experiencias de gestión colaborativa de tesorería, acerca de los factores necesarios para la generación de relaciones colaborativas entre empresas en la gestión de tesorería. Esta fase finaliza con los resultados del análisis cualitativo llevado a cabo a través de entrevistas semiestructuradas a directivos financieros y de tesorería de diversas empresas y que permiten confirmar las variables del modelo.

Así, hemos tomado como punto de partida la revisión de la literatura realizada en el capítulo dos y que nos lleva a concluir que las técnicas clásicas de gestión de tesorería en las empresas (*trade-off*, *pecking order* y *free cash flow*) se desarrollan fundamentalmente desde un enfoque individual asentado en un comportamiento financiero de búsqueda de interés propio (Mascareñas, 2007). La gestión de tesorería planteada desde la perspectiva de interés propio, implica algunos costes y promueve el retraso en los pagos y adelanto de los cobros (Brealey *et al.*, 2006), así como la asunción de riesgo moral. Aunque se parte de la suposición de que los acuerdos alcanzados en materia de cobros y pagos son adoptados de manera libre, en la práctica se comprueba que tales acuerdos, debido a asimetrías de poder e información y al comportamiento oportunista, siempre benefician a una parte mientras que perjudican a la otra, de modo que se reduce el valor para todo el conjunto de participantes.

Por otra parte, la revisión de la teoría de los *stakeholders*, llevada a cabo en el capítulo tres, nos lleva a concluir que la gestión de tesorería podría optimizarse desde un planteamiento de *cash holding* conjunto basado en la perspectiva de confianza mutua.

Desde esta perspectiva se podrían reducir los costes de transacción y disminuir los riesgos asumidos por las partes, generándose valor para todos los *stakeholders*.

En este capítulo, en primer lugar, tras la identificación de tres experiencias de gestión colaborativa de tesorería y de acuerdo con los objetivos de esta tesis, tratamos de dar respuesta a la siguiente pregunta: ¿Qué factores hacen posible, y de qué forma, el funcionamiento de un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre empresas?

Para ello, en este capítulo se analiza la información recogida a partir de las entrevistas realizadas a los directivos de tres empresas identificadas como casos de gestión colaborativa de tesorería: el *cash pooling* de Corporación Mondragón, y las experiencias de TrocoBuy y Arboribus en el contexto de las finanzas colaborativas. Como resultado de este análisis se identifican las variables necesarias para que puedan darse relaciones colaborativas de gestión de tesorería, los indicadores que explican estas variables, así como las relaciones entre las mismas, lo cual permitirá, posteriormente, desarrollar un modelo provisional denominado *Mutual Cash Holding* (MCH) a partir de los determinantes comunes detectados en los tres casos analizados.

En segundo lugar, se procede a contrastar cualitativamente el modelo provisional propuesto de MCH mediante entrevistas semiestructuradas a directivos financieros y responsables de tesorería de tres empresas relevantes: Idom, Lantegi Batuak y Arteche.

En tercer lugar, hemos fundamentado el modelo *Mutual Cash Holding* desde la perspectiva ontológico-normativa de la teoría *stakeholder*, ya que hemos detectado en los casos analizados los tres elementos diferenciales respecto a las teorías clásicas financieras. Asimismo, hemos identificado en todos los casos estudiados la confianza en la ausencia de comportamientos oportunistas del resto de participantes como elemento central de las relaciones colaborativas. Por otra parte, hemos delimitado el mapa *stakeholders* del modelo MCH y situado el nivel de legitimidad de los mismos. Finalmente, se ha destacado la relevante aportación que se espera pueda realizar el modelo MCH al ámbito de desarrollo práctico de la teoría *stakeholder* en el seno de la gestión de tesorería.

Finalmente se exponen las conclusiones del capítulo dando por finalizada la primera fase de la investigación, de carácter exploratorio.

4.2. DESARROLLO DEL MODELO A PARTIR del ESTUDIO DE CASOS

4.2.1. Planteamiento

Dada la escasez de investigaciones en torno al tema objeto de estudio parece interesante el investigar sobre las potenciales variables intervinientes en un modelo colaborativo de gestión de tesorería y en las relaciones implicadas. Como metodología de trabajo se ha utilizado el método *Delphi* aplicado al estudio de casos, con la posterior extrapolación a un modelo relacional de las variables comunes identificadas en los mismos.

Teniendo presente que el objetivo de esta investigación es identificar cuáles serían las condiciones necesarias para que se pudieran dar procesos colaborativos entre entidades en la gestión de tesorería, se han identificado tres experiencias de *Mutual Cash Holding* (Beraza, 2014): el *cash pooling* de la Corporación Mondragón y las experiencias de Trocobuy y Arboribus en el ámbito de la economía colaborativa. A partir de estas tres iniciativas, de carácter significativo tanto por su dimensión como por su carácter innovador y colaborativo, se realiza un análisis descriptivo en profundidad que permita identificar las principales variables intervinientes en las diferentes experiencias, con el fin de generar un modelo que identifique las condiciones de necesidad y las relaciones causales entre las mismas. El resultado de esta fase es el desarrollo de un modelo exploratorio provisional de *Mutual Cash Holding*.

Para ello, se ha aplicado una versión de *Delphi* modificado aplicado a tres casos y se han explorado, en varias rondas y siguiendo un proceso iterativo con *feed-back*, las relaciones entre las variables, tanto a corto como a largo plazo, que influyen en la gestión de tesorería de las tres empresas mediante el uso de entrevistas personales y en grupo hasta alcanzar un grado de consenso entre los expertos financieros acerca de los factores que hacen posible una gestión colaborativa de tesorería.

A continuación se describen las tres experiencias identificadas de *Mutual Cash Holding*.

4.2.2. *Cash Pooling* de Corporación Mondragón

Corporación Mondragón es un grupo cooperativo con más de 60 años de historia que ha desarrollado un modelo empresarial diferente, basado en la cooperación interempresarial. Es uno de los grupos empresariales más relevantes en España, y está

presente en los sectores industrial, financiero y de distribución, además de desarrollar iniciativas en el ámbito del conocimiento y la educación. En definitiva, este grupo empresarial a lo largo de su historia se ha convertido en una referencia mundial del trabajo en cooperación.

El sistema de *cash pooling* utilizado por Corporación Mondragón desde hace más de 25 años es estudiado con el objeto de mostrar la posibilidad de una gestión colaborativa eficiente de la tesorería (Beraza, 2014).

En primer lugar, cabe destacar que aunque se trate de un grupo empresarial, debido a su carácter cooperativo, la decisión de participar en el sistema pertenece a cada una de las empresas cooperativas. De este modo, la mayoría de las empresas se han ido integrando de manera voluntaria y gradual en el sistema, siendo fundamentalmente la confianza en el modelo, la que les ha permitido aunar un cada vez mayor número de empresas, aunque no se haya completado la incorporación de todas las empresas del grupo en el sistema.

Tal y como se muestra en la tabla 4.1., las variables descriptivas más importantes que explican el modelo de *cash pooling* de Corporación Mondragón son las siguientes: ciclo, tamaño, confianza, transparencia, garantía, devengos, beneficio mutuo, gestión y riesgo.

Tabla 4.1. Variables del modelo *Mutual Cash Pooling* de Corporación Mondragón

VARIABLES DEL MODELO <i>MUTUAL CASH POOLING</i> DE CORPORACIÓN MONDRAGÓN	
VARIABLE	DESCRIPCION
Ciclo	Complementariedad en ciclos positivos y negativos de tesorería. Puntual interempresarial y longitudinal intraempresarial. Sectores/Mercados.
Tamaño	Según normativa Europea (nº trabajadores, facturación, activos...)
Confianza	No existencia de dudas. Expectativas de cumplir lo pactado.
Transparencia	Simetría de información.
Garantía	Avales Patrimoniales y de liquidez.
Devengos	Heterogeneidad en las fechas de pago (Ley de Morosidad).
(Expectativas) Beneficio mutuo	A lo largo del tiempo todas las empresas se benefician o tienen expectativas de beneficiarse entre ellas.
Gestión	Entidad que asuma la gestión de los flujos de tesorería. Solución a los problemas legales e impositivos. La de mayores excesos de tesorería.
Riesgo	Incremento progresivo de los volúmenes de préstamos.

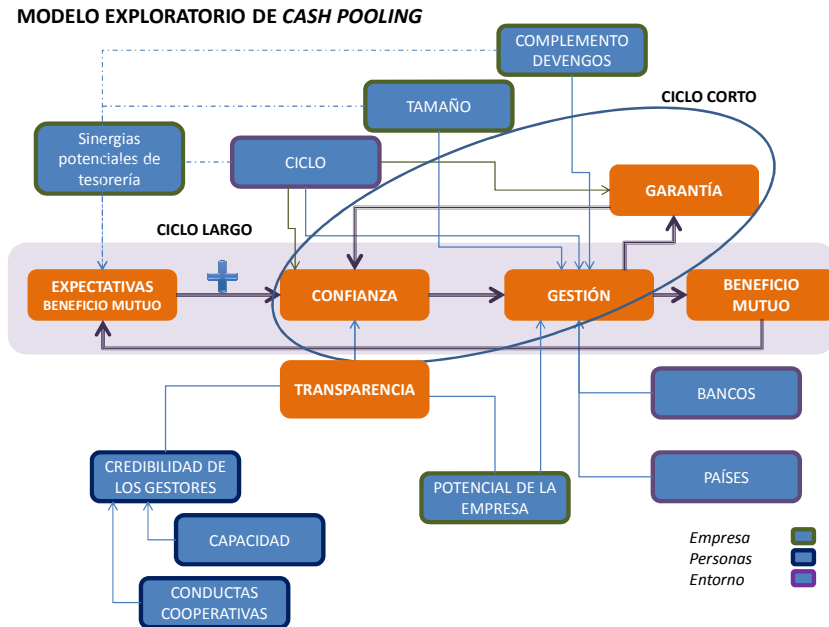
Fuente: elaboración propia a partir de San-Jose y Retolaza (2013)

Se constata en primer lugar que en los años en los que el sistema lleva funcionando se han generado importantes beneficios tanto cuantitativos, fundamentalmente reducción de costes, como cualitativos relativos a la reducción de incertidumbre y rupturas de tesorería, para las entidades participantes.

Tal y como era de prever, la confianza resulta una de las variables claves del proceso, lo cual es consistente con la *Mutual Trust Perspective* (Dees & Cramton, 1991), que considera que una parte sólo incurrirá en un coste significativo para respetar los intereses o derechos morales de la otra parte, si ésta tiene motivos suficientes para confiar en que los demás vayan a asumir el mismo riesgo o sacrificio en su beneficio.

Tras la exploración de las relaciones entre las variables a corto y largo plazo que influyen en el *cash pooling* de Corporación Mondragón, en la figura 4.1. se muestra el modelo de *cash pooling* propuesto en la tercera ronda del *Delphi*.

Figura 4.1. Modelo exploratorio de *Mutual Cash Pooling* de Corporación Mondragón



Fuente: elaboración propia

Los principales resultados procedentes del análisis del contenido de las entrevistas y del análisis de las matrices de impactos cruzados son los siguientes:

- Existe una condición necesaria y consiste en que la relación entre expectativas y confianza tiene que ser fuerte y positiva. Además, beneficios mutuos es una variable que genera *feedback* en la relación y permite que el sistema de *cash pooling* pueda mantenerse a largo plazo.
- Las variables que influyen en el modelo de *cash pooling* analizadas se agrupan en función de si se vinculan al corto o largo plazo. Por una parte, las variables a largo plazo son las siguientes: beneficio mutuo, expectativas, confianza, gestión y resultados. Por otra parte, las variables a corto plazo son las siguientes: confianza, gestión y garantías. El riesgo, vinculado a las garantías, aparece a corto, mientras que el beneficio mutuo sólo puede ser observado a largo plazo.

Hay algunos factores que influyen significativamente en estas variables (resultados de las matrices de impactos cruzados) y que son explicados brevemente. Por una parte, los factores que influyen en las expectativas de las empresas del grupo cooperativo son: las sinergias potenciales derivadas de la gestión colaborativa de tesorería, el ciclo, tamaño de las empresas participantes, y las ganancias complementarias a obtener resultado de la gestión conjunta. Por otra parte, la confianza se ve afectada por el potencial de la empresa, la reputación y las habilidades de los gestores, así como por el comportamiento cooperativo. Tener en cuenta que el riesgo moral y la selección adversa son causas de la ausencia de comportamiento oportunista. Asimismo, ¿qué factores influyen en la gestión? Estos factores son el ciclo, tamaño, complemento de devengos y potencialidad de la empresa. Por último, el sistema de garantías está afectado fundamentalmente por el ciclo, tamaño, garantía, banca y países.

Es necesario tener en cuenta que la intermediación bancaria se elimina en este modelo de tesorería, de modo que el margen bancario ahorrado puede ser visto como un beneficio.

El uso del *cash pooling* en las finanzas internacionales hace que se tenga que tener en consideración el aspecto diferencial de la normativa de cada país hasta el punto de que pueda afectar a la aplicación de esta técnica financiera internacional. En general, la normativa puede hacer que sea muy compleja su aplicación y en algunos países incluso imposibles de usar, lo que significa más poder de la banca, superioridad bancaria y más exigencias bancarias.

El modelo de *cash pooling* tiene que ser creado en situaciones de ciclos positivos, al menos será más fácil, sin embargo la necesidad puede hacer que el *cash pooling* surja en ciclos negativos. Más aún, el funcionamiento de este sistema en ciclos positivos competirá con la alternativa de la financiación bancaria. Los bancos mostrarán interés en operaciones financieras de mercado en las cuales las expectativas son positivas, los resultados y beneficios esperados crean sistemas amplios donde las garantías no son requeridas para confiar y se espera una situación futura positiva. En ese momento es cuando la empresa menos requiere del servicio inminente de las instituciones financieras, pero al mismo tiempo es cuando resulta más asequible acceder a los servicios financieros.

Los movimientos de *cash pooling* se realizan solamente buscando el beneficio de las empresas implicadas. Sin embargo, no siempre son las mismas empresas las que logran una mejor situación. Los valores cooperativos de la corporación implican que en función del ciclo, momento o necesidades de cada empresa, ésta puede ser oferente o solicitante de apoyo o ayuda de efectivo.

En relación con los beneficios, éstos pueden ser de dos tipos: cuantitativos y cualitativos. Respecto a los beneficios cuantitativos, hay que tener en cuenta los siguientes aspectos:

1. Margen financiero. En este caso, tanto las empresas que piden prestado dinero como las que prestan dinero operan con mayor margen en comparación con el aplicado en las operaciones con entidades financieras. El prestatario paga menos que lo que pagaría a una institución financiera

2. Consolidar posiciones y reducir recursos ociosos mediante el arbitraje financiero. En este sentido, se definen la posición global y necesidades a compensar con excedentes y si es necesario, se solicita financiación favorable o se invierte en el producto mejor pagado.

3. Unificación de condiciones bancarias. Al ofrecer un mayor volumen de negocio se adquiere una mejor posición frente a las entidades financieras desde la que negociar mejores precios, gestionar la reducción de comisiones y mejorar los diferenciales de tipos.

4. Ahorros por encima de los costes en el departamento de tesorería de cada empresa. Con menos gente se puede gestionar adecuadamente el efectivo de más empresas.

5. Ahorros en la gestión de divisas. Es un aspecto muy específico del *cash pooling* y debería ser gestionado por una persona con conocimientos muy específicos de mercados extranjeros, lo cual puede traer beneficios en diferentes aspectos: gestión de riesgo de cambio, inversión en divisas, compensación de posiciones a largo y corto en diferentes empresas, compra-venta de moneda extranjera fijando y usando el mismo cambio para la adquisición que para la venta.

Los beneficios cualitativos se refieren a los siguientes aspectos:

1. Mejorar imagen frente a las entidades financieras, las cuales ofrecen mejores condiciones.

2. Gestión más profesionalizada. La existencia de personal que esté dedicada exclusivamente a tesorería hace que la calidad de la gestión y el resultado de la misma sea mejor.

En definitiva, en este apartado se ha desarrollado el modelo *cash pooling* centrándonos en variables a corto y largo plazo asociadas con la obtención de un beneficio conjunto y resultados positivos con base en la cooperación. Para ello, hemos utilizado datos de un caso de estudio, el caso Corporación Mondragón, con el objeto de analizar sus buenas prácticas realizadas en gestión eficiente de tesorería y para delimitar los factores que garantizan a largo plazo la relación financiera entre las empresas que comparten el efectivo.

La característica diferencial de este caso respecto de otros modelos de *cash pooling* es su carácter cooperativo.

El modelo propuesto de *cash pooling* permite aumentar el valor generado en empresas mediante la reducción de la insolvencia financiera y la necesidad de financiación externa, especialmente bancaria. Además, se presenta como una alternativa frente a la situación de restricción de crédito; lo que significa hacer posible el crecimiento de la economía.

En resumen, estos resultados respaldan la idea de que la actitud hacia la cooperación y la confianza, y las expectativas positivas entre empresas en la gestión de tesorería tienden a compensar los efectos del abandono del objetivo empresarial centrado en la consecución de un único beneficio propio de las empresas implicadas.

Se demuestra así que las corporaciones pueden aumentar su valor a través de la colaboración con sus *stakeholder* en la gestión del nivel de efectivo, lo cual parece racional de acuerdo con el escenario de confianza y expectativas positivas con el objeto de aumentar el valor para todos ellos.

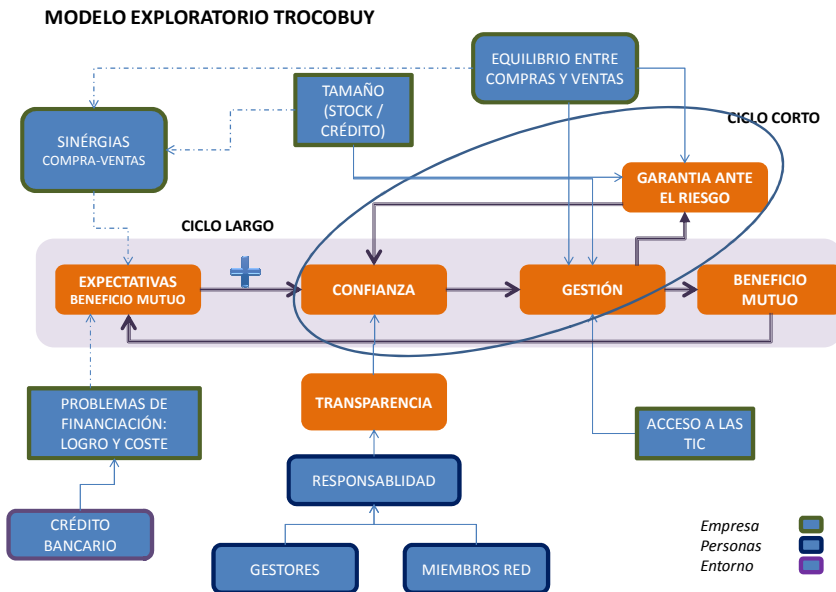
Sin embargo, este modelo se basa en un único caso de *cash holding* cooperativo específico. Para poder transferir el modelo a otras empresas, es necesario analizar otros sistemas de relaciones colaborativas de tesorería.

4.2.3. TrocoBuy

La utilización de un sistema colaborativo como TrocoBuy redonda, tanto a nivel global como particular, en una menor necesidad de tesorería para la operativa diaria de la empresa, ya que se sustituye la utilización de crédito bancario remunerado por un crédito comercial solidario. Por ello, consideramos que es un caso a estudiar dentro del contexto de gestión colaborativa eficiente de tesorería.

El análisis del caso TrocoBuy ofrece como resultado el siguiente modelo exploratorio (ver figura 4.2).

Figura 4.2. Modelo exploratorio *Mutual Cash Holding TrocoBuy*



Fuente: elaboración propia

Como se puede apreciar en la anterior figura, las variables necesarias para que el modelo tenga éxito (resaltadas en color naranja) son las siguientes: expectativas de beneficio mutuo, confianza basada en la transparencia, gestión, garantía ante el riesgo y por último, el beneficio mutuo. Al igual que en el modelo exploratorio de *cash pooling* de Corporación Mondragón, en el modelo de TrocoBuy se pueden distinguir variables relacionadas con el corto plazo –confianza, gestión y garantías frente al riesgo- y con el

largo plazo –expectativas de beneficio mutuo, transparencia y beneficios mutuos-. Las variables que determinan el modelo de *Mutual Cash Holding* tanto a corto como a largo plazo son idénticas en ambos casos. Las diferencias entre los dos modelos exploratorios expuestos hasta el momento, estriban en los aspectos que influyen en cada una de las variables citadas. A continuación, analizaremos cada una de estas variables en el caso de TrocoBuy:

- *Expectativas*: la primera de las variables es la expectativa de obtención de beneficio mutuo. Las principales expectativas de obtención de beneficio mutuo en TrocoBuy se basan, por una parte, en la ampliación de ventas (el aumento de operaciones de compra y venta entre las empresas del sistema) y, por otra parte, en las necesidades de crédito, ya que es mayor la utilización de fuentes de financiación alternativas como la de TrocoBuy cuanto más restringido está el crédito bancario. Así, la situación bancaria y más concretamente, el nivel de concesión de financiación por parte de las entidades financieras, son cuestiones clave en el caso de TrocoBuy. En este modelo de *Mutual Cash Holding* las expectativas de cada empresa son más individuales, pero el enfoque más colaborativo que proporciona el sistema y la plataforma promueve que el beneficio de las diferentes empresas se traduzca en beneficio mutuo para todas.

- *Confianza*: la confianza es la base del sistema, en palabras del consejero delegado y socio fundador de esta empresa “al tratarse de un sistema de financiación basado en el crédito comercial es imprescindible que la confianza fluya entre proveedores y clientes, y de éstos al sistema”. En el caso de TrocoBuy, para poder confiar en todos los miembros del sistema, es necesaria la transparencia por parte de todas las empresas.

- *Transparencia*: esta variable está directamente relacionada con la responsabilidad de los gestores del sistema de TrocoBuy (como compromiso para mantener la estabilidad del sistema) y de los diferentes usuarios-empresas (como compromiso de profesionalidad en sus negocios) que lo componen. A su vez, es necesaria la transparencia en la comunicación que mantiene la empresa con los usuarios. Al tratarse de un sistema de financiación basado en el crédito comercial, es imprescindible que las

operaciones y las cuentas de todos los usuarios del sistema estén abiertas y puedan ser consultadas por el resto.

- *Garantías*: a la hora de tener confianza también es importante que las diferentes empresas presenten garantías frente al riesgo, es decir, que no asuman más riesgos que los necesarios.

- *Gestión*: dado que el crédito de TrocoBuy se obtiene al 100% a través de la plataforma digital y que todas las operaciones se realizan vía internet, resulta imprescindible que todas las empresas del sistema dominen las tecnologías de información y comunicación (TICs). Igualmente, resulta importante que las empresas tengan un tamaño de stock o de crédito adecuado a sus necesidades y que mantengan un equilibrio entre las compras y ventas realizadas, esto es, que no tengan un excesivo nivel de deuda ni demasiado crédito que pueda resultar ocioso, lo cual funciona también como garantía ante el riesgo.

- *Beneficio mutuo*. Conviene destacar la importancia de la existencia de equilibrio financiero entre los usuarios del sistema, ya que la tesorería es clave en la relación de compra-venta. Por todo ello, la motivación y gran parte del resultado depende del potencial de venta que pueda generar el sistema, siendo complementaria la capacidad de obtener tesorería. El equilibrio supone que cada empresa tenga siempre a quien vender y a quien comprar, siendo imprescindible para el crecimiento del sistema. Por otra parte, todos los actores en Trocobuy son financiados o financiadores en algún momento de la operativa, de este modo se cubren siempre las necesidades de unos con los bienes o servicios de otros. Así, a largo plazo se consigue un efecto de suma positiva. La filosofía que subyace en cada operación (win-win) es que ganen todos los participantes: comprador, vendedor y sistema, de modo que ninguno pueda ganar sin que lo hagan los demás, es decir, transformando el beneficio individual en beneficio mutuo.

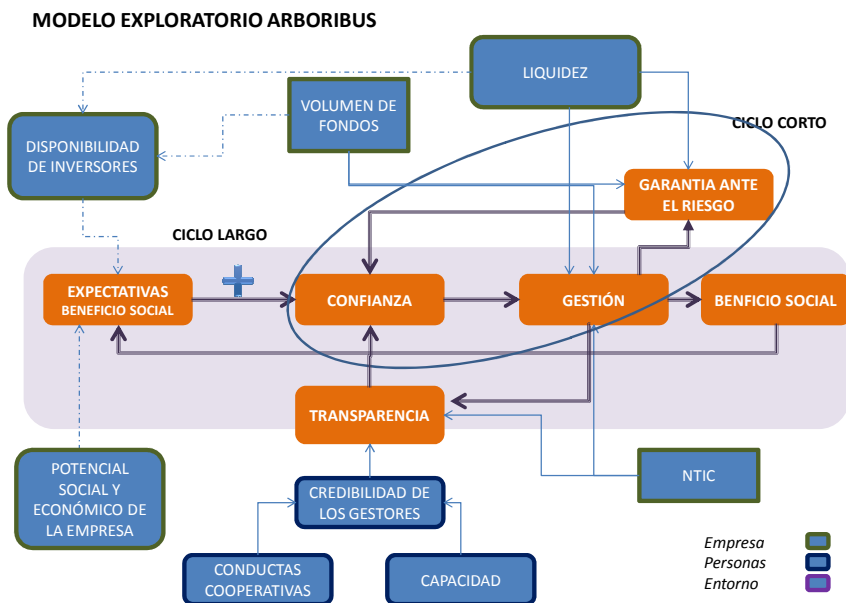
Puede haber diferentes razones para que funcione el sistema, pero lo que está claro es que tienen que cumplirse las variables expuestas para que el modelo *Mutual Cash Holding* tenga éxito.

4.2.4. Arboribus

Aunque Arboribus no es una empresa dedicada al MCH directamente ya que es una plataforma digital de *crowdlending*, sí es una empresa que combina las necesidades de dos partes, que mediante una transacción obtienen beneficio mutuo y por lo tanto, es un caso susceptible de ser analizado.

En la figura 4.3. se muestra el modelo exploratorio construido de *Mutual Cash Holding* para Arboribus.

Figura 4.3. Modelo exploratorio *Mutual Cash Holding* Arboribus



Fuente: elaboración propia

En la figura anterior se observa como en este modelo se han identificado las seis principales variables que permiten a los participantes del mismo construir una gestión basada en la confianza y el bien común.

Para que en ese modelo se puedan cumplir las condiciones de necesidad para que funcione el modelo, hay ciertos requisitos que deben cumplirse, que son los resaltados en azul. A continuación analizaremos las variables fundamentales del modelo.

- Expectativas: para que puedan existir expectativas de obtención de beneficio mutuo es necesario, por una parte, que existan inversores dispuestos a conceder financiación y, por otra parte, empresas necesitadas de fondos que acrediten potencial social y económico para aportar a la sociedad.
- Confianza: para la generación de confianza es fundamental que exista transparencia entre las partes, lo cual se logrará si las empresas participantes tienen una gestión transparente y creíble, además de contar con la ventaja de las TIC.
- Gestión: los aspectos clave para esta variable son de nuevo el acceso a las TIC, unido a la liquidez y el volumen de fondos necesarios, de modo que si todo es acorde y se produce la correspondiente garantía ante el riesgo, el proceso llega a su fase final y se generará el acuerdo que proporcionará beneficio mutuo para ambas partes.

Finalmente, el modelo es cíclico de manera que el ciclo empieza por las expectativas de beneficio mutuo y termina en el beneficio mutuo, si el modelo cumple las condiciones necesarias (variables resaltadas en naranja) para conseguir este hito. Además, la obtención de ese beneficio mutuo facilitará la creación de expectativas para generar mayor beneficio y retroalimentará por lo tanto, de manera importante el modelo.

4.3. DETERMINANTES COMUNES DEL MUTUAL CASH HOLDING (MCH) A PARTIR DEL ESTUDIO DE CASOS

Al igual que en el modelo exploratorio de *cash pooling* de Corporación Mondragón, en el modelo de TrocoBuy y Arboribus, se pueden distinguir variables relacionadas con el corto plazo –confianza, gestión y garantías frente al riesgo- y con el largo plazo –expectativas de beneficio mutuo, confianza, transparencia y beneficios mutuos-. Las variables que determinan el modelo de *Mutual Cash Holding* tanto a corto como a largo plazo son idénticas en los tres casos. Las diferencias entre los tres modelos exploratorios expuestos, estriban en los aspectos que influyen en cada una de las variables citadas. A continuación, analizaremos cada una de las variables, resaltando los aspectos diferenciales entre los diferentes casos.

En cuanto a las diferencias entre los tres casos, las motivaciones que se corresponden con la variable expectativas son diferentes entre Corporación Mondragón,

TrocoBuy y Arboribus. En Corporación Mondragón se refieren a la tesorería propiamente dicha, al igual que en Arboribus, mientras que en TrocoBuy las expectativas están basadas en el incremento de las ventas. El beneficio en este último caso tiene que ver con el potencial de venta generado por el sistema y sólo complementariamente con la capacidad de obtención de tesorería. A su vez, Arboribus y TrocoBuy tienen en común las expectativas vinculadas a restricciones o necesidades de crédito, siendo la situación bancaria un aspecto clave.

Así como en el caso de Corporación Mondragón la transparencia se identifica más con los gestores mismos, sobre todo en relación con las capacidades de los gestores y con el potencial de negocio, en TrocoBuy la transparencia está relacionada con la responsabilidad de los gestores del sistema y de las mismas compañías miembros de la plataforma. En el caso de Arboribus, la transparencia se refiere a la credibilidad tanto de los gestores del sistema como del potencial de negocio de las empresas participantes.

En cuanto a los factores externos o del entorno, Corporación Mondragón está influenciada por la regulación bancaria y de cada país, mientras que TrocoBuy y Arboribus están afectadas por las nuevas tecnologías y su uso, así como la confianza en las operaciones en plataformas virtuales y en la reputación. Por otra parte, otros factores externos son muy importantes en unos casos pero no en otros. Por ejemplo, el ciclo y los países son muy importantes en Corporación Mondragón, pero resulta irrelevante en TrocoBuy y Arboribus. Sin embargo, el equilibrio entre compras y ventas en el conjunto de empresas afecta mucho más en el modelo de Trocobuy, aspecto no destacable en Corporación Mondragón, ni en Arboribus. En este último caso, la liquidez y un volumen de fondos suficientes son garantía frente a riesgos, imprescindibles para la calidad en la gestión e influyen en la generación de expectativas positivas al constituir la base de la disponibilidad de inversores necesarios para que se ponga en marcha el modelo.

En relación a los determinantes comunes de los tres modelos exploratorios desarrollados, hay seis determinantes que son necesarios y que hacen posible el funcionamiento del MCH entre las empresas. Son muy similares en los casos estudiados. A continuación, mostramos tales determinantes mediante el uso de las frases de algunos entrevistados para plasmar mejor las ideas:

- Expectativas de beneficios mutuos: son necesarias las expectativas de

beneficio, sentidas por todas las empresas que integran el modelo.

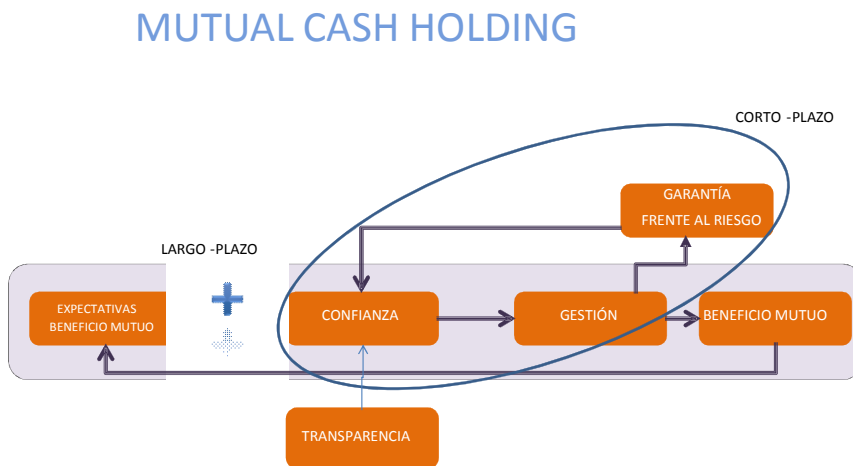
- **Confianza:** Sin duda. La existencia de expectativas en torno a llegar a acuerdos entre las empresas. En palabras del consejero delegado y socio fundador de TrocoBuy: “al tratarse de un sistema de financiación basado en el crédito comercial es imprescindible que la confianza fluya entre proveedores y clientes, y de éstos al sistema”.
- **Gestión:** La entidad que asuma la gestión de *cash flows* debería ser responsable y gestionar de una manera colaborativa. Los gestores deberían solventar barreras legales e impositivas. El mayor exceso de efectivo.
- **Garantías:** Garantías impositivas y de liquidez. Es la base de la confianza. En palabras del director financiero de Corporación Mondragón: “aunque las garantías no son totalmente necesarias, ayudan a que el sistema funcione eficiente y rápidamente”.
- **Beneficio Mutuo:** A la larga todas las empresas se benefician. En palabras de Corporación Mondragón “aunque no sea lo más importante, los resultados son positivos, pero no sólo los económicos sino también los sociales”.
- **Transparencia:** simetría de información. TrocoBuy lo describe como “siendo un sistema de financiación basado en crédito comercial, es imperativo que las operaciones y cuentas de todos los usuarios del sistema estén abiertos y puedan ser consultados por el resto”.

Académicos y profesionales de las finanzas (Van Horne & Wachowicz, 2008; McLaney, 2009; Hillier Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2010; Damodaran 2011;) se han centrado en modelos de optimización de gestión de tesorería basados en la obtención de beneficio propio en lugar del beneficio común de las empresas implicadas en la cooperación. El *Modelo Mutual Cash Holding* se estima considerando que debe incluir todas las variables relativas a la cooperación, ya que son necesarias con el objeto de promover la situación financiera óptima para todos los *stakeholders* (San-Jose, 2009).

En este apartado se pretende desarrollar el modelo al que se ha llegado mediante el análisis exploratorio realizado hasta el momento. Como bien se ha expuesto anteriormente, el MCH se ha desarrollado a partir del estudio de casos (Mondragon Corporation, TrocoBuy y Arboribus) (Beraza, 2014) y mediante la utilización del método *Delphi* modificado combinado con matrices de impacto cruzado. En todos estos casos son seis los factores comunes que posibilitan una gestión colaborativa en la gestión de tesorería.

En la figura 4.4. se presenta el modelo exploratorio provisional propuesto de *Mutual Cash Holding* y que integra los determinantes comunes extraídos del análisis de los tres casos así como las relaciones entre los mismos.

Figura 4.4. Modelo exploratorio *Mutual Cash Holding*



Fuente: elaboración propia

A continuación se expone y argumenta sobre la importancia, al menos teórica de las variables que componen el modelo. Así, como era de prever, por su centralidad, la confianza resulta una de las variables claves del proceso, lo cual es consistente con la *Mutual Trust Perspective* (Dees & Cramton, 1991) y podemos pronosticar que una parte sólo incurrirá en un coste significativo para respetar los intereses o derechos morales de la

otra parte, si esta tiene motivos suficientes para confiar en que los demás vayan a asumir el mismo riesgo o sacrificio en su beneficio.

Por su parte, los elementos que inciden en el desarrollo de una confianza mutua, serían tres: expectativas de beneficio mutuo, transparencia y garantía frente a posibles riesgos.

En relación con las condiciones de posibilidad, parece que por una parte serían necesarias la expectativa de un beneficio para todas las partes participantes, y de otra, el superar las barreras producidas por las asimetrías anteriormente descritas en este capítulo (información, poder, conductas oportunistas y coste de oportunidad).

Las expectativas emergen fundamentalmente como una condición de posibilidad para que arranque el sistema, ya que es lo que justifica su puesta en funcionamiento; podríamos considerar que es la variable que inicia el movimiento.

En segundo lugar, se hace necesario superar la barrera que suponen las posibles asimetrías citadas. En relación con la asimetría de información resultaría necesaria una transparencia total entre las entidades. Precisamente los responsables de Corporación Mondragón explicitaron la necesidad de una transparencia total como condición necesaria. En particular, señalaron lo siguiente: “en nuestro caso concreto, en Mondragón la confianza se ha logrado porque la participación de cada una de las empresas del grupo en este sistema de gestión conjunto ha sido totalmente voluntaria. De hecho, no todas las empresas del grupo entraron ni están en estos momentos participando”, comentaba el tesorero que puso en marcha el sistema de *cash pooling* en Mondragón. Por tanto, la transparencia total entre entidades es una de las potencialidades que los responsables financieros resaltan entre las empresas, no solo de Corporación Mondragón, sino también en TrocoBuy y en Arboribus (Beraza, San-Jose & Retolaza, 2016), ya que resulta clave para la disminución de riesgos y costes de transacción relacionados con la incertidumbre, y como consecuencia es fundamental para la creación de la confianza. La existencia de un sistema de garantías frente al riesgo contribuye a generar la confianza suficiente como para que se inicien este tipo de relaciones, aunque luego a largo plazo su importancia se diluya.

Del análisis, se desprende también, a falta de un posterior contraste empírico, que la asimetría de poder, resulta conveniente, quizá podríamos decir imprescindible, como elemento dinamizador relevante de modo que las entidades con mayor poder sean las que

asuman los riesgos iniciales, ya que aparte del efecto ejemplificador, serán también las que menos puedan ser afectadas por conductas oportunistas de los miembros.

Otras variables como la calidad de la gestión y la obtención real de beneficio mutuo, hacen no sólo que el sistema funcione, sino que se retroalimente positivamente, convirtiéndose en un modelo circular, donde las condiciones de posibilidad, debidamente gestionadas, generan unos resultados que vienen a mejorar las propias condiciones de posibilidad, mejorando y acelerando el funcionamiento del sistema. Puede considerarse que el funcionamiento del sistema, actúa como un auténtico inhibidor de la percepción de incertidumbre y riesgo, lo que a su vez alimenta positivamente el propio funcionamiento. Así se genera en la práctica un ciclo virtuoso incremental, donde los posibles costes puntuales de oportunidad de riesgo percibido son compensados por la expectativa de resultados futuros, bien de carácter directo (reducción de costes financieros) o indirecto (reducción de riesgos, reputación, mejora de las condiciones del conjunto). Las empresas como grupo con intereses y necesidades alineadas son capaces de gestionar su tesorería más eficientemente que de manera individual (San-Jose, Beraza & Retolaza, forthcoming, 2017).

Hemos mostrado tres casos en los cuales este modelo es utilizado de una manera diferente pero con unas características comunes de modelo: beneficio mutuo (económico y social) como consecuencia de la colaboración en la gestión de tesorería basada en la confianza.

4.4. ANÁLISIS CUALITATIVO CON OTRAS EMPRESAS: ENTREVISTAS PERSONALES

4.4.1. Planteamiento

Finalmente, una vez propuesto el modelo exploratorio provisional de MCH, se ha contrastado mediante entrevistas en profundidad con los directores financieros y responsables de tesorería de diversas empresas, si el modelo exploratorio resultante del análisis de casos era también aplicable a otras empresas y organizaciones relevantes. En concreto, se han realizado entrevistas con las siguientes organizaciones: Idom, Artech y Lantegi Batuak.

Tal y como se ha explicado en el capítulo tercero relativo a la metodología utilizada en esta investigación, en la entrevista semiestructurada mantenida con los responsables de estas empresas las preguntas se orientaban hacia la confirmación de si

todas las variables consideradas en el modelo provisional de MCH eran necesarias, cuáles de ellas consideraban clave, si existían variables que habían quedado excluidas y que en opinión del entrevistado deberían ser tenidas en cuenta e identificar casos en los que el entrevistado reconociera la aplicación total o parcial del modelo MCH.

A continuación se exponen las principales aportaciones de los entrevistados.

4.4.2. IDOM

IDOM (www.idom.com) es una empresa líder con presencia en diversos países dedicada a ofrecer servicios de ingeniería, arquitectura y consultoría.

El responsable de tesorería de este grupo empresarial considera que la participación en un modelo de *cash holding* sería deseable en condiciones de falta de financiación o restricción de crédito.

Desde una posición de empresa con excedentes de tesorería y siguiendo un criterio de prudencia ante el riesgo, el responsable de tesorería del grupo Idom considera imprescindible para poder entrar en un sistema de este tipo la existencia de un sistema de garantías, así como un marco regulador y legal que contemple el funcionamiento del modelo; en particular indica que: “la regulación disminuye el riesgo y la incertidumbre; necesario para que el MCH pueda funcionar en masa”.

En cuanto al sistema de garantías, en el caso de Idom, consideraba las garantías, más que los beneficios obtenidos, como el factor determinante de su entrada en este sistema colaborativo. Así, desde Idom se remarcaba que “sólo entraremos si existe un sistema de control de riesgos riguroso y la fiabilidad del modelo es máxima, si no acudiremos a los sistemas regulados”.

Partiendo del supuesto de que existe un sistema de garantías, y teniendo en cuenta la experiencia que tiene este gestor de tesorería en consorcios en los que participa Idom, otro aspecto de gran importancia es la necesidad de recoger contractualmente todas las contingencias para reducir riesgos.

Por último, el responsable de tesorería del grupo Idom ve en este tipo de relaciones colaborativas, una oportunidad para obtener beneficios no económicos en el que salen ganando todas las partes, más allá de la búsqueda de una rentabilidad. De hecho, considera

adecuado que la empresa esté dispuesta a asumir a corto plazo ciertos costes a cambio de obtener en el futuro beneficios para todos los participantes.

4.4.3. Artech

Artech (www.artech.com) es una empresa global, un referente internacional con empresas en cuatro continentes y un servicio conformado por más de 80 oficinas técnico-comerciales. Se define como una empresa con vocación de cercanía, transparencia y colaboración que trabaja con un equipo internacional para ofrecer las mejores soluciones y equipos en el sector eléctrico.

El director financiero del grupo Artech considera que hace falta un mínimo de confianza para iniciar una relación de este tipo, sobre todo porque compartir tesorería es algo delicado y, por ello, es más fácil de llegar a acuerdos de colaboración en gestión de tesorería entre empresas de un mismo grupo que entre empresas de diferente índole.

La transparencia es clave para que exista confianza, en palabras del director financiero del grupo Artech: “si no hay transparencia, no hay confianza”. Así mismo, junto con la transparencia considera las garantías como una variable que influye en la confianza.

Otros aspectos relevantes que se destacan desde el grupo Artech es la necesidad de una regulación legal y contable, necesaria para que cualquier tipo de innovación financiera pueda ponerse en práctica.

Por último, el director financiero de Artech entiende el beneficio mutuo en términos de rentabilidad y, por ello, otorga una especial relevancia al binomio rentabilidad-riesgo. Así mismo, ve la necesidad de que todas las partes disfruten de unos beneficios mutuos, de manera que asocia “proyectos comunes con beneficios comunes”.

4.4.4. Lantegi Batuak

Lantegi Batuak (www.lantegi.com) es una organización no lucrativa que genera oportunidades laborales adaptadas a las personas con discapacidad, preferentemente intelectual y de Bizkaia, con el fin de lograr su máximo desarrollo y calidad de vida.

El director financiero de esta fundación destaca el papel clave de la confianza para que pueda funcionar un sistema basado en el modelo MCH. Al igual que en el caso de

Idom, considera que aun existiendo confianza son necesarias unas garantías y una gestión eficiente. En concreto, considera que el establecimiento de unas garantías al inicio de la relación es fundamental, sobre todo cuando no hay experiencia previa suficiente como para que se haya generado confianza. En concreto, indica la utilización de garantías menos tradicionales pero más asumibles para las empresas como pueden ser las prendarias.

Con respecto a los aspectos relativos a las expectativas, el director financiero de Lantegi Batuak confirma la relevancia de la complementariedad en los ciclos y las sinergias potenciales y añade lo siguiente: “una empresa con disponibilidad de tesorería, por ciclo o por tener beneficios no distribuidos, puede valorar el ofrecérselo a otra empresa por beneficio directo (coste de la cesión de la tesorería) o como aporte de valor para llegar a acuerdos potenciales con ésta”.

En general, desde Lantegi Batuak se destaca la dificultad de arrancar en una relación de este tipo ya que considera que la confianza debe trabajarse un tiempo y mientras tanto se hace necesario un sistema que valide la información sin mucha demora en el tiempo, por lo que, la disponibilidad o acceso a información “reciente” y fiable de las otras partes implicadas es la cuestión clave para que exista la transparencia suficiente en la que se basa la confianza.

En cuanto a la gestión, el director financiero de esta organización afirma lo siguiente: “el tener un sistema profesional o bien organizado es primordial para mantener la relación en el tiempo, va a reforzar la confianza, que incidirá en la necesidad de menos garantías”.

La obtención de beneficios por parte de ambas partes también es fundamental para que la relación se mantenga en el tiempo, pero se considera que en algún caso este beneficio pueda consistir, por ejemplo, en consolidar la relación comercial.

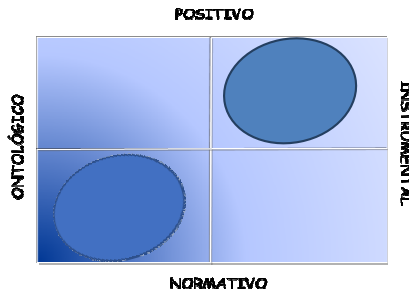
Por último, el director financiero de Lantegi Batuak conviene en que el ciclo del modelo es muy acertado y recoge todos los pasos del proceso, con los que se identifica en situaciones similares.

En definitiva, desde Lantegi Batuak se considera que todas las variables del modelo son importantes pero la clave reside en la confianza, la gestión y las garantías.

4.5. FUNDAMENTACIÓN DEL MUTUAL CASH HOLDING (MCH) EN LA TEORÍA STAKEHOLDER

Tal y como se ha explicado anteriormente, la Teoría de *Stakeholder* puede desarrollarse desde cuatro perspectivas muy diversas: positiva, instrumental, normativa y ontológica (Donalson & Preston, 1995; Retolaza *et al.* 2014), las cuales pueden reagruparse en dos dimensiones, la instrumental / ontológica; y la positiva / normativa; tal y como se refleja en la siguiente figura 4.5.

Figura 4.5. Perspectiva bidimensional de la Teoría *Stakeholder*



Fuente: elaboración propia

La perspectiva instrumental-positiva, considera que una empresa está influida por un conjunto de grupos de interés, tales como: accionistas, trabajadores, inversores, proveedores, clientes, Administración, y sociedad en general; y que para conseguir mantener los beneficios de la empresa en el medio y largo plazo es necesario satisfacer de alguna forma los intereses de estos grupos. Desde esta perspectiva, la responsabilidad última de los directores es el beneficio de los accionistas, de manera que la satisfacción de otros intereses no es sino un medio/instrumento para mejorar o mantener en el tiempo dichos beneficios. En general, se centra más en los *stakeholder* entendidos como grupos de presión (aquellos que con sus actuaciones pueden perjudicar los resultados de la empresa) o de generación de valor para la empresa (aquellos que con sus opiniones y comportamientos pueden mejorar el valor generado por la empresa), que en los intereses finalistas de los mismos. En esta perspectiva el paradigma que subyace es la prioridad de los *shareholder*; y en estos términos, es perfectamente compatible con los planteamientos de la economía clásica, e incluso el neoliberalismo. En este sentido, Friedman (1962) se expresaba en términos similares. La teoría *stakeholder* además de utilizar una terminología diferente al sustituir el término agentes por grupos de interés, realiza una

aportación relevante: la comprensión colaborativa en las relaciones entre los *stakeholders*. Esta visión colaborativa entre *stakeholder* surge aproximadamente al mismo tiempo que se desarrolla un modelo con una perspectiva mucho más alejada ideológicamente basada en el paradigma competitivo del modelo de las cinco fuerzas (Porter, 1985). Sin embargo, a la vista de la evolución de los autores referentes de la competitividad, la colaboración se ha ido imponiendo en el tiempo, a través del concepto de valor compartido (Porter y Kramer, 2011).

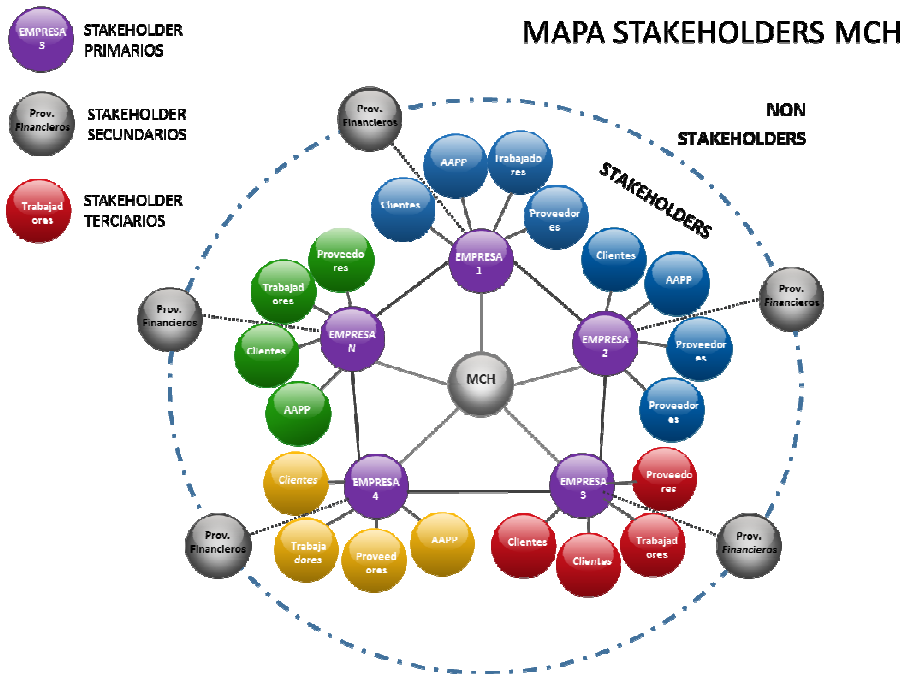
Por su parte, la perspectiva ontológico-normativa, considera que, puesto que todos los grupos de interés son constituyentes de la empresa y contribuyen a los resultados de la misma; y todos ellos, y no sólo el capital, asumen el riesgo residual, todos tienen derecho a que la empresa intente satisfacer sus legítimos intereses, de forma equilibrada. Consecuentemente, la responsabilidad de los directivos, no es la maximización del beneficio, sino la satisfacción de los intereses de los diversos participantes (Agle *et al.*, 2008; Freeman, Retolaza & San-Jose, 2011); lo que ha dado lugar a nuevos desarrollos, como la gobernanza multifiduciaria (Boatright, 1994; Marcoux, 2003), o la empresa ciudadana (Neron & Norman, 2008).

Así pues, desde la perspectiva ontológico-normativa de la *stakeholder theory*, se introducen tres elementos diferenciales con respecto a las teorías económicas clásicas, que soportan los diversos modelos de gestión de tesorería: 1) la ruptura con el planteamiento antropológico egoísta; el *homo economicus* no es el protagonista de la teoría de *stakeholder*; 2) el paradigma colaborativo que subyace en toda la perspectiva que, sin ser incompatible con el planteamiento competitivo, sí que se plantea como una cuestión más prioritaria. Estos dos aspectos son consustanciales a cualquiera de las perspectivas relacionadas con los fundamentos iniciales de Freeman. Sin embargo, en la perspectiva ontológico-normativa, se introduce un nuevo elemento diferenciador, 3) la responsabilidad de los gestores hacia los diferentes *stakeholders*, como fines en sí mismos y no como meros instrumentos para la obtención de un beneficio mayor. El desarrollo de este elemento, de fuerte carácter humanista, implica considerar la relación agente-principal (*multistakeholder*) como una relación de normalidad desde el punto de vista de la *stewardship theory* (Donaldson & Davis, 1991; Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997); mientras que la perspectiva de tal relación desde la teoría de agencia (Jensen & Meckling, 1976) adquiere un carácter excepcional.

Estos elementos diferenciales, han sido identificados de forma clara en los análisis de casos realizados en relación al *Mutual Cash Holding* (MCH), por lo que parece que la teoría *stakeholder* explica mejor la realidad analizada, que las teorías clásicas alternativas. El hecho de que el elemento central en todos los casos identificados sea la confianza en que los participantes van a cumplir sus compromisos, sin incurrir en conductas oportunistas, reduce sustancialmente los costes de transacción relacionados con la asimetría de información y las garantías de riesgo. Esto explica porqué un sistema de *Mutual Cash Holding* es posible, frente a la normalidad derivada de las teorías neoclásicas, donde lo normal es utilizar un intermediario financiero que garantice el riesgo de las posibles asimetrías de información o conductas oportunistas. En los casos analizados la confianza en que las otras entidades participantes no se comportarán de manera oportunista hace innecesaria la participación de intermediarios financieros en este sistema concreto. En cualquier caso, de las teorías basadas en una perspectiva de búsqueda de interés propio, es difícil que se pueda derivar alguna propuesta normativa - relacionada con la ética-, en la dirección de las conclusiones que se esperan obtener, lo cual sí es posible desde la perspectiva ontológica-normativa de la teoría de *stakeholder*.

En relación al concepto de *stakeholders* aplicado en el modelo MCH, se ha seguido la definición más clásica ofrecida por Freeman (1984, p. 46): “any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the firm’s objectives”. El siguiente mapa recoge de forma sintética la relación tipo entre los *stakeholders* en el modelo MCH (ver figura 4.6.).

Figura 4.6. Mapa Stakeholders en el modelo Mutual Cash Holding (MCH)



Fuente: elaboración propia

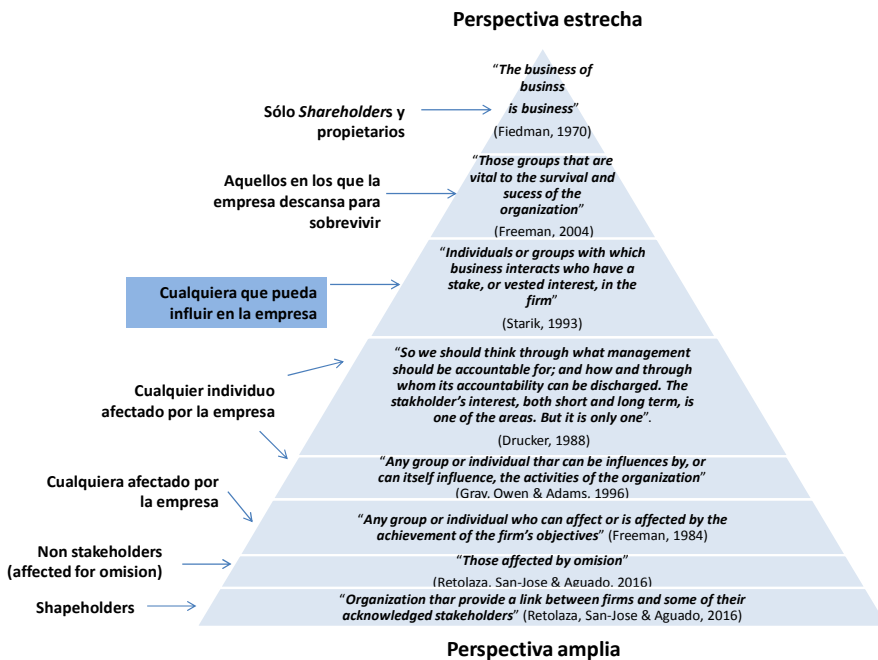
En el modelo *Mutual Cash Holding*, al tratarse de una relación entre organizaciones, los *stakeholders* implicados en primera instancia, son básicamente individuos agrupados, con personalidad jurídica. En segunda instancia, dado que en el modelo la confianza hace innecesaria la intermediación financiera, el MCH afecta a las entidades financieras que actuaban como proveedores de tesorería. Aunque en principio podría pensarse que en el modelo estas entidades quedarían desplazadas hacia el área de los *non stakeholders*, en realidad las empresas mantienen sistemas mixtos de financiación, ya que en ningún caso, la gestión colaborativa mediante el modelo MCH sustituye totalmente la financiación bancaria. En tercera instancia, el MCH afecta sin duda, de forma indirecta, al conjunto de *stakeholders* de las entidades implicadas.

Como se puede observar, los *stakeholders* principales de la relación son organizaciones, lo cual es coherente con la *Stakeholder Theory*, ya que es normal en los grupos de rol habituales (proveedores, administración, medios de comunicación), los cuales suelen ser mayoritariamente personas jurídicas. Además, en muchos casos, los

clientes e inversores también tienen personalidad jurídica. De hecho, prácticamente sólo los trabajadores y ciudadanía serían exclusivamente personas físicas, pero en el segundo caso, dada su dispersión, se recurriría al dialogo con distintos *shapeholders* (p.e. ONGs, medios de comunicación, asociaciones que defienden los intereses de los tenedores de participaciones preferentes), los cuales también son agrupaciones, independientemente de su organización más o menos formal.

En relación a la legitimidad de los *stakeholders*, el MCH se desarrolla fundamentalmente en un nivel intermedio, que como se ha señalado, encaja con todas las perspectivas de la teoría, salvo con la instrumental; que no es sino una reformulación semántica de la orientación a los *shareholders*. En la figura 4.7. se indica el nivel en el que se sitúan los *stakeholders* principales del modelo.

Figura 4.7. Nivel de legitimación de los *stakeholders* principales del MCH



Fuente: elaboración propia

En línea con lo anteriormente expuesto, consideramos que la *Stakeholder Theory*, en su perspectiva más genuina, contribuye a redefinir el objetivo de la empresa. Mientras que desde una perspectiva *shareholder* se defiende que el objetivo de la empresa consiste

en la maximización del beneficio para los accionistas, ya sea fundamentado en los derechos de propiedad o en el bien social inducido, desde la *Stakeholder Theory* el verdadero objetivo de la empresa puede decirse, que es “servir de vehículo para la coordinación de los intereses de los *stakeholders*”, sin que ninguno de los mismos pueda ser usado como medio (Evan & Freeman, 1988). A su vez, la fijación de un objetivo corporativo centrado en la creación de valor para múltiples *stakeholders* es psicológicamente más satisfactorio para los empleados, motivándolos, con su consecuente impacto positivo en el nivel de desempeño y obtención de beneficios para la empresa (Parmar, Keevil, & Wicks, 2017).

Tal y como se deriva del desarrollo anterior, la preocupación por los intereses de los *stakeholders* y la generación de valor para el conjunto de los mismos, considerando a las personas como fines y no como medios, constituye el núcleo central de la *Stakeholder Theory*. Esta preocupación por los otros, que entronca con el núcleo histórico de la antropología filosófica occidental (Fontrodona & Sison, 2006), se contrapone abiertamente a los planteamientos de búsqueda de interés propio explícitos en la antropología del *homo economicus*. Por ello, consideramos que las teorías soportadas en una y otra antropología son teorías antagónicas en la explicación de la realidad. Dichas teorías, apoyadas en planteamientos distintos, llevan a su vez a conclusiones muy diferentes. En este sentido, el trabajo de campo realizado con los partícipes de las experiencias de MCH hace referencia fundamentalmente a explicaciones cercanas a la *teoría de stakeholders*, sin desterrar la posibilidad de que se puedan explicar los hechos desde teorías con una perspectiva de interés propio que contemplen la mejora de la simetría de información al mismo tiempo que una reducción de conductas oportunistas. Aún en el caso de que exista una vía para explicar este fenómeno desde el planteamiento de búsqueda de interés propio, en nuestra opinión, se plantea como un camino más complicado, por lo que, siguiendo un principio de simplicidad, sin que haya sido ésta la razón fundamental, hemos optado por trabajar la comprensión del fenómeno desde la Teoría Stakeholder.

Por último, a pesar de su evolución a lo largo del tiempo, la *Stakeholder Theory* es difícil de aplicar en la práctica de la gestión empresarial. Sin embargo, se ha desarrollado ampliamente en los ámbitos de Responsabilidad Social Empresarial y la Gobernanza Corporativa. En este sentido, las expectativas a cumplir con el presente

trabajo, es aportar a la teoría *stakeholder* un nuevo ámbito de desarrollo práctico, en el corazón de la gestión de la empresa, la tesorería.

4.6. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

La identificación y posterior análisis de experiencias reales parciales de relaciones colaborativas en la gestión de tesorería, permite concluir que es posible concebir una gestión colaborativa de tesorería entre organizaciones complementarias en términos de ciclos de tesorería (Mondragón Corporación y Arboribus) o a lo largo de la propia cadena de valor (TrocoBuy). Además, esta gestión colaborativa de tesorería se puede desarrollar entre empresas no vinculadas accionarialmente entre sí pertenecientes a un mismo grupo pero que tienen independencia en la toma de decisiones financieras (Mondragon Corporación). Más aún, los casos identificados en el contexto de las finanzas colaborativas o economía colaborativa (TrocoBuy y Arboribus) confirman que es posible desarrollar este tipo de relaciones entre organizaciones entre las cuales no existe experiencia colaborativa previa.

La perspectiva colaborativa en la gestión de tesorería puede ser planteada bien como una alternativa o bien como complemento a la gestión habitual de la tesorería, de manera que en este último caso solamente un porcentaje de la tesorería total de la empresa estaría implicada en el sistema colaborativo.

El *Mutual Cash Holding* (MCH) es un nuevo modelo de gestión colaborativa de tesorería que se presenta adecuado fundamentalmente en situaciones tales como escasez de liquidez, restricciones de crédito bancario y/o búsqueda de reducción de costes de intermediación y transaccionales. En este tipo de situaciones, la perspectiva colaborativa puede resultar de mayor interés para la empresa que la perspectiva de interés propio trascendiendo a un nivel superior que busque la optimización de la gestión de tesorería para el conjunto.

Además, la perspectiva colaborativa de gestión de tesorería permite solucionar los conflictos de agencia accionistas-acreedores así como los generados entre acreedores y directivos propios de las técnicas de gestión de tesorería *pecking order* y *free cash flow*, basados en el comportamiento financiero de interés propio. Así, a través de acuerdos consensuados sobre determinación de plazos de pago y cobro basados en la confianza mutua y en contratos en donde el equilibrio entre las partes implicadas esté

garantizado, se favorecerá la consecución de un beneficio mutuo en términos de creación de valor para todos los *stakeholder*. De este modo, el *Mutual Cash Holding* (MCH) muestra cómo es posible implementar un modelo colaborativo de gestión de tesorería que representa un nuevo paradigma basado en la teoría de los *stakeholders*.

A través del análisis cualitativo se confirma que son necesarias seis variables para que el modelo MCH pueda funcionar: expectativas de beneficio, transparencia, confianza, gestión, garantías frente al riesgo y beneficio mutuo. De estas variables, confianza, gestión y garantías frente al riesgo se vinculan al corto plazo, mientras que expectativas, transparencia, confianza, gestión y beneficios son variables a largo plazo.

De todas las variables identificadas, la variable clave para que este modelo funcione es la confianza, lo cual es coherente con la *Mutual Trust Perspective* (Dees & Cramton, 1991). Sin embargo, la variable necesaria aunque no suficiente para que este modelo se ponga en marcha son las expectativas de obtención de beneficio mutuo a partir de un mínimo de complementariedad en la tesorería de las empresas participantes. Adicionalmente, es necesaria la existencia de transparencia en la información suministrada por las empresas y en la gestión colaborativa en sí misma. De este modo, se generará la confianza mínima necesaria para que funcione el sistema. Si bien, algunas empresas recalcan como requisito previo a la entrada en un sistema colaborativo de este tipo, bien un sistema de garantías frente al riesgo (Idom), bien un marco regulatorio (Arteche) o bien un nivel mínimo de calidad de gestión (Lantegi Batuak). En concreto, la existencia de un sistema de garantías frente al riesgo, sobre todo al inicio de la relación en el caso de ausencia de experiencia previa, contribuye a la generación de una mayor confianza, que redundará en una mayor calidad de la gestión facilitando la obtención de un beneficio mutuo. En este sentido, la existencia de un sistema de garantías frente al riesgo potencial, puede ser un factor facilitador clave en la aceptación definitiva del sistema. La percepción de riesgo, por pequeña que sea, actúa como un potente inhibidor, ya que los riesgos que las empresas participantes están dispuestas a asumir son escasos, prácticamente nulos; sobre todo en el caso de las empresas con flujos de caja positivos. Así desde Idom se remarcaba que “sólo entraremos si existe un sistema de control de riesgos riguroso y la fiabilidad del modelo es máxima, si no acudiremos a los sistemas regulados”. Por consiguiente, podemos considerar la aversión al riesgo como un condicionante que desincentiva; al tratarse de un sistema novedoso, el riesgo asumido por el decisor en caso de fracaso, es muy superior a la recompensa en caso de éxito.

La consecución de un beneficio mutuo tanto en términos económicos como no económicos permitirá satisfacer las expectativas iniciales y servirá de retroalimentación del modelo, el cual adquiere así un carácter cíclico, de manera que en la medida en que se genere más confianza, ésta permitirá reducir la percepción de riesgos, aminorando la necesidad de garantías a largo plazo. El carácter cíclico del modelo implica que las condiciones de posibilidad deben darse de forma continuada para que el modelo pueda funcionar. Posiblemente en un primer momento los riesgos que las empresas participantes están dispuestas a asumir son escasos, pero en la medida que el conjunto de participantes asumen riesgos conjuntos y que el sistema produce resultados positivos, la disposición a asumir riesgos se va incrementando progresivamente.

En definitiva, el *Mutual Cash Holding* (MCH) es complejo y requiere condiciones entre las expectativas y el beneficio mutuo, que no siempre son posibles de alcanzar. Además; es fundamental la colaboración y la confianza entre empresas; acciones que solo son exitosas bajo largos periodos de tiempo. Además, las circunstancias del entorno, tales como ciclos económicos, las estrategias de las entidades financieras, las condiciones de los países, normativas, uso de nuevas tecnologías, etc. serán determinantes.

Este modelo podría ser considerado como una innovación financiera ya que se trata de un nuevo proceso de gestión corporativa relacionada con el área financiera con el objeto de reducir costes, riesgos o mejorar las posibilidades de financiación. El *Mutual Cash Holding* (MCH) es una idea novedosa ya que las empresas trabajan en la misma dirección debido a diferentes razones y motivaciones pero con una meta común que es la gestión colaborativa de la tesorería basada en la confianza y la transparencia, el uso de garantías y porque el sistema implica una reducción de costes así como el incremento del beneficio.

Los tres casos explorados giran en torno a la idea de alcanzar acuerdos de colaboración en la gestión de tesorería al margen de la intermediación bancaria, lo cual lleva a pensar que en la medida en que esta innovación financiera se extienda, el papel de las entidades financieras como proveedor de fondos se reducirá a favor de otro tipo de sistemas basados en la desintermediación como pueden ser los desarrollados en la denominada economía colaborativa.

Por otra parte, hemos fundamentado el modelo *Mutual Cash Holding* desde la

perspectiva ontológico-normativa de la teoría *stakeholder*, ya que hemos detectado en los casos analizados los tres elementos diferenciales respecto a las teorías clásicas alternativas (ruptura con la perspectiva de interés propio, paradigma colaborativo y consideración de los stakeholder como fines en sí mismos no como medios para la obtención del objetivo empresarial desde una perspectiva *shareholder*). Así mismo, hemos identificado en todos los casos estudiados la confianza en la ausencia de comportamientos oportunistas del resto de participantes como elemento central de las relaciones colaborativas. Lo cual reduce los costes de transacción derivados de la asimetría de información y las garantías de riesgo. Además, hemos delimitado el mapa *stakeholders* del modelo MCH incluyendo a las entidades financieras, en contra de lo que pudiera pensarse, ya que el modelo MCH propuesto se plantea más bien como un complemento dentro de un sistema mixto de financiación empresarial, contribuyendo así a la diversificación de los proveedores financieros requerida por los cambios en el entorno citados en el capítulo introductorio. Finalmente, se ha destacado la relevante aportación que se espera pueda realizar el modelo MCH al ámbito de desarrollo práctico de la teoría *stakeholder* en el seno de la gestión de tesorería.

Por último, aunque el análisis cualitativo ha permitido confirmar las variables integrantes del modelo, dado que éste se ha desarrollado a partir del análisis de tres casos, para que el modelo pueda ser transferido a otras empresas es necesario contrastarlo con expertos y profesionales. Además, la cuantificación del modelo proporcionará mayor rigor al mismo. Esta es la razón por la cual en el capítulo seis se plantea el análisis confirmatorio del modelo mediante análisis cuantitativo, en concreto a través de la modelización de ecuaciones estructurales.

Capítulo 5 . Propuesta del modelo *Mutual Cash Holding* (MCH)

- 5.1. INTRODUCCIÓN
- 5.2. DETERMINANTES DEL *MUTUAL CASH HOLDING* A PARTIR DE LA LITERATURA
- 5.3. PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS

5.1. INTRODUCCIÓN

En el capítulo cuatro hemos desarrollado el modelo *Mutual Cash Holding* a partir del análisis exploratorio de tipo cualitativo realizado sobre tres casos de relaciones colaborativas entre empresas en la gestión de tesorería.

El modelo provisional *Mutual Cash Holding* ha quedado finalmente integrado por los siguientes seis constructos: expectativas de beneficios mutuos, transparencia, garantías, confianza, gestión y beneficios mutuos. A la vista de los resultados obtenidos en el análisis exploratorio, se sugiere que la confianza es el factor clave dentro de este modelo. Sin embargo, para que pueda generarse esa confianza entre las organizaciones participantes es necesario que existan previamente unas expectativas de obtención de beneficios mutuos, así como una transparencia en la información suministrada por las partes implicadas. El establecimiento de unas garantías permite minorar el riesgo percibido por las entidades contribuyendo, a su vez, a la generación de confianza interorganizacional. La confianza actúa como un catalizador que facilita una gestión eficaz y eficiente del sistema colaborativo de tesorería de modo que se puedan alcanzar los beneficios mutuos, tanto económicos como sociales, esperados.

La revisión de la literatura apoya la idea de que la confianza es un factor determinante en el ámbito de las relaciones de intercambio y de las alianzas entre empresas (Ring & Van de Ven, 1992; Barney & Hansen, 1994; Morgan & Hunt, 1994; Madhok, 1995; Inkpen & Beamish, 1997; Zaheer & Harris, 2006), si bien no existe hasta este momento evidencia empírica en torno a las relaciones colaborativas entre empresas en la gestión de tesorería.

En esta investigación se han medido los seis constructos de manera unidimensional. La operacionalización unidimensional de todos los constructos está justificada, ya que ninguno de los constructos es el objeto central de estudio sino que forman parte de un modelo estructural complejo de relaciones – modelo *Mutual Cash Holding* (MCH)- que es el verdadero foco de la investigación.

Cada uno de los constructos es medido por seis indicadores formativos que componen el correspondiente constructo. Para la medición de los diferentes constructos se ha seguido el procedimiento desarrollado por Diamantopoulos y Winklhofer (2001) para la construcción de índices con indicadores formativos, a partir de los ítems identificados en la fase exploratoria y fundamentados en la teoría.

Así, en este capítulo, tras conceptualizar y operacionalizar los constructos se procede a revisar la literatura en la que se sustentan las relaciones identificadas entre los constructos que integran el modelo *Mutual Cash Holding*, como paso previo a la formulación de las hipótesis. De este modo, se comprueba que las relaciones causales identificadas de modo inductivo en la fase exploratoria son coherentes con la teoría y que, por tanto, es compatible con el cuerpo de conocimientos científicos existente. Este capítulo finaliza con la formulación de las hipótesis específicas, las cuales recogen las relaciones de causalidad entre los constructos, y que serán contrastadas cuantitativamente en el capítulo seis.

5.2. DETERMINANTES DEL *MUTUAL CASH HOLDING* A PARTIR DE LA LITERATURA

5.2.1. Planteamiento

El análisis exploratorio de casos y su posterior contraste cualitativo nos han permitido identificar seis factores (expectativas de beneficios mutuos, transparencia, garantías, confianza, gestión y beneficios mutuos) que hacen posible el funcionamiento de una gestión de tesorería basado en el paradigma colaborativo entre empresas, así como las relaciones entre las mismas y los ítems que explican cada una de las variables.

En este apartado procedemos, en primer lugar, al desarrollo del proceso que nos permite determinar las definiciones conceptuales y operacionales de las variables que integran el modelo *Mutual Cash Holding* y, en segundo lugar, a revisar la literatura en la que se apoyan las relaciones entre los constructos identificadas en la fase exploratoria, lo cual permitirá comprobar la coherencia entre las relaciones causales identificadas en los casos estudiados con la literatura correspondiente.

5.2.2. Conceptualización y operacionalización de los constructos

El paso previo al desarrollo y validación de una escala es la conceptualización de las variables correspondientes. Además, la definición conceptual de los constructos³⁴ es necesaria para comprobar la validez de las hipótesis. Este paso permite proceder a su clasificación, operacionalización y categorización. Para desarrollar la definición conceptual de los constructos considerados en el modelo *Mutual Cash Holding*,

³⁴ Un *concepto* expresa una abstracción formada por generalizaciones sustraídas de casos particulares. Un *constructo* es un concepto que ha sido inventado o adoptado de manera deliberada y consciente para un propósito científico especial (Kerlinger, 2002). Una *variable* es una característica o propiedad que puede asumir distintos valores, ya sea cuantitativa o cualitativamente (Cillán y Escudero, 2013).

tendremos en cuenta los factores que Mackenzie, Podsakoff & Podsakoff (2011, p. 299) consideran necesarios para poder llevar a cabo la conceptualización de constructo y que se resumen a continuación:

1. Examen de cómo ha sido considerado el constructo en investigaciones previas (Revisión literaria de investigación teórica o empírica del constructo en cuestión y de otros constructos con los que se relaciona, expertos en la materia).
2. Especificación de la naturaleza del dominio conceptual del constructo (tipo de propiedad del constructo y entidad sobre la que se aplica).
3. Especificación del tema conceptual del constructo (descripción de los atributos/características, amplitud, inclusividad, dimensionalidad, estabilidad a lo largo del tiempo, según contexto).
4. Definición del constructo en términos no ambiguos.

Para poder ofrecer una buena definición conceptual previamente se habrá tenido que tener en cuenta cómo otros académicos han definido el término, y buscar un consenso, así mismo este proceso permite examinar la teoría que se quiere comprobar. Según Sierra Bravo (2002), la definición conceptual permite marcar los límites y, por ende, la extensión del contenido del concepto y de la realidad que representa.

Por otra parte, la definición operacional proporciona el significado a un constructo o a una variable especificando las actividades u “operaciones” necesarias para medirlo, es decir, define la variable diciéndole palabra a palabra al investigador lo que debe hacer para medir el constructo (Kerlinger, 2002).

La operacionalización de los constructos es el proceso por el cual se realiza el tránsito de los constructos a las variables y de éstas a los ítems. Este proceso comienza con la definición conceptual de los constructos teóricos, que luego permitirá indicar cuáles son los criterios y pautas que se deben aplicar a nivel empírico, y así determinar si el fenómeno analizado se corresponde con el conceptualizado.

Una vez se ha definido el constructo, a continuación comienza el proceso de generación de los ítems. En este estudio, cada constructo se conceptualiza y operacionaliza como constructo unidimensional, ya que ninguno de los constructos es el

objeto central de estudio sino que son parte de un sistema complejo de relaciones – modelo *Mutual Cash Holding*- que es el verdadero foco de la investigación.

Con independencia de si el constructo es unidimensional o multidimensional, el objetivo final en este proceso es generar un conjunto de ítems o indicadores que capturen todos los aspectos esenciales del dominio del constructo, intentando al mismo tiempo minimizar la posibilidad de que los ítems recojan conceptos fuera del dominio del mismo.

Existe una amplia variedad de fuentes de obtención de ítems (Nunnally & Bernstein, 1994; MacKenzie *et al.* 2011): revisión de la literatura, deducción de la definición teórica del constructo, investigación previa teórica y empírica sobre el constructo, sugerencias de los expertos en el campo, entrevistas o discusiones en *focus group* con representantes de la población sobre el constructo que se espera generalizar, o bien un examen de otras medidas del constructo que ya existen.

Teniendo en cuenta todas estas recomendaciones y consideraciones, los ítems desarrollados para medir los constructos del modelo *Mutual Cash Holding* (MCH), han sido validados a partir de las entrevistas semiestructuradas realizadas; y de la revisión de la literatura. Por lo tanto, es conveniente destacar que la operacionalización de los constructos se ha realizado partiendo de la revisión literaria que se desarrolla en el siguiente apartado y que su adaptación se ha convenido tras el análisis de los resultados obtenidos en el estudio cualitativo.

La determinación de los ítems lleva asociada la modelización de la relación entre los indicadores y el correspondiente constructo. Tradicionalmente en la literatura en torno a la medición de los constructos se distinguen, fundamentalmente, dos enfoques: reflectivo y formativo (Bollen & Lennox, 1991; Diamantopoulos & Winklhofer, 2001; Jarvis, MacKenzie & Podsakoff, 2003; MacKenzie, Podsakoff & Jarvis, 2005). La principal característica de los constructos reflectivos es que la dirección de causalidad va desde el constructo hacia los indicadores, mientras que en el caso de los constructos formativos la dirección de causalidad va desde los indicadores hacia el constructo (Bollen & Lennox, 1991). Para evitar errores de especificación, la elección del modelo de medida por parte del investigador y la teoría subyacente tienen que estar en consonancia (Diamantopoulos & Sigew, 2006).

En definitiva, la elección de modelización u operacionalización y análisis del constructo como unidimensional, multidimensional, formativo o reflectivo depende del constructo objeto de estudio y del interés teórico en una generalización o especificación por parte del investigador (MacKenzie *et al.*, 2005).

En el caso de los constructos que integran el modelo MCH, todos los constructos son unidimensionales y están medidos mediante indicadores formativos³⁵.

Diamantopoulos y Winklhofer (2001) desarrollan un procedimiento en cuatro pasos para la construcción de índices con indicadores formativos (1. Especificación de contenido; 2. Especificación de los indicadores, 3. Valoración de la multicolinealidad de los indicadores; 4. Validación externa). Estos autores, en la generación de indicadores para su potencial inclusión en un índice, recomiendan que los ítems utilizados como indicadores cubran el ámbito completo de la variable latente y sean suficientemente inclusivas como para capturar totalmente el dominio del constructo en cuestión. En este sentido, Nunnally y Bernstein (1994) establecen como necesario lograr una amplia comprensión y definición del constructo, ya que el fallo en la consideración de todas las facetas del constructo conduciría a la exclusión de indicadores relevantes. Por ello, estos autores sugieren la elaboración de un censo de indicadores que cubran todo el dominio.

Por último, en cuanto a la forma de redactar los ítems, algunas consideraciones a tener en cuenta son las siguientes (se pueden revisar Podsakoff, MacKenzie, Lee & Podsakoff, 2003 y Alaminos & Castejón, 2006 para una explicación más detallada): redactar cada ítem de la manera más simple, específica y precisa posible, evitar preguntas compuestas y/o con una sintaxis muy complicada y, términos ambiguos o poco familiares, así como preguntas con contenido socialmente poco deseables.

En resumen, los seis constructos han sido operacionalizados como unidimensionales y medidos mediante indicadores formativos que se han obtenido del análisis realizado en la primera fase del trabajo empírico, y utilizando como base teórica la revisión literaria.

A continuación, en los siguientes subapartados se procede a conceptualizar y operacionalizar cada uno de los constructos que constituyen el modelo *Mutual Cash Holding* (MCH). Posteriormente, en la tabla 5.1 se mostrará a modo de resumen la operacionalización de los constructos. En concreto, se proporcionan dos definiciones

³⁵ Ver Anexo 3 para una descripción más detallada del modelo de medida formativo.

para cada constructo, una teórica y otra operativa. La definición teórica muestra en qué consiste la variable en términos del marco teórico y la operacional especifica la manifestación empírica conocida asociada a cada concepto determinado, esto es, los ítems considerados adecuados para medir la variable en cuestión.

5.2.2.1. Confianza

Confianza es un concepto que ha sido objeto de creciente interés en el ámbito de la economía de la empresa en la última década, tal y como se puede apreciar en las figuras 5.1. y 5.2..

Figura 5.1. Evolución nº artículos sobre confianza

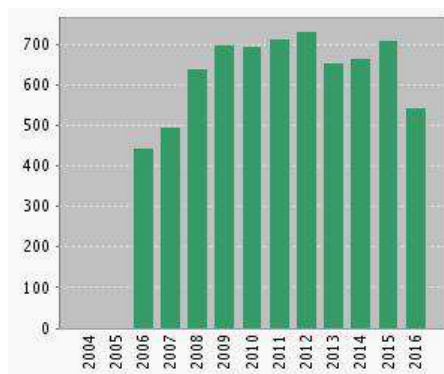
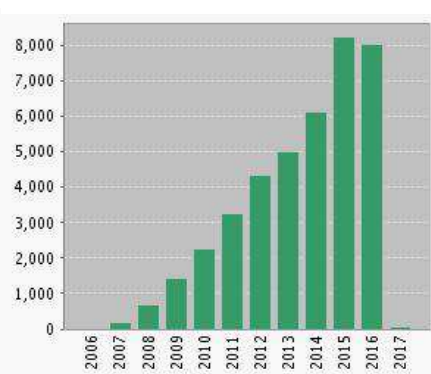


Figura 5.2. Evolución nº citas confianza



Fuente: Web of Science (26/12/2016). Recuperado de <https://apps.webofknowledge.com>

Además de un incremento considerable en el número de artículos de investigación que toman como objeto de estudio este concepto, en los últimos años se han publicado una gran variedad de libros sobre confianza: *Handbook of Research Methods on Trust*, 2011; *Handbook of Trust Research*, 2006; *Handbook of Advances in Trust Research*, 2013; *Trust and Social Capital in Organizations*, 2013; y revistas dedicadas en exclusiva al tema, como por ejemplo la *Journal of Trust Research*. La razón de esta evolución se debe fundamentalmente a que la confianza se ha confirmado como elemento principal en las relaciones interpersonales, interorganizacionales e interinstitucionales.

Confianza es un concepto que ha sido analizado desde diversas perspectivas disciplinarias y que numerosos autores han intentado enmarcar bajo un único prisma multidisciplinar. Rousseau, Sitkin Burt & Camerer (1998) consideran que las principales disciplinas desde las cuales se ha considerado la confianza son: la economía,

la psicología y la sociología. A su vez, McEvily (2011) afirma que confianza ha evolucionado desde dos paradigmas dominantes: el económico y el de las ciencias sociales. Sin embargo, al definir la confianza existen dos amplios enfoques diferenciados: conductual y actitudinal. El paradigma económico enfatiza el enfoque conductual; fuertemente enraizado en la teoría económica de los juegos. Mientras que el paradigma de las ciencias sociales, enfatiza el carácter actitudinal.

La confianza basada en una *intención conductual* implica confianza en los motivos de la otra parte y, por tanto, está asociada a un comportamiento arriesgado. Esta intención conductual conlleva una disposición a aceptar la vulnerabilidad ante las acciones de la otra parte. Aunque la confianza no ha sido tradicionalmente el foco de estudio en teorías económicas tales como la Teoría de los costes de transacción (Williamson, 1975), fue posteriormente cuando este mismo autor propuso su potencial efecto en la reducción de los costes de transacción e incremento de los beneficios (Williamson, 1993a). El enfoque económico de la confianza subestima las normas éticas y sociales, y enfatiza el papel jugado por los incentivos y las estructuras de gobierno que la promueven. Así, Williamson (1993a, p. 463) se refiere a la confianza como “confianza calculativa” basada en el enfoque conductual. Sin embargo, conceptos derivados de la teoría de los costes de transacción, tales como oportunismo, incertidumbre, racionalidad limitada y asimetría de información proporcionan instrumentos adecuados para el estudio de la función desempeñada por la confianza en las relaciones interorganizaciones.

Desde el *enfoque actitudinal* se considera la confianza como un estado psicológico e implica una expectativa sobre la fiabilidad de la otra parte respecto a sus obligaciones, predictibilidad de comportamiento y legitimidad en acciones y negociaciones teniendo en cuenta la posibilidad de un comportamiento oportunista (Zaheer, McEvily & Perrone, 1998). Lewicky, Tomlinson & Gillespie (2006, p. 996) consideran que, “a pesar de la incertidumbre acerca de cómo actuará la otra parte, existen expectativas positivas en relación a las intenciones, motivaciones y comportamientos de la otra parte”. Otras expectativas positivas se refieren a las cualidades y características de la persona en la que se confía (competencia, integridad, benevolencia...).

Tras la revisión literaria llevada a cabo por Rousseau *et al.* (1998), así como por McEvily y Tortoriello (2011), estos autores concluyen que independientemente de la

disciplina subyacente existe congruencia entre los diferentes autores en dos aspectos: a) riesgo e interdependencia como condiciones necesarias para que pueda surgir la confianza; b) los dos elementos principales alrededor de los cuales se define la confianza son la disposición a ser vulnerable –decisión de exponerse al riesgo de potencialmente ser dañado por las acciones o decisiones de la persona en la que se confía- y las expectativas de un tratamiento favorable por parte del socio.

Rousseau *et al.* (1998) combinan los dos elementos anteriores y proponen la siguiente definición de confianza: “Confianza es un estado psicológico que comprende la intención de aceptar la vulnerabilidad con base en expectativas positivas de las intenciones o comportamientos del otro” (p. 395). En esta misma línea, previamente Mayer, Davis, y Schoorman (1995) habían definido confianza como la disposición del que confía a ser vulnerable a las acciones de la persona en la que se confía con base en las expectativas de que éste actuará de una particular manera.

Otros autores como por ejemplo Butler & Cantrell, 1984; McKnight, Cummings & Chervany, 1998, al definir confianza, ponen el foco en las características que debe reunir la otra parte para que inspiren o sirvan de motor en la generación de expectativas y que han conceptualizado bajo la denominación de *trustworthiness* diferenciándolo del concepto de confianza –*trust* -, tal y como lo definen Rousseau *et al.* (1998) y Mayer *et al.* (1995)³⁶. En este sentido, el modelo integrativo propuesto por Mayer *et al.* (1995) presenta estas características agrupadas en torno a tres componentes -habilidad, integridad y benevolencia-, los cuales han sido incluidos en otros modelos posteriores (Ross & LaCroix, 1996; McKnight *et al.* 1998; Williams, 2001, McKnight, Choudhury, & Kacmar, 2002). Mayer *et al.* (1995) definen estos componentes del siguiente modo:

- Habilidad (competencia): “grupo de destrezas, competencias y características que capacitan a una parte para influir dentro de un dominio específico” (Mayer *et al.*, 1995, p. 717). Madhavan y Grover (1998) distinguen entre competencia gerencial -la capacidad tanto del sistema de dirección y gestión como del equipo de dirección para tomar decisiones estratégicas y gestionar relaciones con *stakeholders*- y competencia técnica –capacidad para ofrecer productos y servicios de

³⁶ Colquitt, Scott & LePine (2007) ofrecen la siguiente distinción entre *trustworthiness*, *trust propensity* y *trust*, basada en la revisión de la literatura: “la literatura en torno a confianza distingue *trustworthiness* (la habilidad, benevolencia, e integridad de la persona en la que se confía) y *trust propensity* (una disposición a confiar en otros) de *trust* (la intención de aceptar la vulnerabilidad hacia la persona en la que se confía en base a las expectativas positivas de sus actos)” (p. 909).

alta calidad-. Esta faceta se refiere a la percepción de que la otra parte es capaz de actuar y desempeñar su trabajo de manera que se cumplan las expectativas de la persona que deposita su confianza.

- Benevolencia (lealtad, preocupación, disposición, valoración, honestidad): “el grado hasta el cual la persona en la que se confía (*trustee*) se cree que quiere hacer el bien a la persona que confía (*trustor*), dejando de lado motivos de búsqueda de beneficio de interés propio” (Mayer *et al.*, 1995, p. 718). Whitener, Brodt, Korsgaard & Werner (1998) ven la benevolencia como una muestra de consideración y sensibilidad hacia las necesidades e intereses de otros, actuando en orden a proteger tales intereses y refrenándose de explotar a otros en beneficio propio.
- Integridad (justicia, consistencia, coherencia, cumplimiento promesas, fiabilidad, congruencia de valores): “la percepción de que la persona en la que se confía se adhiere a los principios que la persona que confía considera aceptables” (Mayer *et al.* 1995, p. 719). Se refiere a los aspectos morales de la confianza. No basta con ser benevolente, la benevolencia necesita ser ética. Whitener *et al.* (1998) incluyen ausencia de oportunismo.

Estas facetas de la confianza están muy interrelacionadas y a menudo se confunden, hasta el punto de ser tratadas de manera combinada en un único constructo (Dirks & Ferrin, 2001). El efecto de cada una de ellas a lo largo del proceso de formación de la confianza es diferente. Así, habilidad/competencia e integridad tienen más influencia al principio de la relación, mientras que el efecto de benevolencia aumenta en la medida en que la relación es más estrecha (Mayer *et al.*, 1995; Lewicki, Tomlinson, & Gillespie, 2006). Así mismo, Pirson y Malhotra (2011) concluyen en su estudio que los *stakeholder* que mantienen relaciones poco profundas con la organización basan su confianza en la misma fundamentalmente en la integridad, mientras que si tales relaciones son profundas la base de la confianza es la benevolencia. Coloquitt *et al.* (2007) añaden que la importancia de la integridad es más importante en referentes basados en líderes que en trabajadores. Según Pirson y Malhotra (2011) habilidad es la faceta más importante para todo tipo de *stakeholder* independientemente de si la relación es vaga o profunda. En concreto, la competencia

de la dirección es la más valorada por los *stakeholders* internos. Por esta razón, en fases iniciales de la relación se tiende a confundir el efecto de integridad y benevolencia, mientras que a medida que se desarrolla la relación es más fácil distinguir estas dos facetas como factores diferentes (Shoorman, Mayer & Davis, 2007).

Desde la perspectiva de las alianzas interorganizacionales se obtiene la siguiente evidencia empírica: “Los gestores de la alianza que han observado en la otra parte la presencia de gestores con una disposición a refrenar o contener conductas oportunistas son más proclives a comprometerse en un comportamiento que inspira la confianza” (Inkpen & Currall, 1998, p. 11).

Sin embargo, las expectativas positivas de la persona que confía y las características que reúna la persona en la que se confía, son necesarias pero pueden no ser suficientes para que exista confianza. Es necesario que exista cierta propensión a confiar (Colquitt *et al.*, 2007), entendida como un rasgo de la personalidad que, según Rotter (1967), se desarrolla en una fase temprana de la vida como resultado de las relaciones sociales desarrolladas y que se mantiene estable en la fase adulta. McKnight *et al.* (1998) definen la propensión a confiar como la disposición a confiar en otros en diversas situaciones. La propensión a confiar juega un papel fundamental en la formación inicial de la confianza interorganizacional.

La confianza puede desarrollarse a diferentes niveles: interpersonal, organizacional, interorganizacional e institucional. La conceptualización de confianza llevada a cabo hasta el momento en este trabajo se refiere a la confianza a nivel interpersonal. Janowicz y Noorderhaven (2006, p. 277) consideran que “la confianza se puede atribuir a una organización siempre y cuando el enfoque actitudinal de la confianza (expectativas positivas) sea compartido por todos los miembros de la organización”. De modo que la confianza interpersonal forma parte de la confianza interorganizacional, dado que las relaciones interpersonales tiene un gran impacto en este tipo de confianza (Adams, Flear, Taylo, Hall & Karthaus, 2010). Por otra parte, Janowicz-Panjaitan and Krishnan (2009) argumentan que el rol de las personas que tienen contacto con los miembros de la otra organización tienen una particular importancia en el proceso de desarrollo de la confianza interorganizacional y distinguen entre el nivel estratégico (*top-management*) en el que se determina el tipo de relación colaborativa (cooperación, alianza, *joint-venture*, *network*, etc.) y el nivel operativo en el que se implanta el tipo de relación seleccionada.

Por otra parte, existe evidencia empírica que apoya la idea de que la confianza tiene efectos positivos en las relaciones de intercambio económico vía online, reduciendo el riesgo percibido (Jarvenpaa, Tractinsky & Saarinen, 1999; Jarvenpaa, Tractinsky & Vitale, 2000; Pavlou, 2003; Pavlou & Gefen, 2004) y facilitando que la transacción se lleve a cabo (Jarvenpaa & Tractinsky, 1999; Gefen, 2000; Jarvenpaa *et al.*, 2000; McKnight *et al.* 2002; Pavlou, 2003; Gefen & Straub, 2004; Pavlou & Gefen, 2004).

Dado que el objeto de estudio en esta investigación es un modelo colaborativo de la gestión de la tesorería entre un conjunto de organizaciones, la unidad de análisis y el contexto dentro de los cuales conceptualizamos confianza como constructo será la confianza en las relaciones colaborativas entre organizaciones. Así, Das y Teng (2001) sugieren que en el caso de alianzas sin vínculo accionarial la confianza basada en competencias tiene una mayor importancia que la basada en benevolencia, ya que este tipo de acuerdos se formalizan en contratos y, de este modo, todas las partes tienen más claras sus obligaciones legales.

Aunque desde un punto de vista conceptual confianza se ha definido tradicionalmente como un constructo multidimensional y complejo (Gambetta, 1988; Li, 2007; Zaheer, 1984), la revisión literaria (Seppänen, Blomqvist, & Sundqvist, 2007), 2007; McEvily & Tortoriello, 2011; Whipple, Griffis & Daugherty, 2013) nos muestra que el constructo confianza ha sido tratado empíricamente en la mayoría de los estudios como constructo unidimensional (Larzelere & Huston, 1980; Anderson & Weitz, 1989; Moorman, Deshpandé, Zaltman, 1992; Morgan & Hunt, 1994; Doney & Canon, 1997), es decir, único constructo medido por diversos indicadores. Estos ítems han sido, bien indicadores generales de confianza, bien una mezcla de “dimensiones” de este constructo (habilidad, benevolencia, integridad, etc.) o bien medidas de una única dimensión de confianza (cuando el foco de estudio se centra en una única dimensión).

La modelización de confianza como constructo multidimensional ha sido minoritaria pero creciente en las últimas dos décadas (Ganesan, 1994; Geyskens, Steenkamp, Scheer, & Kumar, 1996; McKnight, Choudhury & Kaomar, 2002) y no existe un consenso en cuanto al número ni el tipo de dimensiones operacionalizadas. En la literatura organizacional McEvily & Tortoriello (2011, p. 33) llegan a contabilizar “un total de 38 dimensiones diferentes de confianza a lo largo de 46 medidas

multidimensionales identificadas”. Las dimensiones generalmente más utilizadas son competencia/habilidad, benevolencia e integridad/credibilidad.

Los argumentos a favor de una operacionalización multidimensional del constructo confianza se basan en que “esta perspectiva permite definir mejor el concepto junto con sus dimensiones y su utilización en caso de que el objetivo del estudio sea la medida de la confianza, mientras que una operacionalización unidimensional de confianza está justificada cuando el objeto de estudio es construir un modelo estructural en el que se incluyen antecedentes y consecuencias de confianza” (Ebert, 2006, p. 129), o bien se relaciona directa o indirectamente con otros constructos, tal y como ocurre en el modelo MCH.

Por otra parte, algunos autores argumentan que confianza debería ser tratado como unidimensional, debido a la complejidad, diversidad y ambigüedad semántica de las diferentes dimensiones que lo definen (Medlin & Quester, 2002). En concreto, en el ámbito del marketing, Larzelere y Huston (1980) trataron benevolencia y credibilidad como aspectos diferentes de confianza más que como dimensiones separables. En este sentido, Doney y Canon (1997, p. 43), al comprobar la alta correlación entre estas dos dimensiones conceptualmente diferentes, sugirieron que sería debido a que ambas “podrían estar tan entrelazadas que en la práctica son operacionalmente inseparables”. Esta afirmación ha sido apoyada empíricamente por Herington (2003). Solamente unos pocos estudios consideran confianza como constructo unidimensional “multifactorial” (Lewicki *et al.*, 2006).

Seppänen *et al.* (2007, p. 256) consideran que “la causalidad puede ser vista como una de las principales razones de la ambigüedad y confusión en la definición de antecedentes, dimensiones y consecuencias de este constructo y que confianza es un concepto recíproco entendido como causa y efecto al mismo tiempo, por lo que relaciones circulares de feedback pueden existir en la investigación desarrollada en torno a confianza”.

En nuestro modelo, al definir el concepto hemos tratado de considerar las diversas causas del constructo confianza que permiten recoger casi todo su dominio y posteriormente lo hemos incluido en un modelo más amplio y complejo relacionándolo directa e indirectamente con otros cinco constructos, siendo el foco de estudio, no la medida de este constructo sino el modelo relacional. Por todas estas razones, hemos tratado confianza como unidimensional.

Por otra parte, la literatura revisada muestra que es un constructo tradicionalmente medido con indicadores reflectivos (Rempel & Holmes, 1986; Anderson & Weitz, 1989; Morgan & Hunt, 1994; Doney & Canon, 1997; Zaheer *et al.*, 1998; McKnight *et al.*, 2002; Gefen, 2004; Wang & Benbasat, 2008; Sun, 2010; Messerschmidt & Hinz, 2012). Sin embargo, la evidencia empírica ha demostrado que en numerosas ocasiones se ha especificado erróneamente el modelo de medida de confianza como reflectivo (Söllner & Leitmeister, 2013)³⁷, quedando relegado a un segundo plano el uso de modelos de medida formativos debido a la falta de disponibilidad de software de modelización apropiado y de guías de evaluación apropiadas.

El debate generado en los últimos años entre los investigadores en el ámbito de la economía de la empresa (dirección estratégica, marketing, organización, etc.) sobre cuestiones teóricas y estadísticas en torno a modelos reflectivos y formativos ha suscitado un creciente interés por el estudio de los modelos formativos en general (Mac Callum & Browne, 1993; Edwards & Bagozzi, 2000; Diamantopolous & Winklhofer, 2001; Rossiter, 2002; Coltman, Devinney, Midgley & Venaik, 2007; Wilcox, Howell & Breivik, 2008; Temme & Hildebrandt, 2006; Cenfetelli & Bassellier., 2009; Bollen & Davis, 2009; Barroso, Cepeda y Roldán, 2010; Diamantopoulos, Riefler & Roth, 2008; Bollen & Bauldry, 2011; Diamantopoulos, 2011) y, en particular, para el constructo confianza (Söllner, Hoffman, Hirdes, Rudakova, Leimeister, 2010).

En el modelo MCH expectativas, transparencia y garantía son constructos antecedentes de confianza y la operacionalización del constructo confianza se realiza desde una perspectiva unidimensional medida por seis indicadores.

Por otra parte, confianza es un constructo que evoluciona a lo largo del tiempo dependiendo, entre otros factores, del contexto nacional, institucional y social (Nielsen, 2004).

La confianza se construye a lo largo de una serie de niveles secuenciales y jerárquicos, de modo que según crece hacia niveles más altos, se convierte en más fuerte, resiliente y cambia en carácter (Lewicky & Tomlinson, 2003). Según estos autores, en los inicios de una relación, la confianza se configura como confianza basada en el cálculo, es decir, es un fenómeno cognitivo según el cual la confianza surge

³⁷ La modelización errónea de un modelo formativo como reflexivo o viceversa es lo que se conoce como especificación errónea de modelo –*model misspecification*–.

cuando la parte que confía percibe que la otra parte intenta realizar una acción que es beneficiosa. En ese momento, la parte que confía calcula cómo se comportará probablemente la otra parte en una situación particular dependiendo de la recompensa que supone ser una organización en la que se puede confiar y los frenos frente a un comportamiento que no inspira confianza. Se calcula cuidadosamente y compara los beneficios de mantener la relación versus los beneficios de engañar en la relación, y los costes de continuar en la relación versus los costes de romper la relación. La confianza solo se extenderá en el caso de que el cálculo coste/beneficio indique que continuar la confianza deriva en un beneficio neto positivo.

La confianza basada en el cálculo se forma en el tiempo en la medida en que ambas partes interactúan repetidamente, la otra parte se gana su buena reputación, va cumpliendo los acuerdos en tiempo y forma y se va generando una información en el seno de la relación, se va formando lo que se denomina confianza relacional. Si se repiten los ciclos de intercambio, asunción de riesgo, cumplimiento de las expectativas con éxito, se refuerza la disposición a confiar mutuamente y aumentan los recursos aportados en el intercambio. Poco a poco ambas partes serán conscientes de que comparten valores y objetivos, de manera que la confianza crece a un estadio más elevado y cualitativamente diferente. Cuando se alcanza el nivel más elevado se habla de confianza basado en la identificación. En este nivel, ambas partes han internalizado los deseos e intenciones de la otra parte, hasta el punto de que cada parte puede actuar como agente para el otro. Este tipo de confianza genera un vínculo emocional fuerte basado en el sentimiento de compartir objetivos y valores mutuos. Nielsen (2004) describe el papel desempeñado por la confianza a lo largo de las diferentes fases de la relación colaborativa y subraya que actúa simultáneamente como causa, moderador, mediador y efecto en las diferentes fases de desarrollo de la relación.

Por otra parte, confianza y compromiso son variables clave para la creación de valor y el éxito de las relaciones a largo plazo entre empresas (Dwyer, Shurr & Oh, 1987; Anderson & Narus, 1990; Anderson & Weitz, 1992; Morgan & Hunt, 1994; Ganesan, 1994, Cullan, Johnson & Sakano, 2000). El compromiso se define como la disposición o deseo de desarrollar, mantener y continuar una relación estable (Wilson, 1995) y la voluntad de realizar sacrificios a corto plazo a favor de la consecución de los beneficios esperados (Gundlach, Achrol, & Mentzer, 1995) y estabilidad de la relación a largo plazo (Anderson & Weitz, 1992). Una definición más amplia es la proporcionada

por Bowen y Shoemaker (2003, p. 34), quienes definen el compromiso del cliente como “la creencia de que una relación en curso es tan importante que provoca el deseo de trabajar por el mantenimiento de la relación y de realizar sacrificios a corto plazo para alcanzar beneficios a largo plazo”. Geyskens *et al.* (1996) encuentran evidencia empírica de la existencia de una relación positiva y significativa entre confianza y compromiso. Pratt y Dirks (2007) destacan el papel jugado por el compromiso en la reconstrucción de la confianza y restauración de relaciones positivas proporcionando una nueva perspectiva de la confianza basada en el compromiso. Por último, Wilson (1995) subraya que si bien la confianza desempeña un papel fundamental en la fase inicial de la relación, el compromiso es pleno en un estadio más avanzado de la misma en la que se crea valor y ello deriva en el deseo de mantener y estabilizar la relación.

El riesgo de que la otra parte se comporte de manera oportunista juega un papel importante en el caso de las relaciones colaborativas entre empresas (alianzas, *joint venture*, cooperativas, etc.), de manera que los gestores de la alianza que han observado en el gestor de la contraparte una disposición a evitar o refrenarse de comportamientos oportunistas, son más proclives a comprometerse en comportamientos basados en la confianza (Inkpen & Currall, 1998).

Aunque el modelo MCH contrastado es unidireccional e ignora reciprocidad, explícitamente reconoce la naturaleza dinámica de las relaciones colaborativas incorporando un círculo de *feedback*, de manera que se recoge que el resultado de una relación previa modifica las expectativas sobre futuras relaciones al tener un mayor conocimiento del comportamiento de las otras organizaciones y del funcionamiento del sistema.

Dado que el objeto de estudio en esta investigación es un modelo colaborativo de la gestión de la tesorería entre un conjunto de organizaciones, la unidad de análisis y el contexto dentro de los cuales conceptualizamos confianza como constructo será la confianza en las relaciones colaborativas entre organizaciones. Así, combinando las definiciones de Mayer *et al.* (1995), Rousseau *et al.* (1998) y Zaheer *et al.* (1998) y, teniendo en cuenta los factores a considerar en la conceptualización de un constructo (MacKenzie *et al.*, 2011) proponemos la siguiente definición de confianza:

Confianza es la disposición de una organización a exponerse al riesgo de ser potencialmente dañado por las acciones o decisiones de la/s organización/es con la/s que se colabora con base en su predisposición a colaborar y a las expectativas

positivas generadas en relación a las intenciones, motivaciones, comportamientos, cualidades y características de competencia, integridad y benevolencia de la/s organización/es en la/s que se colabora, frente a la posibilidad de comportamientos oportunistas.

En cuanto al instrumento de medida de confianza, Seppänen *et al.* (2007); McEvily y Tortoriello (2011) y Whipple *et al.* (2013), concluyen tras su revisión literaria que no existe convergencia en el instrumento de medida utilizado. Debido a la naturaleza específico-contextual de este constructo, los investigadores, en lugar de replicar instrumentos desarrollados anteriormente, tienden a desarrollar sus propias medidas. Los ítems son planteados con base en revisión literaria o investigación previa, tras ser modificados y adaptados al campo de estudio en cuestión.

Seppänen *et al.* (2007) sugieren que antes de la recogida de datos vía encuesta, propia de estudios cuantitativos, son requeridos estudios empíricos cualitativos, debido al elevado carácter específico-contextual y al hecho de que confianza es un concepto aparentemente difícil de cuantificar.

Por ello, en el caso del constructo confianza los ítems se han identificado en la fase exploratoria y, con base en la revisión literaria e investigación previa, han sido modificados, completados y adaptados según la definición operacional del constructo al contexto de las relaciones colaborativas entre empresas en la gestión de tesorería.

5.2.2.2. Garantías

Existen dos tipos de mecanismos de garantías que pueden promover la formación de confianza mutua, evitar las conductas oportunistas, reducir el riesgo, así como asegurar el buen funcionamiento del sistema de relaciones colaborativas en el ámbito de la gestión de tesorería: mecanismos internos de garantía y mecanismos externos de garantía.

Los mecanismos internos surgen dentro del contexto o sistema en el cual se desarrollan esas relaciones colaborativas y suelen tomar la forma de acuerdos más o menos formales adoptados entre las partes. Mecanismos internos de garantías en el contexto de la gestión colaborativa de tesorería pueden ser: la reducción del riesgo de liquidez a través de la determinación de mutuo acuerdo de un nivel mínimo de tesorería del sistema que permita hacer frente a posibles imprevistos, la exigencia de garantías reales intragrupo que compensen los posibles riesgos en los que se incurra, reducir la

exposición al riesgo del sistema de gestión colaborativa de tesorería mediante el establecimiento de un porcentaje reducido de tesorería implicado en el sistema de gestión colaborativa por parte de cada organización y, la existencia de simetría en el riesgo asumido por las organizaciones. Así mismo, “los procedimientos, estructuras y normas creadas internamente en una comunidad empresarial hacen que las conductas colectivas sean más predictibles y que se reduzca el riesgo inherente” (Bachmann & Inkpen, 2011; p. 469)³⁸. La existencia previa de mecanismos externos tales como normativas legales (por ejemplo la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial, que regula las Plataformas de Financiación Participativa –PFP–), contratos legales que hagan referencia a la ley (seguro de responsabilidad civil) y permitan blindar ante conductas oportunistas, certificados expedidos por asociaciones u otros organismos (normas deontológicas profesionales, códigos de buenas prácticas, certificados ISO 9000, etc.) que sirvan de garantía de comportamiento o buenas prácticas empresariales, permiten reducir el riesgo, y crear un escenario de confianza basado en la predictibilidad de las partes. Según Bachmann & Inkpen (2011), la existencia de una normativa legal es el mecanismo institucional clave que genera el desarrollo de la confianza en situaciones tales como el inicio de relaciones interorganizacionales, dado que es en esta fase de la relación donde el enfoque calculativo adquiere una mayor importancia (Lewicky & Bunker, 1996). En el caso de relaciones que impliquen inversión en activos no específicos, se requiere un bajo nivel de confianza y no merece la pena consumir recursos intentando desarrollar la confianza basada en contactos interpersonales (Williamson, 1987), por lo que otro tipo de salvaguardas, como por ejemplo, simples acuerdos entre los socios o la reputación se ajustan mejor a este tipo de situaciones (Bachmann & Inkpen, 2011).

Además, según Das y Teng (1998; 2001) el papel desarrollado por los mecanismos de control tanto internos como externos en las alianzas sin vínculo accionarial es importante, si bien el control sobre el comportamiento de las otras partes (control social) no es tan relevante al formalizarse estas alianzas en contratos claramente determinados de modo que las partes colaboran centrándose más en el control del resultado. Por otra parte, estos autores sugieren que el nivel máximo tanto de riesgo relacional – probabilidad de no desarrollar satisfactoriamente cooperación- como de

³⁸ Bachmann & Inkpen (2011) denominan procedimientos, estructuras y normas comunitarias al conjunto de instrumentos que son utilizados, por ejemplo, en la comunidad virtual o *ecommerce* para calificar la fiabilidad de potenciales socios empresariales.

riesgo de *performance* –probabilidad de no alcanzar los objetivos de la alianza- que las partes asociadas en una alianza sin vínculo accionarial están dispuestas a aceptar es elevada, debido a que las consecuencias derivadas de una alianza fallida son limitadas.

El problema de la falta de confianza ha sido mitigado tradicionalmente mediante diversos mecanismos, tales como: la regulación por el sector público, la auto-regulación de los operadores del sector, las certificaciones concedidas por un tercero creíble, el aseguramiento o las garantías, foros de *feedback* (en el ámbito del comercio on line) y servicios de depósitos, entre otros.

En el ámbito de la economía colaborativa, caracterizada porque la mayoría de las transacciones son llevadas a cabo a través de plataformas digitales y que la confianza surge a menudo sin una relación preexistente, además de los mecanismos tradicionales, se utiliza para reforzar la confianza entre las partes los sistemas de reputación online o sistemas de evaluación entre iguales. Otros sistemas para generar confianza en este ámbito son el aseguramiento de intercambios por la propia plataforma o un tercero creíble y los sistemas de resolución de disputas que deben ser aceptados por los usuarios obligatoriamente antes de proceder a la transacción (CNMC, 2016).

En el caso concreto del *crowdfunding*, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, *European Banking Authority*) recoge en un documento de opinión³⁹, por una parte los riesgos para los prestamistas y prestatarios, así como para la propia plataforma derivados del uso de la misma y, por otra parte, las medidas que podrían resultar útiles para minorar los riesgos inherentes al uso de plataformas de *crowdfunding*, incluyéndose entre ellas: requisitos de publicidad sobre riesgos, requisitos regulatorios sobre procedimientos en la evaluación de proyectos, evaluación de solvencia de los prestamistas y prestatarios (p.e. retención de determinado importe de la inversión para garantizar la devolución en caso de incumplimiento), acuerdos de cobertura de seguro por incumplimiento, autorización o registro de la plataforma en la autoridad nacional competente, reducción del riesgo de falta de liquidez, entre otros.

Así, la denominada confianza basada en instituciones tiene sus fundamentos en el área de la sociología, donde se relaciona este concepto con estructuras que hacen el

³⁹ EBA (2015): Opinion of the EBA on lending based Crowdfunding. Recuperado de (31/03/2016): <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+%28EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding%29.pdf>

entorno confiable, por ejemplo, un sistema legal que asegura que la propiedad privada está protegida (Zucker, 1986). Este tipo de confianza tiene dos dimensiones:

- Seguro estructural: percepción de un persona de que estructuras adecuadas, tales como garantías, regulaciones, recursos legales, permiten interactuar de manera exitosa en un entorno particular (Shapiro, 1987; Zucker, 1986). Normalidad situacional: es la percepción de un individuo de que correr riesgo en un entorno concreto conllevará probablemente a un resultado satisfactorio (Baier, 1986).

Por último, el requisito de simetría de riesgo entre las entidades participantes es coherente con la *Mutual Trust Perspective* (Dees & Cramton, 1991), según la cual una parte sólo incurrirá en un coste significativo o asumirá un riesgo significativo para respetar los intereses o derechos morales de la/s otra/s parte/s, si aquella tiene motivos suficientes para confiar en que los demás vayan a asumir riesgos o realizar sacrificios similares en orden a obtener el beneficio mutuo esperado (Beraza & San-Jose, 2015).

Aunque en los últimos años van apareciendo nuevas modalidades de colaboración financiera (financiación intragrupo, *cash pooling*, financiación de la cadena de suministro, gestión colaborativa del ciclo *cash-to-cash*, Plataformas de Financiación Participativa –PPF-, etc.), apenas existe evidencia empírica sobre políticas de tesorería en relaciones interorganizacionales, y aún menos entre empresas sin vínculo accionarial.

Sin embargo, sí existen estudios sobre el papel de las garantías en grupos de empresas o alianzas con vínculo accionarial. Merton y Bodie (1992) consideran que las garantías de los contratos financieros, tales como préstamos, seguros de depósito, y swaps, protegen el sistema financiero y juegan un papel importante en las finanzas públicas y corporativas. Un tipo de garantía corporativa es la ofrecida por la empresa matriz a sus subsidiarias para cubrir su deuda u otro tipo de obligaciones contractuales. La existencia de una matriz que garantice los compromisos adquiridos por la subsidiaria es de gran importancia hasta el punto de que la disposición de sus clientes y proveedores a cerrar contratos inter-empresariales con la subsidiaria dependa de ello. Estos autores indican que, en comparación con la garantía suministrada por un tercero, cuando la empresa matriz actúa como garante de sus subsidiarias, puede tener acceso a información disponible de las subsidiarias que de otro modo no podría ser obtenida, sin que al mismo tiempo se afecte a la posición competitiva de las subsidiarias. El acceso a

esta información reduce los problemas de asimetría de información entre el garante y las subsidiarias, así como el riesgo moral y otro tipo de problemas principal-agente que suelen ser más graves en el caso de existir un garante externo.

Deloof y Verschueren (1999) llevaron a cabo un estudio sobre el impacto del acceso a la deuda intragrupo y de las garantías intragrupo en las decisiones financieras. Los resultados de la investigación condujeron a la conclusión de que las empresas con acceso a un mercado de capital interno dentro del grupo tienen mayores niveles de apalancamiento que empresas que no tienen acceso a este tipo de financiación, mientras que mantienen un nivel de endeudamiento bajo frente a entidades de crédito no pertenecientes al grupo ya que no tienen necesidad de hacer uso de este tipo de financiación externa. Así mismo, las garantías aportadas por los miembros del grupo permiten atraer la financiación de entidades de crédito no pertenecientes al grupo, facilitan las relaciones con este tipo de entidades y, por tanto, conllevan al mantenimiento de un nivel de deuda total más elevado que empresas que no pueden obtener este tipo de garantías. Chang y Hong (2000) consideran que las garantías intragrupo y la reputación del grupo pueden mejorar la accesibilidad a financiación externa. Por último, Locorotondo, Dewaelheyns y Van Hulle (2014) obtienen evidencia empírica que sugiere cómo las garantías intragrupo ayudan a reducir los problemas de riesgo moral dentro del grupo de empresas, de modo que los grupos con problemas de solvencia se centran en mantener suficientes niveles de tesorería en las filiales que son importantes para la supervivencia del grupo.

En ausencia de estudios empíricos que utilicen garantía como variable latente no observable, conceptualizamos un constructo subyacente con entidad propia unidimensional partiendo de la información obtenida de las entrevistas realizadas a expertos que explique Garantía en el contexto de las relaciones colaborativas en gestión de tesorería entre organizaciones del siguiente modo: *conjunto de mecanismos de salvaguarda tanto externos (normativa legal y certificados) como internos (acuerdos entre los socios sobre nivel óptimo de liquidez, nivel de exposición de la tesorería al riesgo del sistema y aportación de garantías reales) que permiten, por una parte, reducir el riesgo en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería en condiciones de simetría del riesgo asumido por las organizaciones y, por otra parte, evitar conductas oportunistas en orden a facilitar la generación de confianza.*

En la tabla 5.1. se muestra la operacionalización de este constructo así como los ítems utilizados para su medición.

5.2.2.3. *Expectativas de beneficios mutuos*

El marco teórico que acoge la investigación sobre la influencia de las expectativas en el proceso de adopción o de modificación de hábitos de conducta es la Teoría Social Cognitiva (Bandura, 1986). Desde esta perspectiva, los sujetos muestran interés en una actividad cuando desarrollan expectativas positivas de autoeficacia entendiendo este concepto como la percepción de confianza de la persona en sus capacidades para realizar los cursos de acción que se requieren para alcanzar un resultado deseado, y expectativas positivas de resultado, es decir, la percepción de que actuando de una manera apropiada se podrán alcanzar unos resultados considerados como valiosos. Cuando el sujeto desarrolla interés por una determinada actividad para la cual se siente competente y de la que espera obtener resultados valorados positivamente, establece unos objetivos o intenciones de mantener tal actividad.

Por su parte, Rotter (1954) considera que la expectativa se construye a partir de las experiencias pasadas que pueden generar una consecuencia satisfactoria o insatisfactoria. La expectativa se refuerza cada vez que el sujeto obtiene la misma consecuencia. El aprendizaje y la conducta se entienden teniendo en cuenta la formación de expectativas, tasa de aciertos y errores, la calidad del reforzamiento y el valor de reforzamiento. Si el valor de reforzamiento del objetivo es alto, se genera una expectativa satisfactoria y conduce al individuo a conseguirlo sin importar si es alcanzable o no.

Desde la perspectiva *stakeholder*, Johnson y Scholes (1997) consideran los intereses de los *stakeholders* como sus expectativas en la *performance* de la organización. De este modo, estas expectativas influyen en los propósitos de la organización al formularse los objetivos de la empresa como declaraciones formales de cómo la organización intenta conducir las expectativas de los *stakeholders*.

En este apartado nos vamos a centrar en el desarrollo de expectativas de obtención de resultados mutuos para todas las partes implicadas en la relación colaborativa, entendiendo como resultados mutuos la creación de valor derivada de tal relación.

Hay una falta de consenso en torno a lo que se entiende por valor. Existe una amplia variedad de definiciones en torno al valor, en función de cuál sea el concepto alrededor del cual gira la definición: ventaja competitiva, beneficios medidos en términos de *cash flow*, beneficios sociales y financieros, etc.

Así, Wilson (1995) ofrece una definición de valor desde una perspectiva estratégica, según la cual valor es el resultado de una relación colaborativa que ensalza las capacidades competitivas de las partes. Por tanto, la creación de valor es un proceso que requiere tiempo para que las partes desarrollen la confianza y comunicación necesarias en orden a alcanzar los resultados de beneficio mutuo derivados de su interacción.

Hogan (2001, p. 341) se centra en una única dimensión de valor y define un nuevo constructo denominado Valor Esperado de la Relación (*Expected Relationship Value –ERV-*) del siguiente modo: el valor percibido neto de los beneficios futuros tangibles que se esperan se deriven a lo largo de la vida de la relación. Los resultados futuros pueden diferir de las expectativas por varias razones tales como la casualidad, oportunismo de las otras partes o insuficiente información en el momento de asignar valores. Este autor operacionaliza este constructo como la distribución de probabilidad del Valor Actualizado Neto de los posibles resultados de la relación y considera que es una herramienta apropiada que permite cuantificar el valor esperado de los beneficios tangibles derivados de la relación y ser utilizada en la fase de selección de los socios en la relación colaborativa.

Diversos autores destacan el papel de la formación de expectativas en la fase inicial de diferentes tipos de relaciones colaborativas. Nielsen (2004) indica que la fase de formación de la alianza implica la búsqueda e identificación de los socios adecuados, con base en criterios de complementariedad, así como de perspectivas y expectativas comunes. Inkpen y Currall (1998), al analizar las *joint ventures*, también hacen hincapié en la necesidad de un ajuste y complementariedad entre las organizaciones asociadas, en relación a una serie de factores similares como son: valores y culturas corporativas, sistemas de control y toma de decisiones, horizontes temporales comunes en el plazo de consecución de resultados y convergencia de objetivos estratégicos. El problema reside en la dificultad de medir esa complementariedad. Se puede definir la complementariedad de los socios como el grado en el que una parte aporta a la relación recursos no solapables, de modo que una parte contribuye con recursos o capacidades de

la cadena de valor que la otra/s parte/s carece/n y viceversa (Dyer & Sing, 1998). En el contexto específico de la gestión colaborativa de tesorería, se plantea la existencia de complementariedad en los ciclos positivos y negativos de tesorería, así como en las fechas de devengo de los cobros y pagos. En ese sentido, Deloof (2001) obtiene evidencia empírica de que los términos de pago a nivel intragrupo requieren reducir la necesidad de reservas líquidas ya que se pueden ajustar a las necesidades de liquidez de las empresas. Por otra parte, Locorondo, Dewaelheyns y Van Hulle (2014) muestran en su análisis intragrupo que las variables determinantes de cash holding a nivel de grupo complementan las características de las empresas individuales afiliadas en el diseño de políticas de tesorería de las afiliadas. Ring y Van de Ven (1994) subrayan la importancia del desarrollo de expectativas conjuntas en la fase de negociación previa al inicio de la relación cooperativa acerca de las motivaciones, posibles inversiones, e incertidumbres percibidas del negocio que están estudiando acometer de manera conjunta.

Madhok y Tallman (1998) parten de la teoría de los costes de transacción (Williamson, 1991) y de la teoría basada en los recursos (Eisenhardt & Schoonhoven, 1996) e intentan dar una explicación a la razón por la cual las empresas inician relaciones colaborativas con otras empresas. Para ello, se apoyan en el concepto de valor generado en la colaboración entre empresas. Estos autores definen valor, en términos generales, como la capacidad de un activo o recurso, tangible o intangible, para obtener rentas netas. En el contexto específico de las relaciones colaborativas entre empresas, “el valor puede ser conceptualizado en términos de la habilidad de las partes para obtener rentas superiores a las que podrían haber obtenido en ausencia de la colaboración o bien optando por otra forma de colaboración alternativa” (Madhok & Tallman, 1998, p. 328).

Estos autores distinguen entre valor potencial atribuible a una relación colaborativa y valor realizado. El valor potencial atribuible a la relación colaborativa a desarrollar se refiere a las sinergias que teóricamente se esperan obtener de la combinación ideal de recursos y capacidades complementarios, mientras que el valor realizado se refiere al valor realmente obtenido y en cuya obtención se cuestiona la efectividad real de la gerencia en la relación colaborativa. Según estos autores, las relaciones colaborativas fracasan cuando el valor realizado se aleja del valor potencial esperado, es decir, cuando las expectativas sobre el valor a alcanzar mediante la

colaboración no se cumplen. En la medida en que los gastos incurridos en activos específicos de la relación y en desarrollar y mantener tal relación, permiten que la diferencia entre el valor potencial esperado y el valor realmente realizado sea menor, estos gastos pueden ser considerados como inversiones relacionales específicas en el valor futuro. Parten de la premisa de que se espera un resultado de la colaboración considerado como un bien colectivo en el sentido, tanto de haber sido generado de manera colectiva como de ser disfrutado entre todos como un beneficio mutuo. Valor de este resultado o beneficio mutuo es atribuible únicamente a la colaboración y sin ella no podría haber sido obtenido. Por lo tanto, la colaboración tiene un valor económico inherente que justifica la decisión de iniciar una relación colaborativa.

Sin embargo, es necesario que la gerencia visualice y aprecie adecuadamente el verdadero valor del activo relacional para que pueda disfrutar completamente del beneficio de la colaboración. Si la gerencia aplica en la toma de decisiones criterios basados únicamente en costes y precios de transacción, sin tener en cuenta las sinergias mutuas derivadas de la colaboración, no realizará esfuerzos en adaptar los recursos y capacidades a los requisitos exigidos en la colaboración, es decir, no invertirá en el mantenimiento de la relación colaborativa. Dado que existe una tendencia por parte de la gerencia a invertir grandes cantidades en activos fijos y tangibles, por ejemplo equipamiento, en los cuales es mucho más fácil calcular y cuantificar la relación coste/beneficio derivado de los mismos (Madhok & Tallman, 1998), es necesario herramientas que permitan cuantificar previamente los beneficios potenciales específicos de la relación. Simatupang y Sridharan (2005, p. 264), en el ámbito de la colaboración en la cadena de suministro, también apoyan la idea de la necesidad de calcular, los costes, riesgos y beneficios derivados de la relación como parte de un esquema de alineación de incentivos que motivan a los miembros a actuar de un modo consistente o congruente con sus objetivos estratégicos mutuos, incluyendo la toma de decisiones que son óptimas para toda la cadena de suministro y revelando información privada relevante.

En nuestro estudio y siguiendo a otros autores como Madhok y Tallman, (1998) y Hogan (2001) vamos a conceptualizar expectativas como constructo unidimensional desde una perspectiva de valor que combina aspectos de la teoría de costes de transacción y de la teoría basada en recursos tomando como unidad de análisis el contexto de las relaciones colaborativas entre empresas. De este modo, proponemos la

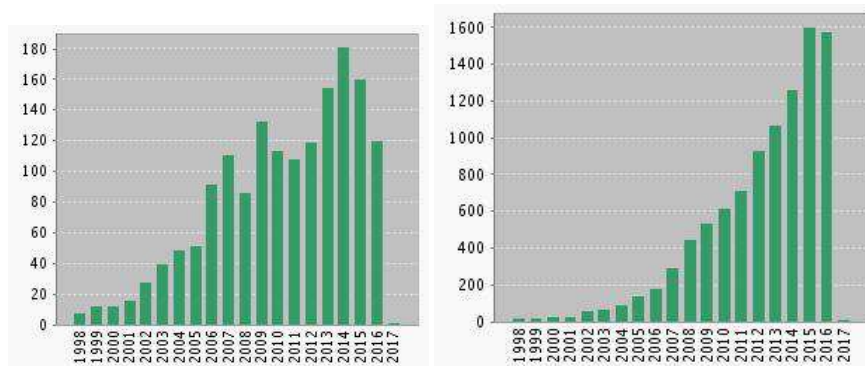
siguiente definición del constructo expectativas de beneficio mutuo: “El valor esperado neto de los beneficios mutuos, financieros y no financieros, atribuibles a la relación colaborativa frente a otras alternativas y derivados de las sinergias que teóricamente se esperan obtener procedentes de la combinación ideal de recursos y capacidades complementarios”.

En la tabla 5.1. se muestra la operacionalización de este constructo, así como los ítems empleados para su medición y obtenidos de las entrevistas realizadas. Los indicadores se relacionan de manera formativa con el constructo, ya que se consideran factores causales en la formación de expectativas positivas sobre resultados futuros mutuos derivados de la relación colaborativa de la empresa.

5.2.2.4. Transparencia

La transparencia ha suscitado un creciente interés entre los investigadores en las últimas dos décadas, derivado de los escándalos financieros que se han ido produciendo (p.e., Enron en 2001, WorldCom en 2002) en la historia reciente. Este interés por la transparencia se ha intensificado desde el 2006 como consecuencia de la falta de ética en la gestión que se ha demostrado en la actual crisis financiera (p.e. Lehman Brothers en 2008, Madoff Investment Securities en 2009). Los datos mostrados en las figuras 5.3. y 5.4. confirma esta afirmación al mostrar la tendencia al alza de los artículos que contienen transparencia como tema central en el área de la economía de la empresa publicados desde el año 1996 hasta la actualidad.

Figura 5.3. Evolución n° artículos sobre transparencia **Figura 5.4. Evolución n° citas transparencia**



Fuente: Web of Science (04/01/2017). Recuperado de <https://apps.webofknowledge.com>

Sin embargo, este interés creciente por la transparencia no ha ido acompañado de una unanimidad en la definición de este concepto. Los académicos en el área de la

economía de la empresa han investigado la transparencia en diversos contextos: toma de decisiones éticas y gestión responsable en la empresa (Parris, Dapko, Wade Arnold & Arnold; 2016), transparencia relacional en las relaciones interempresariales (Eggert & Helm, 2003), transparencia organizacional desde la perspectiva *stakeholder* (Jahansoozi, 2006; Rawlins, 2008), relaciones de suministro (Lamming, Caldwell & Harrison, 2004), desarrollo de la confianza organizacional (Pirson & Malhotra, 2011), contexto de mercados financieros y divulgación corporativa (Schnackenberg, 2009; Bushman, Piotroski & Smith, 2004), entre otros.

Al igual que sucediera con el constructo confianza, la falta de un consenso en la fundamentación teórica, así como el carácter multidisciplinar y específico-contextual de este constructo ha dado lugar a un amplia variedad de formas en que ha sido operacionalizado este constructo, sin que exista, por ejemplo, una escala de medida aplicada de manera generalizada por los investigadores. Schnackenberg y Tomlison (2016) concluyen de la revisión literaria llevada a cabo a nivel interdisciplinar en torno a transparencia que el estado actual del arte no deja exactamente claro cómo debería ser conceptualizado este constructo, ni cómo se relaciona con la gestión de la confianza en las relaciones *stakeholder*-organización, así como tampoco la manera en que debe ser gestionado en las organizaciones.

El análisis de estos autores revela que este constructo ha sido operacionalizado mayoritariamente como un constructo unidimensional resultante de la combinación aditiva de todas sus dimensiones posibles consideradas como indicadores relacionados de manera formativa con el constructo focal (p.e. Bushman *et al.* 2004; Rawlins, 2008; Pirson & Malhotra, 2011). Sin embargo, existe una corriente de expertos que sugieren la conceptualización de este constructo con base en una estructura multidimensional. En cualquier caso, sigue siendo considerado como constructo unidimensional. En este sentido, existe cierta congruencia entre los académicos en relación con la percepción de tres dimensiones presentes en el constructo transparencia (Schnackenberg & Tomlison, 2016, p. 9): “divulgación (percepción de que la información relevante es recibida de manera oportuna), claridad (nivel percibido de lucidez y comprensibilidad de la información recibida del emisor) y exactitud o precisión (la percepción de que la información es correcta para una relación determinada entre el emisor y el receptor)”. Cada una de estas dimensiones manifiesta un factor crítico que explica un aspecto

fundamental de transparencia y aporta una única perspectiva en el significado de transparencia, de manera que todos juntos contribuyen a definir su dominio.

Algunos autores consideran la divulgación como la dimensión central en torno al cual gira el concepto de transparencia. Así, Pirson y Malhotra (2011, p. 1090) definen transparencia como “la disposición percibida para compartir información relevante con *stakeholders* vulnerables”. A su vez, Bushman *et al.* (2004, p. 210) definen este concepto como “la disponibilidad de información específica de la empresa que cotiza en el mercado de valores para aquellos que están fuera de la empresa”. Otros autores han definido el constructo alrededor de esta misma dimensión utilizando los siguientes términos: disponibilidad (Bushman, 2004), accesibilidad (Granados, Gupta & Kauffman, 2010), visibilidad (Kaptein, 2008) y tiempo real (Bloomfield & O’Hara, 1999). Por último, Eggert y Helm (2003, p. 103) definen la transparencia relacional en el ámbito del marketing relacional como “la perspectiva subjetiva del individuo de estar siendo informado sobre acciones relevantes y propiedades de la otra parte en la interacción”. Todas estas definiciones tienen en común la perspectiva *stakeholder*.

Bushman *et al.* (2004) al realizar el análisis factorial de una serie de medidas de la información específica divulgada por las empresas, aíslan dos factores: transparencia financiera y transparencia de gobernanza. El primer factor, transparencia financiera, captura la intensidad y oportunidad de las divulgaciones financieras (segmentos, I+D, gastos de capital, políticas contabilidad, subsidiarias, etc.), así como su interpretación y disseminación por analistas y medios de comunicación. Mientras que la transparencia de gobierno recoge la intensidad de las divulgaciones de gobernanza de la empresa (accionistas mayoritarios, gestión, consejo de gobierno, remuneración de la dirección, participación accionarial de la dirección, etc.) utilizadas por inversores externos para hacer responsables a los directores.

Rawlins (2008, p. 75) parte de la siguiente definición operacional de transparencia organizacional: “Transparencia es el intento deliberado de hacer disponible toda la información legalmente publicable –tanto positiva como negativa en sí misma- de manera que sea precisa, oportuna, equilibrada e inequívoca, con el propósito de mejorar la habilidad de razonamiento del público y hacer responsables a las organizaciones de sus acciones, políticas y prácticas”. Este autor desarrolla un instrumento de medida que permite a los *stakeholders* evaluar la transparencia organizacional. Este instrumento mide tres aspectos de la transparencia reputacional

(integridad, respeto por los demás y amplitud) y cuatro esfuerzos para mejorar transparencia (participación de los *stakeholders* en la identificación de la información necesaria, información sustancial, responsabilidad y secreto). Estos constructos incluyen los elementos de la información que 13 guías existentes en la literatura, entre ellas Global Reporting Initiative⁴⁰ –GRI-, identifican como críticas en la comunicación transparente (completitud, relevancia, claridad, oportunidad, confiabilidad, fiabilidad, precisión, comparabilidad). Estas guías ayudan a orientar los esfuerzos de las organizaciones hacia la mejora de la transparencia y proporcionan una serie de normas estandarizadas para las buenas prácticas en materia de transparencia. De la combinación de estas guías, Rawlins (2008) concluye que para ser transparente las organizaciones deben compartir información que sea: inclusiva, verificable, completa, relevante, precisa, neutral, comparable, clara, oportuna, accesible, fiable, honesta y que haga responsable a la organización.

Por otra parte, hay que destacar que la relevancia de la información está delimitada por la definición del constructo ya que depende del contexto y unidad de análisis en el que se aplique. Así, Nielsen (2004) tras un análisis cualitativo de nueve modelos de reporting empresarial seleccionados, identifica catorce temas recomendados en este tipo de informes⁴¹.

Recientemente, Parris *et al.* (2016) desarrollan un marco teórico de la transparencia para la gestión responsable de la empresa. Estos autores, con el objeto de aumentar y mejorar la transparencia, sugieren que la relevancia de la información depende de la información que es considerada como necesaria por los *stakeholders* para poder tomar decisiones informadas. Así mismo, hacen una serie de recomendaciones acerca de cómo debe ser divulgada tal información relevante partiendo de la perspectiva *stakeholder*, es decir, desde el punto de vista de cómo quieren recibir esa información los *stakeholders*.

⁴⁰ GRI establece las Guías de Reporting de Sostenibilidad (2002), las cuales identifican 11 principios que las empresas pueden usar para controlar los esfuerzos de la transparencia en los informes financieros, sobre medio ambiente y responsabilidad social. Los indicadores de *performance* son agrupados bajo tres dimensiones de sostenibilidad: económica, medio ambiental y social.

⁴¹ Nielsen (2004) analiza los siguientes modelos de reporting empresarial: The Value Chain Scoreboard, Value Reporting, IC-Index, Global Reporting Initiative, Guideline for Intellectual Capital Statements, The Intangible Assets Monitor, Achieving measurable performance in a changing world, Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles y The Triple Bottom Line. La lista completa de temas recomendados por este autor en los informes empresariales son: datos financieros, datos operativos de gestión, análisis de gestión, riesgos y oportunidades, factores críticos de éxito, objetivos/estrategia y visión, medidas no financieras comparables, antecedentes, creación de valor, información de segmentos, capital intelectual, divulgación voluntaria de efectos, gobernanza corporativa, divulgación sobre información social, medio ambiental y de sostenibilidad.

En resumen, la revisión literaria pone de manifiesto un mínimo de unanimidad en algunos aspectos relacionados con este concepto. En primer lugar, la mayoría de las definiciones se centran en la dimensión denominada divulgación (difusión pública de la completa información relevante y oportuna, en tiempo real, de manera inmediata y con acceso actualizado). En segundo lugar, se considera como relevante la información que necesitan los *stakeholders* para poder tomar decisiones informadas. En tercer lugar y derivado del aspecto anterior, la información a divulgar dependerá del tipo de interés que se quiera satisfacer, lo cual condicionará el tema sobre el que versa la información y el tipo de *stakeholder* cuya necesidad de información se desea cubrir. En cuarto lugar, se considera la transparencia como una manifestación de la gestión responsable de la organización. Por último, parece existir unanimidad en considerar transparencia como una percepción más que una actitud o comportamiento.

Así, teniendo en cuenta todos los aspectos anteriores y como resultado de la combinación de los elementos críticos necesarios para mejorar la transparencia y de los temas relevantes en el reporting de las empresas, proponemos la siguiente definición operacional de transparencia desde la perspectiva *stakeholder* y en el ámbito de la relaciones colaborativas entre empresas en las finanzas, en general, y en la gestión de la tesorería en particular: *“Transparencia es el grado en que los otros miembros de la relación colaborativa perciben que la organización divulga de manera responsable completa información relevante y oportuna con acceso actualizado sobre cuestiones relativas a datos financieros, indicadores de desempeño de gestión, riesgos y oportunidades, medidas no financieras comparables entre empresas a lo largo del tiempo, gobierno corporativo y sostenibilidad, medio ambiente y sociedad, con el objeto de facilitar una adecuada toma de decisiones”*.

5.2.2.5. Gestión

Desde la perspectiva *stakeholder* surge un conflicto de objetivos entre los diferentes grupos de interés debido a la incapacidad para satisfacer completamente las expectativas de todos ellos. En este sentido, la dirección tratará de satisfacer los objetivos asociados a los grupos *stakeholders* más relevantes para la empresa, de manera que el esfuerzo que realice por atender y cumplir tales objetivos o por mantenerles informados sobre la performance o funcionamiento de la empresa va a estar orientado por dicha relevancia.

En las empresas donde se constata una separación entre propiedad y gestión o dirección en sentido amplio, se produce a menudo una situación de divergencia de intereses y de asimetría de información. Desde la teoría de agencia se plantean los problemas derivados de que a menudo la actuación de la dirección, en quien los propietarios han delegado la toma de decisiones, no está alineada con la consecución de los objetivos de los propietarios ya que ambos grupos tienen funciones de utilidad distintas. La problemática en torno al control ejercido por la propiedad sobre la dirección y los mecanismos utilizados para ejercer ese control es lo que se conoce como gobierno o gobernanza corporativa. El tipo de gobernanza de cada empresa dependerá del conjunto de mecanismos de control más adecuados seleccionados en función de la relación coste, medido en términos monetarios, de tiempo y recursos, que supone cada uno de ellos en relación a su eficacia, medida en términos de incremento de valor de la empresa alcanzado (Navas & Guerras, 2013).

La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico en su informe sobre Principios de Gobierno Corporativo (Johnston, 2004, p. 11) indica que “el Gobierno Corporativo implica un grupo de relaciones entre la gestión de la compañía, su consejo, sus accionistas y otros *stakeholders*. Además, proporciona la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la compañía, y se determinan los medios para la consecución de esos objetivos y el desempeño del control. El Buen Gobierno Corporativo debería proporcionar incentivos al consejo y a la gerencia para alcanzar objetivos que están dentro de los intereses de la compañía y sus accionistas y deberían facilitar el control efectivo”. Según el Banco Mundial (The World Bank’s involvement in Global and Regional Partnership Programs, 2011), el Buen Gobierno aporta valor añadido mediante la mejora del desempeño a través de una gestión más eficiente, más estratégica y una asignación más equitativa de recursos y provisión de servicios, y otras mejoras de eficiencia que derivan en mejores resultados e impactos de desarrollo. Así mismo, asegura la implementación ética y efectiva de sus principales funciones.

Por otra parte, la gestión se refiere a las operaciones diarias que se llevan a cabo dentro del contexto de las estrategias, políticas, procesos y procedimientos que han sido establecidos por el órgano de gobierno.

Aunque en algunos casos, por ejemplo las Pymes, no se diferencian claramente los límites entre la gobernanza y la gestión, en general, se puede afirmar que la gobernanza se ocupa del qué y la gerencia del cómo.

Según Gulati (1998) el éxito de un acuerdo de cooperación depende fundamentalmente de una serie de factores clave que son importantes en cada una de las fases de la evolución de la alianza, las cuales se exponen a continuación: 1) formación de la alianza y selección de socio/s; 2) diseño y gobernanza de la alianza; 3) postformación o gestión de la alianza.

En función del tipo de relación colaborativa interorganizacional acordado en la fase de formación, a continuación se seleccionará una determinada estructura de gobernanza de la alianza: gobernanza formal -basada en propiedad de capital o contratos- o gobernanza informal -basada en confianza- (Kahle & Singh, 2009).

El factor de éxito clave del acuerdo colaborativo en la fase de implantación o postformación de la alianza es una buena calidad de la gestión. Según Bowman y Faulkner (1997), la gestión de un acuerdo de cooperación tiene dos elementos fundamentales para su buen funcionamiento: las actitudes mantenidas por los socios durante la relación y los mecanismos específicos utilizados para el buen funcionamiento o *performance* de la alianza.

En cuanto a las actitudes, tal y como se ha visto anteriormente, confianza y compromiso son considerados ampliamente como factores clave para el funcionamiento de la relación (Morgan & Hunt, 1994; Cullan, Johnson & Sakano, 2000; Montoro, 2005).

Por otra parte, los mecanismos de gestión y control específicos para hacer funcionar el acuerdo de colaboración dependerán del tipo de estructura de gobernanza seleccionado en la fase anterior (Gulati & Singh, 1998, Kahle & Singh, 2009) y que en los casos de ausencia de tomas de participación en el capital normalmente adoptarán la forma de acuerdo contractual junto con otros mecanismos propios de la gobernanza relacional. El contrato formal recogerá una serie de cuestiones tales como: objetivos del acuerdo, aportaciones de cada socio, reparto de beneficios, forma de colaboración adoptada en el acuerdo, definición de mecanismos de protección de la información de cada socio y de la alianza, previsión de problemas legales en relación con la normativa sobre defensa de la competencia y consumidores, previsión de un plan para anticipar frente a las diferentes contingencias que puedan surgir en el desarrollo del acuerdo, penalizaciones por incumplimiento, cláusulas de rescisión, así como aspectos organizacionales y de planificación (Navas & Guerras, 2013). Según Galbraith (1977), para gestionar la coordinación con éxito en las alianzas, los mecanismos clásicos,

derivados de la gobernanza relacional, son los siguientes: la programación, creación de una estructura jerárquica de autoridad y mecanismos de *feedback* que faciliten el flujo inmediato de la información.

En este sentido suele ser adecuada la designación en una empresa de un *manager* dedicado a la gestión de la alianza o bien la creación entre todos los socios de un comité que asuma esa función de gestión de la alianza (Kahle & Singh, 2009). Cualquiera de estas dos figuras asumirá un rol formal con autoridad y capacidad de toma de decisiones con objeto de supervisar las relaciones entre los socios, así como facilitar la información y compartición de recursos.

Existen empresas que tienen una función específica centrada en la actividad de gestión de las alianzas mantenidas por la misma. Según los resultados obtenidos por Dyer, Kahle y Singh (2001), las empresas que sistemáticamente crean más valor a partir de las alianzas en relación a otras, tienen una función específica centrada en la actividad de gestión de las alianzas mantenidas por la misma, a la cual se le denomina función de gestión de la/s alianza/s estratégica/s dedicada. En concreto, las empresas que presentan esta función específica alcanzaron un nivel de éxito a largo plazo con alianzas en un 25% más elevado que las empresas que no disponían de tal función. Este tipo de especialización en la función de gestión de alianzas dedicada implica la coordinación de toda la actividad relacionada con las alianzas dentro de la organización e institucionaliza los procesos y sistemas orientados a incrementar el conocimiento adquirido a partir de experiencias previas de gestión de alianzas. Al frente de esta función suele existir un gestor jefe de las alianzas, que es quien cumple el deber de comunicar e informar a la alta dirección y ocupa una posición central dentro de la red de alianzas que la empresa mantiene con otras compañías, siendo el responsable de su éxito (Gnyawali & Madhavan, 2001).

Si analizamos la capacidad de gestión de alianzas a nivel de empresa como organización, Drucker (1967) definió los conceptos de eficiencia y eficacia en relación a la actividad de gestión. Según este autor, eficiencia significa “hacer correctamente las cosas”, mientras que eficacia supone “hacer las cosas correctas”. A partir de esta diferenciación, se entiende por eficiencia en la gestión la capacidad de reducir al mínimo los recursos usados para alcanzar los objetivos de la organización. Mientras que la eficacia en la gestión se refiere a la capacidad para determinar los objetivos apropiados, es decir, “hacer lo que se debe hacer” (Stoner, Freeman, Sacristan &

Gilbert, 1996). Drucker da mayor importancia a la eficacia y considera que es un paso previo al desarrollo de esfuerzos por mejorar la eficiencia.

El éxito que pueda tener la organización en la consecución de sus objetivos tanto económicos como sociales depende de cómo desempeñen sus funciones los gerentes en orden a alcanzar tales objetivos. Así, se define el desempeño gerencial (*management performance*) como la medida de la eficiencia y la eficacia de un gerente o grado en que determina o alcanza los objetivos apropiados. Un concepto similar referido a la organización como un todo es el concepto de desempeño organizacional (Stoner, Freeman, Sacristan & Gilbert, 1996).

En el caso de las relaciones colaborativas entre empresas, la eficiencia en la gestión debe darse a todos los niveles, tanto a nivel individual de cada empresa como a nivel conjunto considerando la gestión de todo el sistema colaborativo de tesorería.

Las principales funciones de la gestión ampliamente reconocidas son (Fayol & Reineke, 1929): planificación, organización, dirección y control.

Algunos de los aspectos más relevantes en la gestión de los acuerdos de cooperación son los siguientes a) definición clara de objetivos y metas que recoja las expectativas y necesidades de todas las partes; b) asignación de recursos y apoyo de la alta dirección; c) política de personal positiva; d) definición de una estructura organizativa propia y adecuada que incluya mecanismos de coordinación, e) sistema eficaz de información que posibilite la simetría de información y transparencia, f) mecanismos para resolver los conflictos y para terminar la alianza; g) sistema de vigilancia y control que permita conocer y medir los resultados de la *performance* o de las actividades de colaboración respecto a los objetivos inicialmente fijados y el establecimiento de medidas de corrección en caso de detectar desviaciones (Devlin & Bleackley, 1988; Pekar & Allio, 1994; Bowman & Faulkner, 1997; Ireland, Hitt & Vaidyanath, 2002):.

Por otra parte, una gestión efectiva de los flujos de información entre las partes permite compartir conocimiento y, por tanto, estimular el aprendizaje mutuo, al mismo tiempo que se protege a las partes de una apropiación indebida del conocimiento (Yoshino & Rangan, 1996; Baughn, Stevens, Denekamp & Osborn, 1997; Hutt, Stafford, Walker & Reingen, 2000). La gestión de los flujos de información, dentro de la empresa así como entre empresas, realizada por cada una de las partes influirá en una

gobernanza efectiva (Ireland *et al.* 2002). Las alianzas contribuyen a crear valor dentro de las empresas y en los mercados en los que operan ya que incrementan la simetría de los flujos de información entre las empresas y sus clientes y proveedores (Oliva, 2001).

Por último, desde el punto de vista de la teoría de los costes de transacción, la gestión de la relación colaborativa crea valor en la medida en que es más eficiente que otras alternativas organizacionales o el mercado (Jarillo, 1988; Ireland *et al.*, 2002). Una gestión efectiva de la alianza o acuerdo colaborativo, además de ayudar a evitar el comportamiento oportunista, reduce los costes de coordinación e integración en comparación con los derivados de la utilización de otros mecanismos de transacción para formar la alianza. En definitiva, una gestión efectiva de la alianza es crítica para la consecución de los beneficios esperados, así como una fuente potencial de ventaja competitiva a través del valor creado mediante el acuerdo de colaboración (Ireland *et al.*, 2002).

Así, definimos la gestión en el ámbito de las relaciones colaborativas de tesorería entre empresas como *“el grado en el que la gerencia de las empresas implicadas alcanza los objetivos del acuerdo de colaboración de tesorería mediante el desarrollo eficaz y eficiente de sus funciones de planificación, organización, dirección y control en orden a crear valor para el conjunto del sistema y de todos los stakeholders”*.

5.2.2.6. Beneficio mutuo

De acuerdo con el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, el término mutuo se refiere a *“una cosa que recíprocamente se hace entre dos o más personas, animales o cosas”*. Si tomamos como punto de partida esta definición y lo aplicamos al concepto de beneficio, podríamos definir beneficio mutuo en sentido amplio como la ganancia derivada de una actividad desarrollada entre varios socios de manera recíproca.

Los beneficios mutuos se generan cuando todas las partes implicadas en el acuerdo obtienen valor. Las empresas pueden necesitar formalizar el acuerdo en un contrato con el objeto de mantener sus expectativas de beneficio mutuo, ya que los contratos son documentos exigibles por ley que delimitan los objetivos específicos establecidos.

Una aproximación al concepto de beneficio mutuo en una relación cooperativa es la propuesta por Dyer y Singh (1998, p. 662) desde la perspectiva basada en los recursos al definir rentas relacionales⁴² como “un beneficio por encima de lo normal generado conjuntamente en una relación de intercambio que no puede ser generado por ninguna de las empresas aisladamente y que puede ser creada solamente a través de las contribuciones idiosincráticas de los socios específicos de la alianza”.

Según estos autores, las fuentes clave de cuya combinación, intercambio o inversión se deriva la obtención de estas rentas relacionales o beneficios mutuos y que constituyen ventajas competitivas en la alianza cooperativa son: los activos específicos de la relación interorganizacional, las rutinas aplicadas para compartir conocimiento entre las empresas, recursos y capacidades complementarias, menores costes de transacción que otro tipo de alianzas ofrecen derivados de mecanismos de gobernanza más efectivos.

Por otra parte, es importante que las partes implicadas perciban que tanto los beneficios como los costes se reparten de forma equilibrada. Para que la cooperación tenga éxito es preciso que esté basada en la reciprocidad mutua entre los socios de forma que todos consigan los beneficios que esperaban obtener del propio proceso cooperativo y de una forma equilibrada (Ohmae, 1989). Sin embargo, es difícil conseguir equidad en los beneficios cooperativos. En este sentido, Simatupang & Sridharan (2005, p. 265), en el ámbito de las relaciones colaborativas dentro de la cadena de suministro, hacen referencia al principio de “justicia de compensación” y que definen como “el reparto equitativo de las cargas y beneficios que se derivan de los esfuerzos colaborativos”. A su vez, Phillips (1997, p. 57) propone como una posible fuente de obligaciones para los *stakeholders*, el denominado “principio de justicia” desarrollado por Rawls (1971):

“Cualquier persona o grupos de personas que voluntariamente aceptan los beneficios de un esquema de cooperación mutuamente beneficioso que requiera sacrificio o contribución de las partes participantes y si existe la posibilidad de *free-riding*⁴³, existen obligaciones de justicia para esas personas o grupos de cooperar en proporción a los beneficios aceptados”.

⁴² Esta definición se acerca más al concepto de beneficio común que al de beneficio mutuo ya que no incluye el término de reciprocidad. Dyer y Singh (1998) utilizan el término “renta relacional” mejor que “beneficio común”.

⁴³ *Free-riding*⁴³ consiste en el consumo superior a una parte equitativa de un recurso o la no asunción de una parte justa del costo de su producción.

De esta definición se deduce que la obtención de beneficio mutuo es un aspecto fundamental del esquema cooperativo que guía la actuación de los *stakeholders*.

Hogan (2001, p. 348) sugiere que la confianza puede contribuir a la generación de una previsión de mantenimiento de beneficios futuros. Así, tal y como afirma este autor “la confianza puede tener un efecto sobre el valor esperado de la relación al aumentar el valor medio de la distribución del valor esperado de la relación al proyectar una orientación a largo plazo de la misma permitiendo a la empresa extender la obtención de flujos de beneficio a lo largo del futuro que de otro modo no podrían obtenerse”.

Según Nyaga, Whipple y Lynch (2010), los compradores y vendedores entran en la relación de colaboración asumiendo acuerdos para la obtención de ganancias mutuas. Pero no está claro, si todas las partes se benefician de manera equivalente. Algunos estudios indican que es posible obtener resultados *win-win* pero que cada parte gana algo diferente (Whipple & Frankel, 2000; Corsten & Kumar, 2005). Según Adler (1967) una relación diádica beneficia a ambas partes desde un punto de vista organizacional aun cuando el beneficio no es igual para ambas partes. Adams (1965) creó la noción de teoría de equidad (*equity theory*), según la cual cuando una parte percibe que sus beneficios obtenidos de la relación no son proporcionales a sus aportaciones en comparación con el ratio correspondiente de otros socios, existe una injusticia o falta de equidad. Según Scheer, Kumar y Steenkamp (2003), cuando existe injusticia/iniquidad (*inequity*) negativa, la confianza decrece y la continuidad de la relación puede peligrar. Si la percepción de equidad no existe y/o el *win* es diferente, es lógico pensar que los resultados percibidos de la relación pueden diferir, así como la forma en que cada socio se enfrenta a la relación. La existencia de iniquidad perceptual, puede causar desconfianza o reducir la confianza e impactar en los resultados de la relación debido al efecto mediador de la confianza. Si se reducen los resultados, las partes pueden invertir menos en la relación y/o terminar la relación. Por ello, podemos afirmar que la percepción de simetría de beneficios es fundamental para motivar a las partes a iniciar una relación colaborativa o cooperativa, al igual que para mantener la misma en el tiempo.

Cuando Whipple y Frankle (2000) analizan los factores de éxito de las alianzas, consideran que las partes implicadas combinan fortalezas individuales y trabajo de manera conjunta con el fin de reducir las actividades no generadoras de valor y facilitar

un funcionamiento más adecuado. La existencia de beneficios mutuos es una forma de mantener el compromiso entre las partes. Es lo que algunos investigadores denominan relaciones *win-win*. La confianza es fundamental ya que la interdependencia en la alianza permite satisfacer los objetivos mutuos. Estos autores concluyen que aunque exista éxito en la alianza, no se suele producir un intercambio equitativo de beneficios y recursos entre las partes, debido a los diferentes objetivos que cada socio busque en la alianza y en el grado en el que se alcancen esos objetivos. Por ello, es fundamental para el desarrollo y mantenimiento de una relación mutuamente exitosa que exista una congruencia de objetivos e intereses o al menos un consenso sobre cuáles son los factores que determinarán el éxito de la alianza.

Schmidt y Kochan (1977) concluyen en su estudio sobre patrones y motivaciones en las relaciones interorganizacionales, que partiendo del supuesto de que los individuos en las organizaciones actúan en interés propio, la frecuencia de la interacción será mayor cuanto mayor sea la percepción de obtención simétrica de beneficios mutuos, mientras que la frecuencia disminuirá cuando la percepción de carencia mutua de beneficio sea también simétrica.

Dyer y Singh (1998) hacen referencia a la existencia de asimetría de beneficios al suponer que si la distribución de las rentas relacionales es consistente con la perspectiva de dependencia de recursos, los socios de la relación cooperativa que aportan los recursos más críticos a la relación podrían apropiarse de un mayor porcentaje de las rentas. Desde esta perspectiva, no se especifica la proporción de las rentas relacionales que se apropian cada uno de los participantes en la alianza. A no ser que este aspecto esté predeterminado, a posteriori las rentas relacionales pocas veces se distribuyen equitativamente entre las partes. Algunos factores determinantes de la distribución de las rentas relacionales pueden ser (Lavie, 2006): el alcance y escala de recursos, la existencia de un acuerdo contractual a modo de salvaguarda formal que recoja ex ante la distribución de beneficios comunes, el comportamiento oportunista y el poder de negociación de las partes.

Una asunción de partida que subyace en el enfoque de gestión relacional es el beneficio mutuo. Broom, Casey y Ritchey (2000) sugieren que, “las relaciones de intercambio consisten en transacciones que implican el intercambio de recursos entre organizaciones (...) y se orientan hacia la consecución de beneficios mutuos, así como al éxito mutuo” (p. 91). Sin embargo, existen pocos mecanismos que permiten

determinar las ventajas de obtener beneficio mutuo (Bruning, DeMiglio & Embry, 2006).

Aunque el concepto de beneficio mutuo inicialmente se haya formado con cierta connotación ética, estudios posteriores han encontrado que las estrategias diseñadas con la idea de alcanzar beneficios mutuos pueden estabilizar el mercado y añadir valor a los productos y servicios de la organización (Bruning & Ledingham, 2000; Ledingham, 2001; Ledingham & Bruning, 1998).

El beneficio mutuo es una medida de la efectividad de la relación o indicador de resultado, por ello, la empresa debería disponer de mecanismos de evaluación específicamente desarrollados con el fin de facilitar su medición (Bruning, *et al.*, 2006). Así, Simatupang y Sridharan (2005, p. 262), en el ámbito de las relaciones colaborativas dentro de la cadena de suministro, destacan la necesidad del desarrollo de un Sistema de *Performance* Colaborativo (CPS) y lo define como “el proceso de diseño e implementación de métricas de performance que guían a los miembros de la cadena a mejorar la *performance* general”. En este sistema hay que especificar los indicadores adecuados en relación a los objetivos mutuos establecidos al inicio de la relación. Los objetivos mutuos reflejan los factores competitivos que pueden ser obtenidos a través de la colaboración y que pueden dar como resultado ventajas competitivas. Estos factores permiten aumentar el *cash-flow*, la rentabilidad financiera y el beneficio de las partes implicadas. El establecimiento de estos indicadores permite cuantificar el beneficio mutuo obtenido de manera periódica y compararlo con las expectativas. De este modo, se pueden tomar decisiones conjuntas orientadas a la mejora de la *performance* cuando se detectan diferencias entre las expectativas de beneficio mutuo y los resultados obtenidos realmente.

Esta es la función que desempeña el cuadro de mando integral, concebido como una herramienta de gestión que ayuda a la toma de decisiones directivas al proporcionar información periódica sobre el nivel de cumplimiento de los objetivos previamente establecidos mediante indicadores que recogen aspectos tanto financieros como no financieros (Kaplan & Norton, 2009; Kaplan, Norton & Rugelsjoen, 2010; Parmenter, 2015).

Anteriormente, al definir el constructo expectativas de beneficio mutuo en la relación colaborativa, hemos enfocado el concepto de beneficio mutuo como la creación de valor derivada de tal relación para provecho de todas las partes implicadas.

Wilson (1995), al analizar la relación comprador-vendedor, define el valor desde una perspectiva estratégica como los resultados de la relación colaborativa que aumenta la capacidad competitiva de las partes implicadas. Así mismo, considera la creación de valor como un proceso que requiere tiempo por parte de los socios para desarrollar la confianza y comunicación necesarias para alcanzar los beneficios mutuos resultantes de la interacción. Este autor considera que la consecución de los beneficios mutuos esperados permite reforzar la confianza y el compromiso entre las partes aumentando progresivamente el deseo de continuar la relación en el tiempo al prever el mantenimiento de beneficios futuros.

La creación de valor como resultado de las relaciones colaborativas en las alianzas entre empresas ha sido objeto de estudio por diversos autores (Dyer & Singh, 1998; Khana, Gulati & Nohria, 1998; Madhok & Tallman, 1998; Lavie, 2006; Rai, 2013). Sin embargo, aunque diversos estudios han conceptualizado la creación de valor como constructo multidimensional (Dyer & Singh, 1998; Khana *et al.* 1998; Madhok & Tallman, 1998), posteriormente no ha sido operacionalizado como tal y se ha medido como constructo unidimensional utilizándose medidas de diverso tipo: a) indicadores financieros y contables de performance tales como rentabilidad, ingreso neto, rentabilidad financiera, rentabilidad económica y beneficio de mercado (Kale, Dyer & Singh, 2002); b) medidas de éxito y performance de la alianza en términos de duración, estabilidad, finalización de la alianza (Pateli & Liukas, 2012); c) medidas subjetivas como satisfacción de los gestores y cumplimiento de los objetivos (Parkhe, 1993); d) medidas de desempeño en el área de innovación en términos de gasto en I+D, licencias, etc. (Kim & Inkpen, 2005).

Desde la perspectiva basada en los recursos algunos autores definen el valor en términos de rentas y hacen referencia especial a la especificidad del valor creado a través de la colaboración por encima de las rentas que se hubieran obtenido de no haberse llevado a cabo esa alianza concreta (Madhok & Tallman, 1998; Dyer & Singh, 1998). En estos estudios se proponen conceptos que permiten medir y comparar el valor esperado de la colaboración con el valor realizado de la misma. Estos autores consideran el resultado de la colaboración como un bien colectivo en el sentido, tanto de haber sido generado de manera colectiva como de ser disfrutado entre todos como un beneficio mutuo. El valor de este resultado o beneficio mutuo es atribuible únicamente a la colaboración y sin ella no podría haber sido obtenido. Por lo tanto, la colaboración

tiene un valor inherente que justifica la decisión de iniciar una relación colaborativa. A su vez, las relaciones basadas en la cooperación muestran un interés compartido por trabajar juntos en la consecución de un objetivo común (Bengtsson, Hinttu & Koch, 2003), de manera que sin la existencia de un beneficio mutuo no existiría tal relación (Morris, Kocak & Özer, 2007).

Sin embargo, es necesario que la gerencia visualice y aprecie adecuadamente el verdadero valor del activo relacional para que pueda disfrutar completamente del beneficio de la colaboración.

En cuanto a las escalas de medición relativas al constructo beneficio mutuo en el ámbito de las relaciones colaborativas desarrolladas en las alianzas entre empresas apenas se han encontrado referencias salvo al analizar relaciones de coopección (cooperación con empresas competidoras). En este tipo de estudios el beneficio mutuo es conceptualizado como una dimensión de un constructo multidimensional. En este sentido, Morris, Kocak & Özer (2007, p. 45) desarrollan una escala para medir beneficio mutuo entendido como una dimensión de la estrategia coopección competitiva junto con las dimensiones confianza y compromiso. Por su parte, Rai (2013) propone una escala con el objeto de medir la dimensión beneficios comunes dentro del constructo creación de valor en la alianza coopección competitiva junto con las dimensiones beneficios privados de la cooperación y beneficios privados de la coopección. Tomando como referencia los resultados del análisis cualitativo, hemos encontrado apoyo en estas escalas para desarrollar alguno de los ítems propuestos en la medición del constructo Beneficio Mutuo, siguiendo la definición que a continuación se presenta.

Partiendo de la definición operacional de expectativas de beneficio mutuo realizada anteriormente de acuerdo con Madhok y Tallman (1998) y Hogan (2001), y con base en nuestro estudio cualitativo (expuesto en el capítulo 4), vamos a conceptualizar beneficio mutuo como constructo unidimensional desde la perspectiva de valor creado que combina aspectos de la teoría de costes de transacción y de la teoría basada en recursos tomando como unidad de análisis el contexto de las relaciones colaborativas entre empresas. De este modo, proponemos la siguiente definición del constructo beneficio mutuo: *“El valor cuantificable realizado, económico y no económico, atribuible a la relación colaborativa frente a otras alternativas, derivado de las sinergias obtenidas procedentes de la combinación eficaz y eficiente de recursos y*

capacidades complementarios, y que es generado y disfrutado de manera equitativa por todas las partes colaboradoras”.

Tabla 5.1. Operacionalización de los constructos

Constructo	Definición conceptual	Aproximación teórica	Definición operacional	Ítems (Abreviatura/Interpretación/Ítem)	Literatura relevante
Confianza	“Confianza es un estado psicológico que comprende la intención de aceptar la vulnerabilidad con base en expectativas positivas de las intenciones o comportamientos del otro” (Rousseau et al., 1998)	Teoría costes de transacción, teorías de intercambio entre empresas, teoría de intercambio relacional, teoría stakeholder, teorías psicológicas	“Confianza es la disposición de una organización a exponerse al riesgo de ser potencialmente dañado por las acciones o decisiones de la/s organización/es con la/s que se colabora con base en su predisposición a colaborar y a las expectativas positivas generadas en relación a las intenciones, motivaciones, comportamientos, cualidades y características de competencia, integridad y benevolencia de la/s organización/es con la/s que se colabora, frente a la posibilidad de comportamientos oportunistas”.	<p>Para que se genere la suficiente confianza como para implantar un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre un conjunto de organizaciones:</p> <p>SISTIRGES Competencia sistema gestión. Las entidades participantes deben tener un buen sistema de dirección y gestión.</p> <p>VALPOSITIVO Expectativas positivas socios Las entidades participantes deben valorar positivamente al resto de entidades.</p> <p>EVITOPOR Benevolencia Las entidades participantes deben evitar cualquier tipo de conducta oportunista</p> <p>PREDISPOSICION Propensión a confiar. Las entidades participantes deben mostrar una predisposición a la confianza hacia el resto de entidades.</p> <p>POSPONER Compromiso Las entidades participantes deben estar dispuestas a posponer resultados presentes a cambio de beneficios futuros.</p>	<p>Sako & Helper, 1998; Mayer & Davis, 1999; MacDonald, McDonald, & Norman, 2002; Madhavan y Grover, 1998</p> <p>Cummings & Bromiley, 1996; Barber, 1983; Hosmer, 1995; Carson, Madhok, Varman John, 2003; Colquitt et al. 2007</p> <p>Ganesan, 1994; Madhok, 1995; Cummings & Bromiley, 1996; Inkpen and Curral, 1998; Whitener et al., 1998; Mayer & Davis, 1999; McKnight et al., 2002; Zaheer et al., 1998; Colquitt et al. 2007</p> <p>Morgan & Hunt, 1994; Rotter 1997; Mayer and Davis, 1999; McKnight et al., 2002; Lewicki & Tomlinson, 2003; Colquitt et al. 2007; Kim, Shin & Lee, 2009</p> <p>Dwyer, Shurr & Oh, 1987; Anderson & Weitz, 1992; Morgan & Hunt, 1994; Gundlach, Achrol & Mentzer, 1995; Geyskens et al., 1996; Bowen y Shoemaker, 2003; Pratt & Dirks, 2007</p>

				<p>DIRCOMINT <i>Competencia e integridad equipo gestión</i> Las entidades participantes deben tener un equipo de dirección competente e íntegra.</p>	<p><i>Competencia</i> Sako & Helper, 1998; Mayer & Davis, 1999; Das & Teng, 2001, MacDonald, McDonald, & Norman, 2002; Madhavan & Grover, 1998 <i>Integridad</i> Aulakh et al., 1996; Cummings & Bromiley, 1996; Zaheer et al. 1998; Whitener et al., 1998; Mayer and Davis, 1999; McKnight et al., 2002; Coote, Forrest & Tann, 2003</p>
<p>Garantía</p>	<p>“El efecto de afianzar lo estipulado” (Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española)</p>	<p>Teoría costes de transacción, teoría general sociológica, aproximación neoinstitucional en el análisis socio-económico de las relaciones empresariales, aproximación de sistema nacional de empresas en el análisis de acuerdos institucionales.</p>	<p>“Conjunto de mecanismos de salvaguarda tanto externos (normativa legal y certificados) como internos (acuerdos entre los socios sobre nivel óptimo de liquidez, nivel de exposición de la tesorería al riesgo del sistema y aportación de garantías reales) que permiten, por una parte, reducir el riesgo en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería bajo condiciones de simetría del riesgo asumido por las organizaciones y, por otra parte, evitar conductas oportunistas en orden a facilitar la generación de confianza.” (Bachmann & Inkpen, 2011; Sahpiro, 1987; Zucker, 1986)</p>	<p>Para que el sistema colaborativo de gestión de tesorería funcione es necesario/a: LIQUIDEZ <i>Nivel óptimo tesorería</i> Que el sistema disponga de la liquidez suficiente para hacer frente a cualquier eventualidad. REAL Garantía real Que haya un sistema de garantías reales que pueda compensar los riesgos en los que se incurra. TESIMP <i>Exposición al riesgo</i> Que el volumen de tesorería implicado sea un porcentaje reducido en relación con el volumen total de tesorería. BLINDAROPOR <i>Blindaje ante oportunismo</i> Blindar el sistema contra posibles conductas oportunistas de sus miembros. NORMATIVA <i>Normativa reguladora</i> Una normativa que regule el sistema colaborativo de gestión de tesorería. SIMRIESGO <i>Simetría de riesgo</i> Simetría de riesgo entre las entidades participantes.</p>	<p>Myers & Mijuf, 1984; Chastain, 1986; Harford, 1999; San-Jose <i>et al.</i>, 2008; McNeil, Frey & Embrechts, 2015 Verschueren & DeLoof, 1999; Chang & Hong, 2000; Loconotondo, Dewaelheyns & Van; Hulle, 2014 Cornett, McNutt, Strahan & Tehranian, 2011; McNeil, Frey & Embrechts, 2015 Williamson, 1987; Bachmann & Inkpen, 2011; Madhok, 1995; Sahpiro, 1987; Zucker, 1986; Das & Teng, 1998; 2001; Bachmann & Inkpen, 2011 Dees & Cramton, 1991; McNeil, Frey & Embrechts, 2015</p>

<p>Expectativas de Beneficio Mutuo</p>	<p>“Son las estimaciones hechas por un individuo respecto a que ciertas conductas van a conducir a determinados resultados” (Bandura, 1986)</p>	<p>Teoría Social Cognitiva, Teoría de los costes de transacción, teoría basada en los recursos.</p>	<p>“El valor esperado neto de los beneficios mutuos, financieros y no financieros, atribuibles a la relación colaborativa frente a otras alternativas y derivados de las sinergias que teóricamente se esperan obtener procedentes de la combinación ideal de recursos y capacidades complementarios” (Wilson, 1995; Madhok & Tallman, 1998; Hogan, 2001).</p>	<p>Para que se generen expectativas positivas que posibiliten las relaciones colaborativas de tesorería entre un conjunto de organizaciones debe/n:</p> <p>SINERGIAS Sinergias estratégicas Existir sinergias potenciales de tesorería entre las entidades participantes.</p> <p>CICLOSCOM Complementariedad ciclos tesorería Existir complementariedad de ciclos positivos y negativos de tesorería</p> <p>FECHACOM Complementariedad fechas devengo Existir complementariedad en las fechas de devengo de los cobros y pagos.</p> <p>AHORRO Cuantificación ex ante ahorro/beneficio Poder cuantificar previamente el ahorro/beneficio que supondría para cada entidad.</p> <p>REDCOSTES Reducción costes mejor alternativa Reducir los costes en relación con la financiación bancaria tradicional.</p> <p>BENEFECOM Beneficios financieros y no financieros Esperar obtener beneficios complementarios a los resultados financieros.</p> <p>Para mejorar la transparencia del sistema colaborativo de gestión de tesorería entre un conjunto de organizaciones:</p> <p>IVALCOMDIR Complejidad/Gobierno Corporativo Las entidades participantes deben facilitar información completa sobre los valores y competencias de los directivos.</p> <p>ISITECFIN Tiempo real/Situación económico financiera Las entidades participantes deben facilitar información en tiempo real de la situación económica y financiera.</p>	<p>Wilson, 1995; Madhok & Tallman, 1998</p> <p>Nielsen, 2004; Inkpen & Curral, 1998; Dyer & Singh, 1998; DeLoof, 2001; Loconordo, Dewaelheyns & Van Hulle, 2014</p> <p>Nielsen, 2004; Inkpen & Curral, 1998; Dyer & Singh, 1998; DeLoof, 2001; Loconordo, Dewaelheyns & Van Hulle, 2014</p> <p>Madhok & Tallman, 1998; Hogan, 2001; Simatupang & Sridharan, 2005</p> <p>Madhok & Tallman, 1998; Dyer & Singh, 1998</p> <p>Nielsen, 2004; Madhok & Tallman, 1998; Hogan, 2001; Simatupang & Sridharan, 2005</p> <p>GRI, 2002; Nielsen, 2004; Bushman et al., 2004; Rawlins, 2008</p> <p>Bloomfield & O'Hara, 1999; Nielsen, 2004; Rawlins, 2008</p>
<p>Transparencia</p>	<p>“Calidad de un cuerpo que permite ver los objetos con nitidez a través de él” (Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española)</p>	<p>Teoría de interacción de relaciones entre empresas, teoría stakeholder,</p>	<p>“Transparencia es el grado en que los otros miembros de la relación colaborativa perciben que la organización divulga de manera responsable completa información relevante y oportuna con acceso actualizado sobre cuestiones relativas a datos financieros,</p>		

			<p>indicadores de desempeño de gestión, riesgos y oportunidades, medidas no financieras comparables entre empresas a lo largo del tiempo, gobierno corporativo y sostenibilidad, medio ambiente y sociedad, con el objeto de facilitar una adecuada toma de decisiones". (Eggert & Helm, 2003; Jahansoozi, 2006; Rawlins, 2008; Schmackenberg y Tomlison, 2014; Parris et al., 2016)</p>	<p>IRIESGO Inmediatez/Riesgo Las entidades participantes deben transmitir de forma inmediata cualquier riesgo en que hayan podido incurrir.</p> <p>GRIMEM Publicidad/Memorias Sostenibilidad Las entidades participantes deben presentar públicamente Memorias de sostenibilidad en formato GRI o similar.</p> <p>CUADRO Accesibilidad/Cuadro mando Las entidades participantes deben facilitar el acceso actualizado al cuadro de indicadores de gestión de la entidad.</p> <p>PLANTES Actualidad/Plan Tesorería Las entidades participantes deben facilitar información actualizada del cumplimiento del plan de tesorería.</p>	<p>Eggert & Helm, 2003; FASB, 2001; Rawlins, 2008)</p> <p>GRI, 2002; WBCSD Report; Nielsen, 2004</p> <p>FASB, 2001; Nielsen, 2004; Rawlins, 2008; Gramados et al. 2010</p> <p>Bushman et al. 2004; Jenkins Report, AICPA, 1994; MERITUM, 2002; DMSTI, 2003</p>
<p>Gestión</p>	<p>"Proceso de planificación, organización, dirección y control del trabajo de la organización y de usar los recursos disponibles de la organización para alcanzar las metas establecidas". (Stoner, Freeman, Sacristan, & Gilbert, 1996, p. 7)</p>	<p>Teoría de los costes de transacción, Teoría basada en los recursos, Teoría de los stakeholders</p>	<p>"Grado en el que la gerencia de las empresas implicadas alcanza los objetivos del acuerdo de colaboración de tesorería mediante el desarrollo eficaz y eficiente de sus funciones de planificación, organización, dirección y control en orden a crear valor para el conjunto del sistema y de los stakeholders". (Fayol, 1929; Drucker, 1954; Stoner, Freeman, Sacristan, & Gilbert, 1996)</p>	<p>Para que el sistema colaborativo de gestión de tesorería funcione, es necesario que:</p> <p>EFICIENCIA Gestión individual eficiente Las entidades participantes deben disponer de un sistema de gestión eficiente.</p> <p>COSTEBEN Sistema gestión eficiente El coste de la gestión suponga un pequeño porcentaje del beneficio bruto obtenido.</p> <p>CGSCGA Sistema gestión relativamente eficiente Los costes de gestión de este sistema sean inferiores a los costes de gestión de sistemas alternativos de financiación.</p> <p>SIMINFOR Transparencia en la gestión Exista una simetría de información sobre la gestión.</p> <p>CONTROL Mecanismos control Existan mecanismos de control adecuados de gestión, que permitan anticipar riesgos.</p> <p>PLANCONTIG Plan de contingencias Haya planes de contingencia ante posibles errores e</p>	<p>Drucker, 1967; Stoner, Freeman, Sacristan & Gilbert, 1996</p> <p>Drucker, 1967; Stoner, Freeman, Sacristan, & Gilbert, 1996</p> <p>Jarillo, 1988; Ireland, Hitt & Vaidyanath, 2002</p> <p>Oliva, 2001; Ireland, Hitt & Vaidyanath, 2002</p> <p>Galbraith, 1977; Gulati & Singh, 1998, Kale & Sing, 2009; Navas & Guernas, 2013</p> <p>Devlin y Blackley, 1988; Pekar & Allio, 1994; Bowman & Faulkner, 1997; Ireland,</p>

<p>Beneficio mutuo</p>	<p>“Ganancia derivada de una actividad desarrollada entre varios socios de manera recíproca” (Adaptado del Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española)</p>	<p>Teoría de los costes de transacción, teoría basada en los recursos.</p>	<p>“El valor cuantificable realizado, económico y no económico, atribuible a la relación colaborativa frente a otras alternativas, derivado de las sinergias obtenidas procedentes de la combinación eficaz y eficiente de recursos y capacidades complementarios, y que es generado y disfrutado de manera equitativa por todas las partes colaboradoras”. (Madhok & Tallman, 1998; Hogan, 2001)</p>	<p>imprevistos.</p> <p>Para que el sistema colaborativo de gestión de tesorería sea aceptado, es necesario/a:</p> <p>BENNOECON B^o económico y no económico La existencia de beneficios no directamente económicos: estratégicos, de aprovisionamiento, nuevos mercados, fidelidad de relaciones...</p> <p>BENTOTALI B^o para todos socios. Que todas las entidades participantes salgan beneficiadas.</p> <p>INDICBENE Indicadores beneficio Establecer indicadores que permitan cuantificar los beneficios obtenidos, de forma periódica.</p> <p>PREVBEN Previsión mantener B^o futuros Que haya una previsión de mantener los beneficios futuros.</p> <p>VERIBEN Visualización inmediata beneficio Visualizar la obtención inmediata de algún beneficio.</p> <p>SIMBEN Simetría de beneficios Cierta simetría en los beneficios obtenidos entre las diferentes entidades participantes.</p>	<p>Hitt & Vaidyanath, 2002; Navas & Guerras, 2013</p> <p>Parkhe, 1993; Kale, Dyer & Singh, 2002; Kim & Inkpen, 2005; Patel & Luukas, 2012</p> <p>Ohmae, 1989; Madhok & Tallman, 1998; Whipple & Frankle, 2000</p> <p>Bruning, DeMiglio & Embry, 2005; Simatupang & Sridharan, 2005; Kaplan & Norton, 2009; Kaplan, Norton & Rugelsjoen, 2010; Parmenter, 2015</p> <p>Wilson, 1995; Hogan, 2001</p> <p>Madhok & Tallman, 1998</p> <p>Adams, 1965; Rawls, 1971; Schmidt & Kochan, 1977; Ohmae, 1989; Phillips, 1997; Simatupang & Sridharan, 2005</p>
-------------------------------	---	--	---	---	---

Fuente: elaboración propia

En la tabla 5.1. se recoge para cada constructo una definición conceptual de acuerdo a la revisión literaria realizada, una definición operativa a través de la cual se pretende descomponer el constructo en aspectos tangibles, es decir, los indicadores considerados adecuados para medir la variable en cuestión (cada ítem va precedido de la designación abreviada que se utilizará en la presentación de los resultados), así como un resumen de la literatura más relevante relativa a cada ítem y que ha servido de base para su elaboración. Los ítems mostrados en el cuadro son los ítems definitivos integrantes de cada una de las escalas diseñadas para medir los diferentes constructos del modelo propuesto. La redacción definitiva de los ítems en el cuestionario se muestra en el Anexo 2.

5.2.3. Generación de relaciones entre los constructos

A continuación comprobaremos que cada una de las relaciones causales entre constructos identificadas de manera inductiva en la fase exploratoria es coherente con la teoría, como paso previo a la formulación de las hipótesis, con las cuales se corresponden tales relaciones.

5.2.3.1. Relación entre transparencia y confianza

Aunque existe consenso entre los investigadores sobre el efecto positivo que teóricamente la transparencia organizacional ejerce en el proceso de construcción, mantenimiento y reconstrucción de la confianza dentro del marco de relaciones organización-*stakeholders* (Bushman, Piotroski & Smith, 2004; Jahansoozi, 2006; Rawlins, 2008, Pirson & Malhotra, 2011), los diferentes estudios realizados en este contexto se han desarrollado sin una base teórica consensuada en torno a este constructo (Rawlins, 2008; Schnackenberg & Tomlinson, 2014; Parris, Dapko, Arnold & Arnold, 2016). Por esta razón, existe poca evidencia empírica que relacione estos dos conceptos y la existente no llega a un consenso acerca de cómo es tal relación (Rawlins, 2008; Pirson & Malhotra, 2011).

Por otra parte, Schnackenberg y Tomlinson (2014) proponen un marco conceptual que recoge los mecanismos de gestión de la transparencia organizacional y su relación con la confianza. En concreto, estos autores presuponen que la divulgación, claridad y precisión de la información (dimensiones de la transparencia), permiten aumentar la confianza de los *stakeholders* en la organización a través del efecto positivo que ejerce sobre la percepción que los *stakeholders* tienen de la habilidad, benevolencia

e integridad de la organización (dimensiones de la confianza). Así mismo, existe consenso en que la probabilidad de observar un efecto positivo de la transparencia organizacional en los resultados del desempeño (McManus, Holtzman, Lazarus, Anderberg, Berggren, & Bernshteyn, 2007; Bernstein, 2012) depende en parte de cómo la transparencia influye en la relación de la empresa con sus stakeholders (Schnackenberg & Tomlinson, 2014). A su vez, Parris *et al.* (2016) afirman que la transparencia es un antecedente de la confianza de los *stakeholders*, pero que por sí sola no es suficiente. La disposición de una organización a compartir información sobre sí misma es necesaria pero insuficiente para la construcción de confianza.

La transparencia corporativa se puede definir como aquella que “permite a una persona razonable e informada la toma de decisiones, generando credibilidad hacia la empresa y organización” (CERSE, 2011, p. 4). En este sentido, la transparencia puede ser vista como un medio que permite hacer visibles las decisiones, políticas y acciones responsables de la organización y contribuye de este modo a mejorar la credibilidad de la misma. En definitiva, es un medio que permite a la empresa justificarse ante los *stakeholders* por el mayor o menor grado de satisfacción de las expectativas generadas al inicio de la relación. En definitiva, es un medio de rendición de cuentas (Alejos, 2015).

Desde la perspectiva de la teoría de los *stakeholders*, la empresa es considerada como un agente social que desarrolla un importante rol dentro de la sociedad y causa impacto en diversas áreas como el medio ambiente, cadena de suministro, distribución, proveedores, clientes, socios, comunidad, etc., es decir, en los diversos grupos de interés. Por ello, la empresa tiene el deber de informar, conocer y cumplir las expectativas de aquellos afectados por las acciones que desarrolla.

Así mismo, Cabrera (2008⁴⁴) lo define como “un intento deliberado por parte de la organización de crear un entorno de confianza en el que promocionar el acceso libre a la información, la comunicación abierta y la participación de todos los profesionales en la toma de decisiones”. De acuerdo con esta definición y teniendo en cuenta el ciclo de la transparencia propuesto por Hess (2008), la transparencia tiene por objetivo comunicar la información sobre su desempeño a todas las partes interesadas. La información, tras ser procesada por los *stakeholders*, permite crear un escenario de

⁴⁴ Cabrera (2008): La transparencia es clave para el futuro de nuestras organizaciones. Recuperado de (23/04/2016):<https://blog.cabreramc.com/2008/10/09/la-transparencia-es-clave-para-el-futuro-de-nuestras-organizaciones/>

confianza donde se crea una relación de diálogo y comunicación participativa que facilita la toma de decisiones informada y razonable y que se conozcan las expectativas comunes entre la organización y los diferentes grupos de interés. De este modo, se retroalimenta la información y la empresa puede orientar sus políticas teniendo en cuenta las necesidades de los *stakeholder*. La transparencia permite reducir la asimetría informativa y de poder entre la empresa y sus grupos de interés. En definitiva, la transparencia es un medio para crear confianza en la relación organización-*stakeholder*.

La transparencia genera efectos positivos en la empresa y contribuye a la generación de rentabilidad así como a la creación de valor (Alejos, 2015). Si la empresa es transparente, generará confianza y credibilidad ante los *stakeholders*. Aunque la empresa actúe de manera responsable, si no es transparente no conseguirá la credibilidad de los compromisos adquiridos (CERSE, 2011), ni su legitimidad. Según Toms (2002), la transparencia contribuye a mejorar la reputación de las empresas, fomentando la creación de valor en la empresa.

En el ámbito de las relaciones comerciales entre comprador y vendedor, el riesgo percibido por las diferentes partes puede reducirse, generándose al mismo tiempo confianza, a través de diversas variables, siendo una de ellas la transparencia (Shoorman, Mayer & Davis, 2007), entendida como la disposición de información precisa, completa, puntual y rápida (Díaz, Vázquez & Del Río; 2000).

Pirson & Malhotra (2011) definen transparencia como la disposición percibida a compartir información relevante con *stakeholders* vulnerables y consideran la transparencia como una dimensión de la confianza de los *stakeholder* en la organización. Hay evidencia empírica que destaca la importancia de la información en situaciones donde no ha habido interacción previa entre las partes y la asimetría de información es elevada (McKnight, Cummings & Chervany, 1998), por lo que en estos casos la necesidad de transparencia se acentúa. Las iniciativas de comunicación corporativa y los recientemente desarrollados *standards* de *reporting* (por ejemplo, iniciativas GRI) tienen como objetivo construir confianza con *stakeholders* (por ejemplo, inversores), quienes de otro modo no tendrían información sobre las intenciones y comportamientos de la organización. Sin embargo, Pirson y Malhotra (2011) concluyen que la transparencia es un predictor importante en la formación de confianza, en el caso de relaciones internas y profundas entre *stakeholders*. Más aún, considerando como *stakeholders* internos a los empleados e inversores, la transparencia

tiene una mayor importancia para los empleados que para los inversores. Estos autores interpretan este resultado argumentando que aunque la transparencia es más necesaria en relaciones externas poco profundas entre *stakeholders* y la organización, es más valorada por aquellos que tienen un mayor interés en las relaciones con la organización (Pirson & Malhotra, 2011).

Anderson y Narus (1990, p. 44) definen la comunicación como “el compartir información significativa y oportuna tanto formal como informal entre empresas”. La comunicación permite reducir conflictos, así como alinear percepciones y expectativas. Todo ello, unido a la disposición de realizar adaptaciones acordadas con las otras partes, contribuye a crear las bases de la confianza en fases iniciales de una relación (Nielsen, 2004). Altos niveles de comunicación permiten generar confianza y ello redundará en un mayor nivel de desempeño (Lane & Beamish, 1990).

El intercambio de información y, en definitiva, la transparencia, juegan un papel muy importante en la fase inicial de una relación, ya que para poder llevar a cabo una selección del socio más adecuado siguiendo criterios de identificación de valores, expectativas, etc., es necesario tener acceso a toda la información relevante relativa a los potenciales socios. Incluso cuando existen diferencias y falta de complementariedad entre los socios potenciales, la transparencia contribuye a la alineación de expectativas, valores, objetivos, etc., a la reducción de conflictos y, si hay disposición a adaptarse a los potenciales socios, a sincronizar y complementar recursos y capacidades. Todo ello redundará en una mejor performance dentro de la futura relación.

Según Eggert y Helm (2003), en el ámbito del marketing relacional la transparencia relacional aporta valor a la relación al minimizar la percepción de necesidad de buscar continuamente información y de testar el mercado en busca de mejores alternativas. Estos autores concluyen en su estudio que para mejorar la transparencia, todas las partes deberían proveer información relevante a las otras partes con el objeto de reducir los costes relacionales y aumentar los beneficios mutuos. Así mismo, señalan que la transparencia contribuye a reducir la incertidumbre siempre y cuando la información sea de calidad, es decir, que la información disponible sea relevante. Consideran que la transparencia, junto a la confianza o conductas oportunistas desarrolladas y las expectativas mutuas, entre otros, contribuyen a crear la atmósfera relacional necesaria dentro del modelo de interacción de relaciones entre empresas.

Jahansoozi (2006) afirma, tras su análisis sobre la relación *stakeholder-organización* en el caso de la empresa Shell, que la transparencia ofrece fundamentalmente dos resultados beneficiosos en el proceso de construcción de la relación. Por una parte, es una condición necesaria para la reconstrucción de confianza y compromiso en la relación en aquellos casos en los que no existe confianza o ésta se ha destruido. Por otra parte, la transparencia puede considerarse como una variable relacional que promueve responsabilidad, colaboración, cooperación y compromiso. Cuando una organización es transparente en cuanto a los procesos de toma de decisiones y operacionales, tanto los *stakeholders* externos como internos son capaces de ver sobre qué órgano o quién recae la responsabilidad. No basta con la existencia de un equipo de dirección y gestión responsable, es necesario que tal responsabilidad sea percibida e identificada por los *stakeholders*. En ese sentido, Jahansoozi (2006) afirma que la transparencia hace visible e identificable el órgano responsable en cada situación, el cual puede ejercer su función responsable y de control a través del establecimiento de unos indicadores de *performance*, cuya transparencia permite compartir la información y difundirla de manera abierta. Por ello, la transparencia puede facilitar la resolución de conflictos, la colaboración y la cooperación.

Por otra parte, la transparencia está relacionada con la confianza, responsabilidad social corporativa y la ética. Si la transparencia debe contribuir a crear confianza, debe ser medida desde el punto de vista *stakeholder* (Eggert & Helm, 2003; Jahansoozy, 2006; Rawlins 2008; Schnackenberg & Tomlinson, 2014; Parris et al. 2016).

En resumen, la transparencia organizativa permite reducir el riesgo en situaciones de incertidumbre, eliminar asimetrías de información, reducir costos de transacción y relacionales, alinear las expectativas y valores de los socios, aumentar la credibilidad de la organización haciendo más visible su actuación responsable, así como mejorar la percepción que los *stakeholders* tienen de la habilidad, benevolencia e integridad de la organización, de manera que se construya un entorno de confianza entre los socios que facilite las relaciones colaborativas en la gestión de tesorería.

Con todo ello, la hipótesis que vamos a testar es la siguiente:

H1. La transparencia influye positivamente en la confianza, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

5.2.3.2. Relación entre expectativas de beneficio mutuo y confianza

Keynes (1936) pensaba que el estado de confianza influía en las expectativas a largo plazo. Este autor consideraba que las expectativas a largo plazo dependen no solamente de los pronósticos más probables que se puedan hacer, sino también de la confianza con que se haga la previsión. En opinión de este autor, la mayor parte de las decisiones y actividades positivas del ser humano dependen más del optimismo espontáneo que de una expectativa matemática, de manera que son resultado de un resorte espontáneo que impulsa a la acción (“espíritus animales”) y no como consecuencia de un promedio ponderado de los beneficios cuantitativos multiplicados por las probabilidades cuantitativas. La confianza estaría incluida o producida por esa energía animal, que actuaría como una motivación espontánea del comportamiento humano. Según este autor, el estado de la confianza tiene importancia porque es uno de los principales factores que determinan la eficiencia marginal del capital.

A su vez, la formación de expectativas puede ser vista como una manifestación de la necesidad de anticiparnos al futuro con el fin de reducir la incertidumbre futura, por la preferencia de que suceda lo esperado. Las expectativas contribuyen a aumentar la seguridad percibida, pero no eliminan el riesgo en la toma de decisiones.

Desde la “*Mutual Trust based Perspective of Morality*” desarrollada por Dees y Crampton (1991 p. 5), junto al principio de confianza mutua, se hace referencia a la relación entre la generación de expectativas y su cumplimiento al formular el principio de eficacia, según el cual: “Es injusto exigir a un individuo que asuma un riesgo significativo, o incurrir en un coste significativo respecto a los derechos morales de los otros, si la acción que crea el riesgo o coste es improbable que tenga el efecto beneficioso esperado normalmente, o si beneficia sólo a aquellos que no han incurrido voluntariamente en el mismo riesgo o coste”.

En el ámbito de la teoría de las expectativas en la motivación (Vroom, 1964), la expectativa es la creencia de que el esfuerzo dará como resultado el logro de los objetivos de rendimiento deseado. Desde este enfoque motivacional la confianza juega un papel importante en la formación de expectativas de rendimiento a través de la autoeficacia y de la confianza depositada en la eficacia de la gerencia a la hora de remunerar adecuadamente el esfuerzo.

No hemos encontrado evidencia empírica que relacione directamente las expectativas de obtención de beneficios mutuos con la generación de confianza a lo largo de la relación colaborativa entre empresas.

Aunque algunos autores sugieren la existencia de la relación entre estas dos variables desde una perspectiva teórica (Dwye, Schurr & Oh, 1987; Wilson, 1995; Madhok & Tallman, 1998; Hogan, 2001, Nielsen, 2004), no existe unanimidad sobre si la confianza es un antecedente o consecuencia de las expectativas. Mientras Hogan (2001) y, así como Madhok y Tallman (1998) consideran que la confianza es un factor social que afecta al valor esperado de la relación, el resto de autores sugieren que la confianza es una variable mediadora que actúa como nexo de unión entre las expectativas de obtener beneficios potenciales y la obtención real de tales resultados.

Hogan (2001) sugiere que la confianza puede tener un doble efecto sobre el valor esperado de la relación. En primer lugar, la confianza puede aumentar el valor medio de la distribución del valor esperado de la relación al proyectar una orientación a largo plazo de la misma permitiendo a la empresa extender la obtención de flujos de beneficio a lo largo del futuro que de otro modo no podrían obtenerse. Al mismo tiempo, la confianza puede reducir la varianza del valor esperado de la relación al reducir la incertidumbre creada por la amenaza de actuación oportunista de la otra parte.

Madhok y Tallman (1998) sugieren que la obtención de rentas específicas de la colaboración actúa como un “paraguas protector” en el seno de la alianza y reduce el riesgo de oportunismo, incluso en ausencia de confianza entre las organizaciones. Un menor riesgo de oportunismo percibido reduce el valor esperado de pérdida de la relación.

Dwye *et al.* (1987) proponen un modelo de desarrollo de relaciones comprador-vendedor y sitúan el desarrollo de expectativas en la fase de expansión de la relación. Estos autores destacan el papel de la confianza en la comprensión de las expectativas de cooperación y planificación de un intercambio relacional. En concreto, las expectativas del comprador sobre la confianza y posición negociadora afectan significativamente a las actitudes y comportamiento hacia el proveedor/cliente actual. Un nivel bajo de confianza derivado de experiencias de compra iniciales tiene un efecto menos favorable en las actitudes hacia una futura comunicación y negociación.

A su vez, Wilson (1995), tomando como punto de partida las conclusiones de Dwyer *et al.* (1987) así como diversos estudios sobre relaciones en el canal de distribución y alianzas estratégicas, propone otro modelo en el que integra las variables de la relación y el proceso de desarrollo de la misma. Este autor considera que las expectativas sobre la consecución de objetivos mutuos, tales como obtención de posibles sinergias estratégicas derivadas de acciones conjuntas, juegan un papel importante a lo largo de toda la relación ya que, si existe confianza, estimulan a las partes implicadas a comprometer recursos y capacidades que generaran valor en la relación. En la medida en que se alcanzan los objetivos de beneficio mutuo planteados al inicio de la relación, se refuerza la confianza, el compromiso y el deseo de mantener la relación, ya que se espera se sigan obteniendo beneficios futuros. Es decir, la confianza es el vínculo que une las expectativas con los resultados, pero es necesario que exista un equipo de dirección que gestione de manera eficaz y eficiente los recursos aportados a la relación en orden a obtener los resultados prefijados.

Por tanto, la hipótesis que subyace es:

H2. Las expectativas de beneficio mutuo influyen positivamente en la confianza, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

5.2.3.3. Relación entre garantía y confianza

La gobernanza de la alianza entre empresas es el proceso de salvaguarda y coordinación de la misma que influye en su evolución y funcionamiento a lo largo del tiempo. Una gobernanza eficaz y eficiente de la alianza precisa de dos tipos de mecanismos: estructural (basada en contratos⁴⁵) y relacional (basada en confianza) (Madhok, 1995).

Existen diversos estudios que analizan la relación entre la gobernanza organizacional y la confianza. La mayoría de estas investigaciones se derivan de la Teoría de la economía de los costes y tratan de analizar el papel de la confianza interorganizacional en la elección de una forma organizacional, salvaguarda frente a oportunismo, o en la reducción de los costes de transacción. Desde la Teoría de los costes de transacción se sugiere que la confianza juega un papel importante en las alianzas estratégicas (Ring & Van de Ven, 1992). En este sentido, la confianza

⁴⁵ Los contratos como mecanismos de gobernanza en las alianzas cumplen diversas funciones: salvaguarda legal, instrumento de coordinación, salvaguarda para contingencias, señal de compromiso, etc.

interorganizacional surge de la necesidad de compensar la falta de complejidad inherente a los contratos (Lane & Bachamann, 1998; Williamson, 1987) e implica la incorporación de elementos relacionales en los mismos.

Krishnan, Geyskens y Steenkamp (2016), al analizar la influencia de la incertidumbre del comportamiento y del entorno⁴⁶ en la efectividad de estos dos mecanismos de gobierno utilizados en las alianzas, concluyen que la gobernanza contractual funciona mejor en condiciones de un nivel moderado de ambos tipos de incertidumbre, mientras que la gobernanza basada en confianza es mucho más efectiva cuando existe un elevado nivel de incertidumbre de comportamiento y bajo nivel de incertidumbre del entorno.

Por otra parte, existe cierta controversia en relación a si los mecanismos de gobernanza contractual son complementarios o sustitutos de la confianza interorganizacional. Lui & Ngo (2004) encuentran evidencia empírica que apoya la idea de que las salvaguardas contractuales diseñadas para proteger frente a conductas oportunistas y la confianza basada en competencia son complementarios, mientras que la confianza basada en la benevolencia, hace innecesarias e ineficientes las salvaguardas contractuales, de manera que son considerados como sustitutivos. Otros autores también concluyen en sus investigaciones que la gobernanza contractual y la gobernanza basada en la confianza son complementarias (Poppo & Zenger, 2002; Woolthuis, Hillebrand & Nooteboom, 2005; Gulati & Nickerson, 2008; Puranam & Vanneste, 2009; Schilke & Cook, 2015). En concreto, Poppo y Zenger (2002) señalan que tal complementariedad sugiere relaciones recíprocas positivas entre gobierno relacional y contratos formales. Así, contratos bien especificados reducen el riesgo existente en el intercambio y fomentan la cooperación y la confianza. A su vez, la confianza refuerza el valor de los contratos cuando estos son incompletos o ambiguos.

Por otra parte, existen otras dos contingencias que influyen en la relación entre confianza y los mecanismos de gobernanza, como son la fase de la relación y la complejidad del contrato (Zaheer & Harris, 2006). En las fases iniciales de la relación, los contratos pueden ser sustitutos de la confianza, en cuanto regulan el comportamiento de las partes (Madhok, Mellewigt & Weibel, 2007), mientras que se convierten en un complemento de la confianza a medida que se desarrolla la misma. Al mismo tiempo,

⁴⁶ Williamson (1985) define incertidumbre del comportamiento como la incertidumbre derivada de la posibilidad de que las partes que intervienen en el intercambio distorsionen estratégicamente la información. A su vez, este autor define incertidumbre del entorno como la dificultad en predecir cambios externos fuera del control de la alianza.

cuanto mayor sea la complejidad del contrato y mejor refleje las condiciones de la relación, el contrato será considerado en mayor medida como un sustituto de la confianza (Sampson, 2000).

En todo proceso de intercambio se establecen una serie de mecanismos de control o salvaguardas de diverso tipo con el fin de estructurar las relaciones. Estas salvaguardas permiten minimizar la exposición al oportunismo y proteger las inversiones en activos específicos. En situaciones o contextos en los que no existe mucha confianza, la incertidumbre es alta o el nivel de riesgo es elevado, como puede ser el caso del inicio de una relación colaborativa entre empresas, debido a la falta de información previa acerca de las organizaciones implicadas o experiencias previas con las mismas que permitan formarnos una expectativa sobre el comportamiento esperado de la otra parte, una manera de compensar esa falta de confianza es la existencia de garantías o salvaguardas, actuando éstas como sustitutos de la confianza. Así mismo, estas garantías permiten reducir el riesgo de que la otra parte se comporte de manera oportunista, permitiendo que las partes implicadas se comprometan a asumir un riesgo mínimo y calculado, se avance un poco más en la relación e invierta confianza en la misma, como primer paso en la formación de confianza (Madhok *et al.*, 2007; Bachmann & Inkpen, 2011). A medida que las organizaciones implicadas interactúan y avanza la relación, se generan fuertes expectativas de confianza y de evitar conductas oportunistas, por lo que el riesgo de comportamiento oportunista va reduciéndose y, por consiguiente, las garantías que permiten reducir este tipo de riesgo van perdiendo importancia a lo largo del tiempo (Inkpen & Currall, 1998), pero se consideran como un buen complemento de la confianza en su función de mecanismo de control. Además, la inclusión de ciertas cláusulas en los contratos que obliguen a las partes a informar sobre sus actuaciones, permiten crear un *curriculum* de buenas prácticas que contribuye a la formación de confianza. En este sentido, la inclusión de este tipo de cláusulas aumenta la transparencia y promueve la confianza entre las partes (Madhok *et al.*, 2007).

Das y Teng (1998) sugieren la existencia de una relación positiva entre el control social⁴⁷ y la confianza basada en benevolencia en las alianzas de acuerdo con, por una

⁴⁷ El control social también ha sido denominado como control de clan, control informal y control normativo, y tiene su origen en el tipo de control basado en valores internos que sugiere Eisenhardt (1985), frente al control basado en medidas externas (conjunto de reglas, procedimientos, políticas para controlar y recompensar el desempeño deseado). El control social consiste en el establecimiento de normas organizacionales, valores, cultura e internalización de objetivos con el fin de fomentar el comportamiento y resultados deseados en orden a reducir la incongruencia de objetivos y la divergencia de preferencias entre los miembros de la organización.

parte, la suposición de Barney y Hansen (1994) de que cuando los socios de la alianza creen que el comportamiento oportunista violaría los valores, principios y *standards* de comportamiento que han sido internalizados por las partes de la alianza, la confianza es fuerte y, por otra parte, a la evidencia empírica obtenida por Aulakh, Kotabe & Sahay (1996) que apoya esta relación positiva. Así mismo, Das y Teng (1998) sugieren también que existe una relación positiva entre el control social y la confianza basada en competencias, ya que cuando las partes de la alianza se involucran en un control social, interactúan más y desarrollan colectivamente un acercamiento en posiciones que facilita el funcionamiento de un proceso de toma de decisiones que aumenta el entendimiento entre las partes, y proporciona los cimientos sobre los que desarrollar la confianza basado en competencias.

Sólo unos pocos autores consideran los contratos formales como una señal de sospecha que deriva en una disminución de la confianza mutua (Macaulay, 1963; Sitkin, 1995).

Los contratos, además de ser instrumentos de salvaguarda frente al posible comportamiento oportunista de las partes, actúan como salvaguarda frente a contingencias imprevisibles. Faems, Janssens Madhok y Van Looy (2008) sugieren que la confianza basada en benevolencia puede determinar el contenido de los contratos. A su vez, Hagedoorn y Heslen (2007) consideran que la inclusión de garantías en los contratos de las alianzas entre empresas actúa como un mecanismo de información que mitiga el riesgo asociado con los problemas de asimetría de información relativos a las características de las partes o a la relación. Así mismo, las garantías actúan como un mecanismo ex ante de asignación y distribución de riesgos entre las partes.

En el ámbito de los servicios financieros on line una estrategia para establecer y mantener la confianza a largo plazo es la existencia de salvaguardas contractuales tales como garantías, las cuales actúan como un instrumento de salvaguarda frente a la exposición al riesgo (Clarke, 2002; Harrison, 2003).

La garantía, además de reducir el riesgo inherente a la relación colaborativa entre empresas, también reduce el riesgo específico asociado a la gestión de tesorería. Tal y como se vio en el primer capítulo, el objetivo del *cash management* es el desarrollo de técnicas administrativas que conducen a establecer el nivel óptimo de tesorería o efectivo de la compañía con objeto de poder efectuar cuantos cobros y pagos requiera el buen funcionamiento de la empresa, así como la planificación de la

tesorería, la negociación y relación con entidades financieras y la gestión de los riesgos financieros, fundamentalmente (Myers & Mjuf, 1984; Chastain, 1986; Pastor y Tajada, 1996; Harford, 1999; San-Jose *et al.*, 2008).

El riesgo financiero que se gestiona principalmente en el ámbito del *cash management* es el riesgo de liquidez. McNeil, Frey y Embrechts (2015, p. 5) definen este riesgo como “la posibilidad de obtener pérdidas derivadas de la imposibilidad de la organización para obtener fondos con los que hacer frente a pagos y retirar los mismos cuando se originan”.

En definitiva, con base en la idea de complementariedad de las salvaguardas contractuales y la confianza (basada en competencias) (Lui & Ngo, 2004, Zaheer & Harris (2006) y al rol de las garantías en la formación de la confianza en las alianzas (Bachmann & Inkpen, 2011), se sugiere una relación positiva entre garantías y confianza.

Así, la hipótesis subyacente es la siguiente:

H3. La calidad de las garantías influye positivamente en la confianza, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

5.2.3.4. Relación entre confianza y gestión

El premio Nobel de economía Kenneth Arrow (1974) describe la confianza como un “lubricante” del sistema social y considera este concepto como un bien con valor real práctico y económico que incrementa la eficiencia del sistema económico ya que permite producir más bienes o mayor cantidad de cualquier valor apreciado.

En el ámbito de la economía de la empresa la confianza se ha relacionado con diversos resultados tales como ventaja competitiva (Barney & Hansen, 1994); *performance* y reducción del conflicto y oportunismo en la gestión estratégica (Doney, Cannon & Mullen, 1998; Zaheer & McEvily, 2006); satisfacción del cliente, orientación a largo plazo, cooperación, compromiso, expectativas de continuidad en las relaciones comerciales (Dwyer, Schurr & Oh, 1987; Ganesan, 1994; Morgan & Hunt, 1994; Geyskens, Steenkamp & Kumar, 1998), etc.

En la revisión sobre estudios empíricos en torno a la confianza interorganizacional realizada por Seppänen *et al.* (2007), estos autores encontraron como resultado una amplia variedad de consecuencias de la confianza desarrollada entre

organizaciones, tales como: reducción de la percepción del riesgo, reducción de los costes de transacción, freno al comportamiento oportunista, efectividad y nexo que mantiene unidos a los socios de la relación (Zajac & Olsen, 1993; Nooteboom, 1996; Lane and Bachmann, 1998).

Por otra parte, diversos autores sugieren la existencia de una relación recíproca entre confianza interorganizacional y *performance* (Sepänen *et al.*, 2007; Zaheer & Harris, 2006).

La confianza puede ser considerada como principio organizativo que moviliza o motiva a los diferentes integrantes de la organización a aportar, combinar y coordinar los recursos y utilizarlos en actividades conjuntas que son orientadas hacia el logro de los objetivos organizacionales (McEvily, Perrone & Zaheer, 2003). La confianza permite reducir los esfuerzos invertidos en tomar medidas disuasorias de comportamientos oportunistas y aceptar contratos incompletos o acuerdos con base en la expectativa de que las otras partes no se comportarán de manera oportunista. Esta reducción de esfuerzos, además de reducir los costes de transacción, libera recursos que pueden ser utilizados en la creación de valor (Zajac & Olsen, 1993). El efecto conjunto de la reducción de los costes de transacción e incremento del valor de transacción puede considerarse como una fuente de ventaja competitiva (Barney & Hansen, 1994).

A nivel organizacional la confianza en la gestión permite poner el foco en actividades creadoras de valor mejorando los niveles de *performance* (Mayer & Gavin, 2005). Así mismo, tal y como se vio en el capítulo dos, desde la perspectiva de la teoría instrumental de los *stakeholder* (Jones, 1995), se considera que las relaciones entre empresa y *stakeholders* basadas en la confianza y en el cooperativismo reducen los costes de oportunismo y de prevención del mismo.

Nielson (1994) analiza el papel de la gestión en cada una de las diferentes fases a lo largo de las relaciones colaborativas entre empresas, fundamentalmente en las alianzas. Según este autor, en la fase de formación de la alianza, los gestores se centran en la selección de socios y en la formación inicial de confianza, mientras que en la fase de implementación de la alianza, la gestión gira en torno al establecimiento y ejecución de mecanismos de gobernanza y control. Por último, en la fase de evolución de la alianza, los gestores desarrollan un sistema de evaluación de *performance*. En estas dos últimas fases la confianza influye en la elección de la estructura de gobierno y el establecimiento de medidas de evaluación de *performance*. Según la literatura revisada

por este autor, la confianza entre los socios es un factor crítico en la determinación de la *performance* de la alianza (Madhok, 1995; Inkpen & Beamish, 1997).

De acuerdo con Madhok y Tallman (1998), la relación puede ser explicada como una estructura de gobierno que permite organizar el intercambio (enfoque costes transacción), así como un activo o recurso productivo en sí misma (enfoque basado en los recursos), de manera que se crea valor. En este sentido, los gestores no sólo deben buscar la eficiencia vía minimización de los costes de transacción, sino que también deben invertir esfuerzos en mantener la relación, combinando los recursos y las capacidades de la mejor manera posible en orden a obtener sinergias y ventajas competitivas que permitan alcanzar beneficios mutuos. Por tanto, se sugiere una forma de gobernanza híbrida entre la gobernanza contractual y la gobernanza relacional. La gobernanza relacional existe una vez que las partes confían entre sí de modo que la relación en sí misma se presenta como el contrato de unión que permite gobernar la relación (Whipple, Nyaga & Lynch, 2010). Los lazos relacionales son los “nexos de conexión entre las partes implicadas en el intercambio y que influyen o frenan sus acciones” (Palmatier, 2008, p. 77).

Desde el punto de vista de la teoría social de intercambio se sugiere que atributos sociales, tales como confianza y compromiso, son factores clave que mejoran el desempeño en las relaciones de intercambio (Palmatier, 2008). Morgan y Hunt (1994), desde el ámbito del marketing relacional, también señalan la confianza y el compromiso como factores clave del éxito en las relaciones colaborativas. Estos enfoques ven la confianza, no como un mecanismo de control, sino como factor social.

Si tomamos como punto de partida las dos perspectivas más influyentes sobre las relaciones inter-organizacionales en el ámbito de la dirección estratégica, teoría de la economía de los costes de transacción y teoría basada en los recursos, las principales funciones desempeñadas por los contratos formales son control y coordinación, respectivamente. Por una parte, los contratos formales se consideran instrumentos de control que protegen frente a comportamientos oportunistas, mientras que, al mismo tiempo, son instrumentos de coordinación que contribuyen a aclarar las expectativas mutuas, posibilitan la congruencia de objetivos y establecen las bases de un fundamento común compartido (Madhok, Mellewigt & Weibel, 2007). El diseño y establecimiento formal en un contrato de funciones, reglas, programas y procesos facilita la

coordinación y sirve como referencia para la realización de un esfuerzo conjunto en aras de alcanzar con éxito objetivos colectivos (Mayer & Argyres, 2004).

A su vez, McEvily y Zaheer, 2006 (2006) también consideran que el proceso de negociación y resolución de conflictos forma parte de un conjunto más amplio de esfuerzos realizados por las partes implicadas en el intercambio que buscan gestionar conjunta y coordinadamente la relación, haciendo referencia de este modo al gobierno relacional. McEvily y Zaheer (2006) desarrollan un modelo teórico fundamentada en la evidencia empírica encontrada alrededor de los efectos de la confianza sobre la *performance* en el marco del intercambio interorganizacional. Estos autores sugieren, a partir de la evidencia empírica encontrada, la existencia de unas variables mediadoras entre la confianza y *performance*: los costes de transacción, la gobernanza relacional y el valor de transacción. Así mismo, sugieren una serie de factores contingentes que explican las condiciones bajo las cuales la confianza afecta a la *performance* y son considerados como variables moderadoras del efecto de la confianza sobre el desempeño.

Estos autores encuentran evidencia empírica sobre el efecto positivo que la confianza tiene en la reducción de los costes de transacción *ex post*, es decir, en la fase de ejecución de los acuerdos de intercambio (Dyer & Chu, 2003). En esta línea, Shrum, Chompalov & Genuth (2001) encuentran una relación positiva entre confianza y reducción de conflictos.

La gobernanza relacional, entendida como una forma de organizar y gestionar el intercambio que implica la integración de actividades desarrolladas de manera conjunta tales como toma de decisiones, planificación y resolución de problemas, en orden a reducir los costes de transacción (Heide & John, 1990; Williamson, 1993; Zaheer & Venkatraman, 1995), es también considerada como una variable mediadora (McEvily & Zaheer, 2006). En concreto, existe evidencia empírica que respalda la existencia de una relación positiva entre la confianza y *performance* a través de los mecanismos de gobierno relacionales –planificación compartida y flexibilidad en los acuerdos para la adaptación mutua (Johnston, McCutcheon, Stuart & Kerwood, 2004). Así mismo, Claro, Hagelaar y Omta (2003) obtienen resultados más concretos del efecto positivo de confianza sobre crecimiento de ventas a través de la planificación conjunta y resolución conjunta de problemas, y por otra parte, del efecto que confianza tiene sobre la

satisfacción con la relación percibida por el suministrador mediante la resolución conjunta de problemas.

La tercera variable mediadora entre confianza y performance propuesta por McEvily y Zaheer (2006) es el valor de la transacción. La confianza mejora el desempeño a través del aumento del valor de la transacción. Zajac y Olsen (1993) sugieren que la confianza garantiza la flexibilidad y adaptabilidad necesarias en la organización y posibilita, de este modo, que las partes implicadas en la relación busquen oportunidades de generación de valor de transacción. Zaheer *et al.* (1998) obtienen como resultado de su investigación que la confianza puede facilitar la cooperación en la búsqueda de nuevas tecnologías de información y coordinación, así como de nuevas oportunidades de mercado, producto y procesos de innovación. Esta idea es apoyada empíricamente por Dyer y Chu (2003), quienes encuentran una relación positiva entre la confianza y la experiencia de compartir información sensible y confidencial, lo cual, según estos autores, conlleva a la creación de valor en la relación.

Lui & Ngo (2004) consideran que las diferentes dimensiones de la confianza, por ejemplo, benevolencia y competencia, cumplen funciones diferentes en el gobierno y conllevan efectos opuestos en la relación entre salvaguardas y desempeño de la relación. Estos autores encuentran evidencia empírica que apoya la idea de que la confianza basada en competencia y las salvaguardas contractuales diseñadas para proteger frente a conductas oportunistas son complementarias dado que la confianza depositada en las habilidades de la otra parte para cumplir con las expectativas de resultado no tiene en cuenta las intenciones de otra parte, de modo que el efecto conjunto permite mejorar la *performance*. Sin embargo, la confianza basada en la benevolencia es un sustituto de las salvaguardas contractuales y hace innecesaria e ineficiente su utilización, de manera que interactúan reduciendo el desempeño. Con base en estos resultados, McEvily y Zaheer (2006) sugieren, en su modelo teórico de los efectos de la confianza en el desempeño, las salvaguardas contractuales como factor contingente que modera la relación confianza-performance.

Existen otros factores contingentes que moderan la relación confianza-*performance* de manera que el efecto de la confianza varía según la fase de la relación y el nivel de incertidumbre contextual. En este sentido, Luo (2001) encontró como resultado de su investigación que el efecto de la confianza sobre el desempeño, en concreto, sobre la rentabilidad económica, es mayor cuando la alianza es más “joven”,

ya que la confianza ayuda a superar los problemas que suscita la novedad, y cuando la incertidumbre del mercado es mayor.

Consecuentemente, la hipótesis a formular es la siguiente:

H4. La confianza influye positivamente en la calidad de la gestión, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

5.2.3.5. Relación entre gestión y garantías

Las funciones de la dirección empresarial generalmente aceptadas son: planificación, organización, dirección y control. En el contexto de la planificación y del control, la función de control integra una serie de medidas a través de las cuales los elementos del sistema son más predecibles en orden a alcanzar los objetivos deseados. El control permite reducir la incertidumbre y la percepción del riesgo. En el caso de las alianzas estratégicas el control es un factor esencial.

La literatura en torno al control sugiere la existencia de dos tipos de mecanismos de control (Eisenhardt, 1985): externos o formales e internos o informales. A su vez, en las alianzas el control puede ejercerse sobre la contraparte y/o sobre la alianza en sí misma.

Das y Teng (2001) desarrollan un marco teórico para la gestión del riesgo a través de la confianza y del control en el contexto de las alianzas estratégicas. Según estos autores, en función de cuál sea el tipo de alianza –joint ventures, alianza con participación accionarial minoritaria y alianza sin participación accionarial-, la dirección de la empresa deberá combinar de diferente manera las técnicas de formación de confianza –confianza basada en benevolencia y confianza basada en competencia- y los mecanismos de control –externos e internos- en orden a reducir los diferentes tipos de riesgo que subyacen en la alianza –riesgo relacional y riesgo de *performance*-. Estos autores sugieren que tanto la confianza basada en benevolencia como la confianza basada en competencias aumentan la efectividad de todos los mecanismos de control al reducir el nivel de resistencia y promover la aceptación de medidas de control de resultados y de comportamiento de las partes, y el compartir valores. Esta relación es apoyada empíricamente por Vryza y Fryxell (1997).

Whipple *et al.* 2010, obtienen como resultado de su investigación que actividades colaborativas tales como compartir información, esfuerzos conjuntos de

relación e inversiones específicas, derivan en confianza y compromiso, factores que, a su vez, mejoran la satisfacción con la relación, con los resultados y con performance. De todas las garantías necesarias, para que se genere confianza al inicio de la relación, los mecanismos de control internos son establecidos por la gobernanza e implantados por la dirección. Sin una dirección eficiente que desarrollen estos mecanismos no sería posible que surgiera la confianza.

Sugerimos que en la medida en que la gestión de la alianza es adecuada los mecanismos de control internos y externos implementados por la dirección permitirán reducir la percepción del riesgo y, por tanto, aumentará la confianza de las partes.

Por tanto, la hipótesis subyacente es:

H5. La calidad de la gestión influye positivamente en la calidad de las garantías, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

5.2.3.6. Relación entre gestión y beneficios mutuos

Drucker (1999) considera que la calidad de la dirección superior (top management) de una empresa, es de vital importancia para los resultados de la misma. A través de los años, realizó diversas prescripciones respecto de lo que deberían hacer los directores (top management) y el equipo gerencial (management) para desarrollar una gestión eficaz y eficiente.

Anteriormente, al llevar a cabo la revisión teórica sobre la relación entre confianza y gestión, ya se ha indicado cómo la gestión es una variable mediadora entre la confianza y los resultados. Además, tal y como señala Wilson (1995), en la medida en que se alcanzan los objetivos de beneficio mutuo planteados al inicio de la relación, se refuerza la confianza, el compromiso y el deseo de mantener la relación, ya que se espera se sigan obteniendo beneficios futuros. Es decir, la confianza es el vínculo que une las expectativas con los resultados, pero es necesario que exista un equipo de dirección que gestione de manera eficaz y eficiente los recursos aportados a la relación en orden a obtener los resultados prefijados y generar valor.

En este sentido, Madhok y Tallman (1998) enfocan el valor desde la perspectiva de coste-efectividad respecto a la capacidad para obtener rentas, y difieren de la perspectiva de costes de transacción, la cual está más centrada en la eficiencia a través de la reducción de los costes de transacción. Así, el éxito de la relación dependerá de la

diferencia entre el valor potencial que teóricamente se espera obtener de las sinergias derivadas de la combinación ideal de los recursos y capacidades complementarios, y el valor realizado, que es el realmente obtenido, el cual depende de la efectividad de la gestión de la alianza. Cuanta menor sea la diferencia entre estos valores –valor potencial y valor realizado–, mejor será la calidad de la gestión de la relación entre las partes implicadas, ya que ello significa que los gastos específicamente dedicados al desarrollo y mejora de la relación son compensados por las correspondientes reducciones en la diferencia entre estos dos valores, pudiéndose considerar tales gastos como inversiones relacionales en el valor futuro que implican un valor realizado más próximo a su valor potencial. En definitiva, si entendemos por valor potencial las expectativas de obtención de beneficio y por valor realizado, los beneficios realmente obtenidos de la relación, en la medida en que el valor realizado se acerque al valor potencial, mayor será el grado de cumplimiento o satisfacción de las expectativas de obtención de beneficios y ello será una manifestación de que la gestión de la relación ha sido eficaz.

La hipótesis subyacente es:

H6. La calidad de la gestión influye positivamente en la obtención de beneficios mutuos, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

5.2.3.7. Relación confianza-beneficio mutuo

Tal y como se ha visto anteriormente la confianza afecta positivamente a la performance a través de diversos factores. Según Morris, Kocak & Özer (2007), en su estudio sobre la estrategia de competición en pequeñas empresas, la confianza tiene un efecto positivo en el beneficio mutuo, ya que refuerza la percepción de benevolencia y, por consiguiente, reduce el conflicto sobre niveles de inversión y forma de compartir los beneficios. Estos autores encuentran evidencia de que tanto confianza como compromiso están positivamente relacionados con beneficio mutuo. Sin embargo, estos autores concluyen que el beneficio mutuo puede obtenerse incluso en ausencia de elevados niveles de confianza y compromiso, mientras que el nivel real de beneficio realizado está sujeto a factores incontrolables incluso cuando la confianza y el compromiso son altos.

Child, Faulkner y Tallman (2005), en su libro sobre estrategia cooperativa, describen varios factores que contribuyen al desarrollo de la confianza interorganizacional, siendo uno de ellos la necesidad de una base que permita obtener

posteriormente un beneficio mutuo. Esa base estaría conformada por las siguientes variables: compromisos realistas, socios íntegros, viabilidad del proyecto, adecuada comprensión de las salvaguardas legales y acuerdo de cooperación escrito sin ambigüedades.

5.3 PLANTEAMIENTO DE HIPOTESIS

Nuestro planteamiento, obtenido tanto del análisis cualitativo como de la revisión de la literatura, parte de la premisa de que la confianza entre las empresas que establecen relaciones colaborativas en la gestión de tesorería mejora la calidad de la gestión y, en última instancia, incrementa la obtención de beneficios mutuos.

En el capítulo tres relativo a la metodología empleada en el estudio se fijó como objetivo principal de la investigación responder a la siguiente pregunta: ¿Qué factores influyen, y de qué forma, en el funcionamiento de un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre empresas?

La hipótesis general de partida, tal y como se planteó en el apartado 3.4., es la siguiente: Los resultados tanto económicos como sociales serán mejores para todos los *stakeholders* si se realiza una gestión de tesorería basada en la confianza mutua y el bien común.

Por otra parte, las hipótesis específicas son las que permiten contrastar la solución inicial dada al problema identificado al inicio de la investigación. En concreto, las hipótesis a contrastar en esta segunda fase del estudio, de carácter cuantitativo, se corresponden con las relaciones causales entre las variables que integran el modelo MCH desarrollado en el capítulo cuatro.

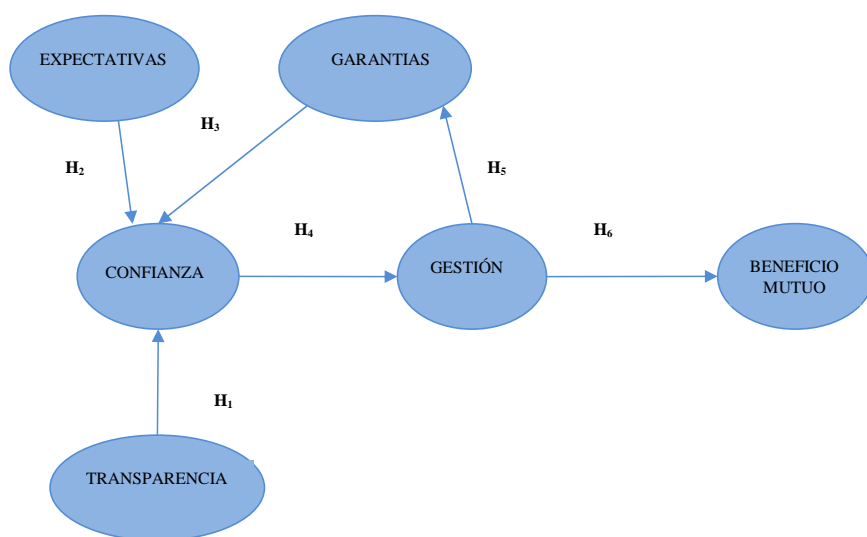
En el modelo teórico *Mutual Cash Holding* (MCH), que es reproducido de manera sintética en la figura 5.2., las hipótesis subyacentes que se plantean son las siguientes (ver tabla 5.2.):

Tabla 5.2. Hipótesis a contrastar

HIPÓTESIS
H ₁ : La transparencia influye positivamente en la confianza entre empresas en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.
H ₂ : Las expectativas generadas influyen positivamente en la confianza entre empresas en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.
H ₃ : La calidad de las garantías influye positivamente en la confianza entre empresas en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.
H ₄ : La confianza entre empresas influye positivamente en la calidad de la gestión en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.
H ₅ : La calidad de la gestión incrementa la calidad de la garantía percibida por las empresas en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.
H ₆ : La calidad de la gestión desarrollada influye positivamente en la obtención de beneficios mutuos en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

Fuente: elaboración propia

Figura 5.5. Modelo general de relaciones e hipótesis planteadas



Fuente: elaboración propia

El modelo está constituido por seis constructos –confianza, transparencia, expectativas, garantías, gestión y beneficio mutuo- medidos cada uno de ellos de manera formativa por seis indicadores.

El constructo clave en este modelo es confianza, siendo sus antecedentes expectativas de beneficios, garantías y transparencia. Los dos constructos principales – confianza y gestión- ejercen un efecto positivo indirecto y directo, respectivamente, en la consecución de beneficios mutuos al desarrollar relaciones colaborativas en la gestión de tesorería.

Capítulo 6 . Análisis confirmatorio: contraste cuantitativo

- 6.1. INTRODUCCIÓN
- 6.2. ANÁLISIS UNIVARIANTE: DESCRIPTIVOS
- 6.3. ANÁLISIS BIVARIANTE: COMPARACIÓN DE MEDIAS
- 6.4. ANÁLISIS MULTIVARIANTE: ECUACIONES ESTRUCTURALES

6.1. INTRODUCCIÓN

En el presente capítulo se presentan los resultados de la segunda fase de la investigación, de carácter confirmatorio, y que tiene por objeto contrastar cuantitativamente las hipótesis formuladas, las cuales se corresponden con las relaciones causales identificadas a partir de los resultados procedentes de la fase exploratoria y posteriormente fundamentadas en la teoría.

Ahora una vez que hemos establecido los objetivos (capítulo 0), expuesta la metodología (capítulo 1) aplicada, conceptualizado qué es *cash holding* y las teorías relacionadas con este concepto, expuesta la teoría de *stakeholder* como marco conceptual, explicado el análisis cualitativo (casos, entrevistas) para de forma inductiva generar un modelo de colaboración en la tesorería denominado *Mutual Cash Holding* (MCH), en el capítulo cinco se ha detallado el marco teórico y también como se han construido los constructos formativos que forman el modelo. Ahora, en este capítulo confirmamos la existencia del modelo MCH mediante un análisis empírico realizado exclusivamente a empresas españolas con gestión de tesorería profesional.

A partir de la literatura existente y tras elaborar un cuestionario piloto que fue sometido a validación externa con expertos (véase capítulo uno para una explicación detallada de la metodología utilizada), se confeccionó el cuestionario definitivo que permitió recoger los datos cuantitativos del estudio empírico.

La muestra objeto de estudio ha sido de empresas españolas con gestión financiera profesionalizada; ya que son estas empresas las que potencialmente pueden aplicar este tipo de modelos; por ello, estas han sido las empresas objeto de estudio. Asimismo, y con objeto de validar el modelo se ha llevado a cabo un análisis multivariante de los datos mediante modelos de ecuaciones estructurales y utilizando la técnica PLS, el cual permite evaluar en un análisis único, sistemático e integrador el modelo de medida formativo (análisis de multicolinealidad y análisis de significancia e importancia de los indicadores formativos) y el modelo estructural que integra las relaciones de causalidad entre el conjunto de variables.

Tras realizar un análisis descriptivo de los datos obtenidos de la muestra con objeto de compararlos con los de la población. Posteriormente, se realiza un análisis bivariante de los datos, se lleva a cabo el análisis multivariante mediante la aplicación de modelos de ecuaciones estructurales basados en el análisis de componentes o PLS

(*Partial Least Squares*)⁴⁸. Por último, el capítulo seis finaliza con los resultados obtenidos del análisis *Path* y la verificación de las hipótesis específicas contrastadas en el presente capítulo.

6.2. ANÁLISIS UNIVARIANTE: DESCRIPTIVOS

A continuación realizamos un análisis descriptivo de los datos obtenidos de la muestra con objeto de compararlos con los de la población.

En primer lugar, dado que la Asociación Española de Financieros de Empresa ASSET que integra a los Directores Financieros, Tesoreros y a todos aquellos profesionales del área de las finanzas pertenecientes tanto a empresas como entes públicos ha sido quien ha detallado nuestro marco muestral, como era de esperar, los encuestados respondían en su mayoría al perfil de directivos financieros y de tesorería de empresas españolas (38% CFO; 29,69% directores de tesorería; 16,91% gestores o administradores; 3,02% directores de contabilidad y 12,38% otros). De ahí, la garantía de realizar la consulta y confirmar el posterior modelo basándonos en la opinión de expertos profesionales. La muestra, así, es suficientemente representativa de la población objeto de estudio, permitiendo llevar a cabo el estudio con base en la misma y establecer las conclusiones finales trasladables a la población.

En segundo lugar, analizaremos el sector y el tamaño de las empresas que componen la muestra. Para poder comprobar la representatividad de la muestra, necesitaríamos disponer de los datos de la población, pero a falta de datos concretos que permitieran delimitar el perfil de las empresas españolas con gestión profesionalizada por sector y tamaño, los datos de la población con los que se ha contrastado la representatividad de la muestra han sido extraídos de la base de datos SABI⁴⁹ considerando que la población a estos efectos queda definida por el conjunto de sociedades mercantiles que tenían depositadas sus cuentas en diciembre de 2014.

Los datos mostrados en la tabla 6.1. permiten analizar la representatividad de la muestra al comparar la distribución de las empresas en función del sector de actividad con los datos de la población.

⁴⁸ Los análisis univariante y bivariante se han realizado utilizando SPSS Statistics 22, mientras que para el análisis multivariante se ha empleado SmartPLS 3 Professional.

⁴⁹ Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) es una herramienta que ofrece información general y de balances de más de 2 millones de empresas nacionales y más de 500.000 empresas portuguesas.

Tabla 6.1. Análisis de representatividad de la muestra por sector de actividad

SECTOR ACTIVIDAD	POBLACIÓN (%)	MUESTRA (%)
1. Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	3,90	1,5
2. Industria	12,21	32,8
3. Construcción	16,08	4,6
4. Servicios	67,81	61,0
TOTAL	100	100

Fuente: elaboración propia a partir de datos obtenidos de SABI del año 2015 y de la muestra

La mayoría de las empresas que componen la muestra pertenecen al sector servicios (61%) y al sector industrial (32,8%), mientras que los sectores primarios y construcción apenas representan un 6% de la muestra.

Del análisis de los datos comprobamos que la muestra se ajusta bastante al perfil de la población. Este ajuste es óptimo si consideramos bajo un mismo nivel los sectores de industria y construcción. En lo que se refiere al sector podemos comprobar que así como ocurre en el tejido empresarial español la mayor parte de las empresas que constituyen la muestra proceden de los sectores industria y servicios.

En la tabla 6.2. se presentan los datos que nos permiten analizar la representatividad de la muestra por tamaño.

Tabla 6.2. Análisis de representatividad de la muestra por tamaño

TAMAÑO	POBLACIÓN (%)	MUESTRA (%)
1. Microempresa (< 10 empleados)	80,31	10,8
2. Pequeña (10 ≤ 50 empleados)	16,53	14,9
3. Mediana (50 ≤ 250 empleados)	2,61	19,8
4. Grande (> 250 empleados)	0,55	54,5
TOTAL	100	100

Fuente: elaboración propia a partir de datos obtenidos de SABI y de la muestra

El 61% son grandes empresas (más de 250 trabajadores), mientras que las medianas (entre 50 y 249 trabajadores) y pequeñas (entre 10 y 49 trabajadores) empresas representan el 19,8% y 14,9% del total, respectivamente. Por último, las

microempresas (menos de 10 trabajadores) constituyen solamente el 10,8% de la muestra.

Como resultado del análisis comprobamos que la distribución de las empresas que han respondido al cuestionario de manera válida no es directamente proporcional al tejido empresarial español. Así, si las empresas más pequeñas, que tienen menos de 10 trabajadores constituyen más del 80% del número de empresas, en esta muestra se ven reducidas a algo más del 10%; sin embargo son las grandes empresas que bien por su interés, por su alta profesionalización de las finanzas o por el acceso a recursos están representadas en la muestra con el 61%. Estos resultados son acordes con la evidencia empírica que sugiere una relación positiva entre la profesionalización en la gestión y el tamaño de la empresa (Huerta & Salas, 2014; Carrizo, 2015). Por otra parte, existen estudios sobre empresas que sugieren excluir de la muestra a las microempresas y pequeñas empresas por ser un tipo de compañía en la que apenas está presente la característica estudiada, y evitar así sesgos en los resultados (Alama, 2008). Por lo tanto, podemos concluir que, atendiendo al criterio de tamaño, aunque la muestra no es representativa del tejido empresarial español, con base en la escasa evidencia empírica encontrada respecto a la relación positiva entre gestión profesionalizada y tamaño, sugerimos su aproximación al perfil del conjunto de empresas profesionalizadas españolas.

Tabla 6.3. Análisis de representatividad de la muestra por sector y tamaño

POBLACIÓN /MUESTRA	TABLA CRUZADA SECTOR/TAMAÑO							
	1. Microempresa (< 10 empleados) (%)		2. Pequeña (10≤50 empleados) (%)		3. Mediana (50≤250 empleados) (%)		4. Grande (>250 empleados)	
	Población	Muestra	Población	Muestra	Población	Muestra	Población	Muestra
1. Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	3,95	2,9	4,83	4,2	3,79	0,0	3,07	1,1
2. Industria	3,95	20,0	21,66	22,9	27,78	28,1	26,63	39,8
3. Construcción	13,34	0,0	10,08	6,3	5,70	3,1	4,27	5,7
4. Servicios	70,40	77,1	63,43	66,7	62,72	68,8	66,02	53,4

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de SABI y de la muestra

Como se puede apreciar en la tabla 6.3. la muestra se aproxima al perfil de la población cuando combinamos las características de sector y tamaño, llegando a ser óptima si consideramos de manera conjunta los sectores industria y construcción.

A continuación, vamos a realizar el análisis de los valores medios adoptados por cada uno de los ítems y el valor medio de cada constructo. Para ello, agruparemos los ítems en seis bloques y nos apoyaremos en los datos presentados en la tabla 6.4.

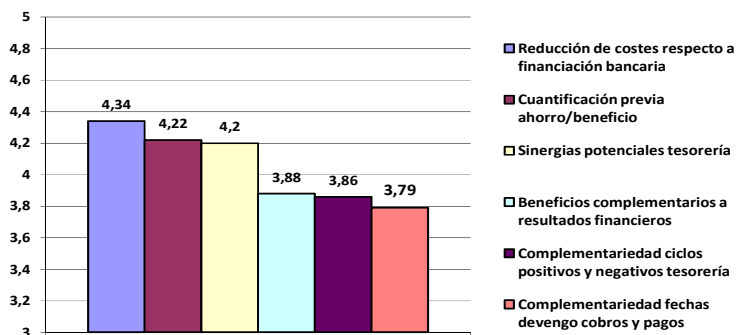
Tabla 6.4. Estadísticos descriptivos para los ítems estudiados: media y desviación típica

	N	Media	Desviación estándar
EXPECTATIVAS	323	4.05	0.532
Sinergias potenciales tesorería	323	4,20	,791
Complementariedad ciclos positivos y negativos tesorería	323	3,86	,924
Complementariedad fechas devengo cobros y pagos	323	3,79	,896
Cuantificación previa ahorro/beneficio	323	4,22	,741
Reducción costes respecto financiación bancaria	323	4,34	,766
Beneficios complementarios a resultados financieros	323	3,88	,913
CONFIANZA	323	4.25	0.514
Buen sistema dirección y gestión	323	4,45	,635
Valoración positiva resto entidades	323	4,25	,725
Evitar conductas oportunistas	323	4,41	,744
Buena predisposición a la confianza en resto entidades	323	4,33	,659
Disposición posponer resultados actuales	323	3,57	,951
Equipo dirección competente e íntegro	323	4,48	,670
TRANSPARENCIA	323	3.82	0.632
Información valores y competencias directivos	323	3,65	1,032
Información tiempo real situación económico financiera	323	3,92	,936
Información inmediata riesgos incurridos	323	4,20	,834
Presentar públicamente memorias sostenibilidad	323	3,56	,870
Acceso a cuadro de indicadores gestión	323	3,52	1,055
Información cumplimiento plan de tesorería	323	4,07	,809
GARANTÍA	323	4.05	0.521
Sistema con suficiente liquidez frente imprevistos	323	4,21	,766
Existencia sistema garantías reales	323	4,10	,858
Porcentaje reducido de tesorería implicada	323	3,40	,990
Blindar frente conductas oportunistas miembros	323	4,39	,728
Normativa regulatoria de MCH	323	4,36	,739
Simetría de riesgo entre entidades	323	3,87	,949
GESTIÓN	323	4.22	0.465
Sistema gestión eficiente	323	4,33	,605
Baja relación coste gestión beneficio obtenido	323	4,04	,723
Coste Gestión sistema <coste gestión alternativas	323	4,15	,767
Simetría información sobre gestión	323	4,07	,681
Mecanismos de control para anticipar riesgos	323	4,39	,581
Plan de contingencia ante imprevistos	323	4,34	,597
BENEFICIO MUTUO	323	3.97	0.487
Beneficios no económicos	323	3,76	,961
Beneficio todos participantes	323	4,28	,728
Indicadores beneficio obtenido	323	4,25	,601
Previsión mantener B° futuro	323	4,04	,679
Visualización inmediata de algún beneficio	323	3,61	,947
Simetría beneficios obtenidos	323	3,87	,839
N válido (por lista)	323		

Fuente: elaboración propia

Expectativas. En la figura 6.1. se representan los valores medios de los ítems para el constructo Expectativas.

Figura 6.1. Expectativas: valores medios ítems



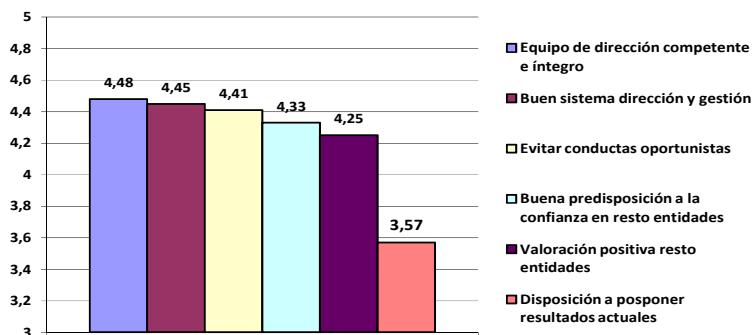
Fuente: elaboración propia

El ítem que alcanza una mayor puntuación es la reducción de costes respecto a la financiación bancaria ($\mu=4.34$, $\sigma=0.766$), seguida por la cuantificación previa ahorro/beneficio ($\mu =4.22$, $\sigma=0.741$) y las sinergias potenciales de tesorería ($\mu =4.20$, $\sigma =0.791$). Los otros tres ítems presentan valores medios cercanos pero inferiores a cuatro: beneficios complementarios a resultados financieros ($\mu=3.88$, $\sigma=0.913$), complementariedad de ciclos positivos y negativos de tesorería ($\mu =3.86$, $\sigma =0.924$) y complementariedad entre fechas de devengo de cobros y pagos ($\mu =3.79$, $\sigma =0.896$).

Como se puede apreciar en la tabla 6.4., el constructo expectativas alcanza un valor medio de 4.05 ($\sigma =0.532$).

Confianza. En la figura 6.2. se representan los valores medios de los ítems para el constructo Confianza.

Figura 6.2. Confianza: valores medios ítems



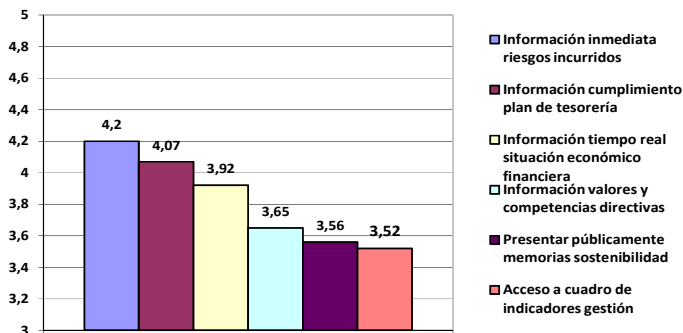
Fuente: elaboración propia

Tal y como se puede apreciar en la figura 6.2., los tres ítems que alcanzan una media más elevada son equipo de dirección competente e íntegro ($\mu=4.48$, $\sigma=0.670$), buen sistema de dirección y gestión ($\mu=4.45$, $\sigma=0.635$) y, evitar conductas oportunistas ($\mu=4.41$, $\sigma=0.744$). Con un valor medio más bajo pero también por encima de cuatro se presentan los ítems denominados buena predisposición a la confianza en el resto de entidades ($\mu=4.33$, $\sigma=0.659$) y valoración positiva del resto de entidades ($\mu=4.25$, $\sigma=0.725$). Por último, el ítem con peor valoración media y situado por debajo de cuatro es la disposición a posponer resultados actuales por beneficios futuros ($\mu=3.57$, $\sigma=0.951$).

El valor medio alcanzado por la confianza es de 4.25 ($\sigma=0.514$), tal y como se puede apreciar en tabla 6.4.

Transparencia. En la figura 6.3. se representan los valores medios de los ítems para el constructo Transparencia.

Figura 6.3. Transparencia: valores medios ítems



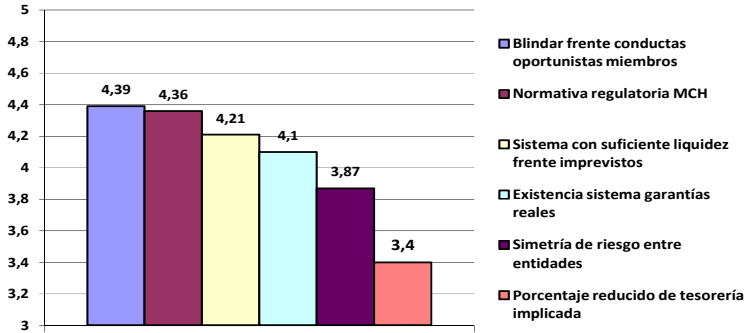
Fuente: elaboración propia

En este caso, sólo hay dos ítems que alcanzan valores medios por encima de cuatro: información inmediata de riesgos incurridos por las entidades ($\mu = 4.48$, $\sigma = 0.670$) e información sobre el nivel de cumplimiento del plan de tesorería ($\mu = 4.07$, $\sigma = 0.809$) (véase Figura 6.3.). La obtención de información en tiempo real sobre la situación económico financiera del resto de entidades se sitúa con un valor medio que alcanza casi el cuatro ($\mu = 3.92$, $\sigma = 0.936$). El resto de los ítems alcanzan valores medios en torno a 3.5, en concreto: información sobre valores y competencias de los directivos ($\mu = 3.65$, $\sigma = 1.032$), presentación pública de los informes de sostenibilidad ($\mu = 3.56$, $\sigma = 0.870$) y acceso al cuadro de indicadores de gestión ($\mu = 3.52$, $\sigma = 1.055$).

Tal y como se puede apreciar en la tabla 6.4., la transparencia alcanza un valor medio de 3.82 ($\sigma = 0.632$).

Garantía. . En la figura 6.4. se representan los valores medios de los ítems para el constructo Garantía.

Figura 6.4. Garantía: valores medios ítems



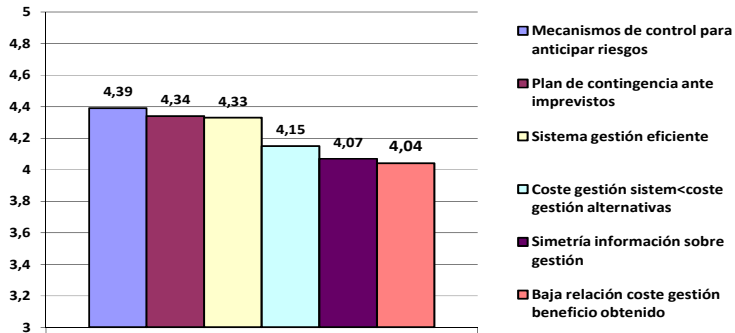
Fuente: elaboración propia

La Figura 6.4. muestra que los ítems con mejor valoración media en torno a la garantía son la posibilidad de blindaje frente a conductas oportunistas de los miembros del sistema ($\mu=4.39$, $\sigma=0.728$) y la existencia de una normativa regulatoria del MCH ($\mu=4.36$, $\sigma=0.739$). Los directivos financieros otorgan un valor medio de importancia inferior pero cercano a los anteriores al hecho de que el sistema provea de suficiente liquidez frente a imprevistos ($\mu=4.21$, $\sigma=0.766$) y a la existencia de un sistema de garantías reales ($\mu=4.10$, $\sigma=0.858$). Sin embargo, no conceden tanta importancia a la existencia de simetría de riesgo entre las entidades participantes ($\mu=3.87$, $\sigma=0.949$) ni a que el porcentaje de tesorería implicado en el sistema sea reducido ($\mu=3.40$, $\sigma=0.990$).

De acuerdo con los datos mostrados por la tabla 6.4., los directivos financieros otorgan una importancia media de 4.05 ($\sigma=0.521$) a la garantía.

Gestión. En la figura 6.5. se representan los valores medios de los ítems para el constructo Gestión.

Figura 6.5. Gestión: valores medios ítems



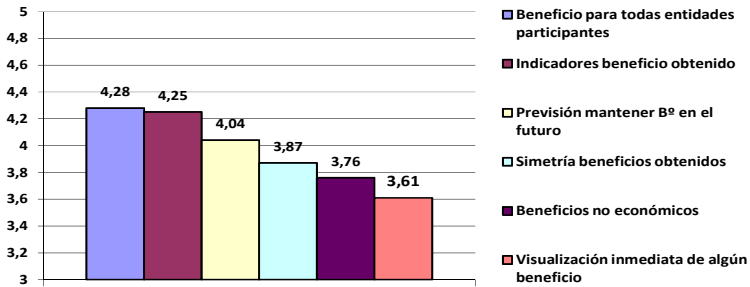
Fuente: elaboración propia

En este caso, los directivos financieros consideran que todos los ítems en torno a la gestión tienen un grado de importancia medio superior a cuatro. Tres de ellos presentan una media cercana a 4.35: el establecimiento de mecanismos de control para anticipar riesgos ($\mu=4.39$, $\sigma=0.581$), el desarrollo de un plan de contingencia ante imprevistos ($\mu=4.34$, $\sigma=0.597$) y la existencia de un sistema eficiente de gestión ($\mu=4.33$, $\sigma=0.605$). El resto de los ítems (baja relación coste de la gestión/beneficio obtenido, coste de gestión del sistema inferior al coste de gestión de otras alternativas y simetría de información sobre gestión) tienen valoraciones medias en torno a 4.10.

La valoración media que los directivos financieros han concedido a los ítems que constituyen la variable gestión es de 4.22 ($\sigma=0.465$), tal y como se puede apreciar en la tabla 6.4.

Beneficio mutuo. En la figura 6.6. se representan los valores medios de los ítems para el constructo Beneficio mutuo.

Figura 6.6. Beneficio mutuo: valores medios ítems



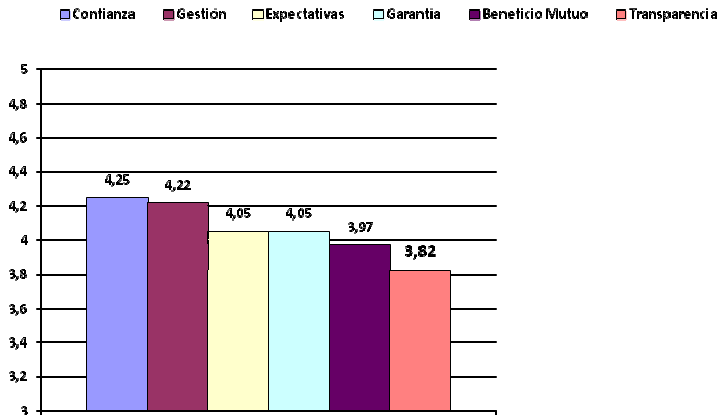
Fuente: elaboración propia

Dentro de este bloque los ítems mejor valorados para que se obtenga un beneficio mutuo en el sistema son la obtención de beneficio por parte de todas las entidades participantes ($\mu=4.28$, $\sigma=0.728$) y la fijación de unos indicadores del beneficio obtenido ($\mu=4.25$, $\sigma=0.601$). Con una valoración aproximada al cuatro se presenta la previsión de mantener beneficios en el futuro ($\mu=4.04$, $\sigma=0.679$). Por último, los otros tres ítems presentan valoraciones medias por debajo de cuatro pero cercanas entre sí: simetría en los beneficios obtenidos ($\mu=3.87$, $\sigma=0.839$), obtención de beneficios no económicos ($\mu=3.76$, $\sigma=0.961$) y visualización inmediata de algún beneficio ($\mu=3.61$, $\sigma=0.947$).

Por tanto, el grado de importancia medio que los directivos financieros han adjudicado a la variable beneficio mutuo según valor medio de los ítems correspondientes es de 3.97 ($\sigma=0.487$), tal y como se muestra en la tabla 6.4.

Finalmente, en la siguiente figura 6.7. se recogen los valores medios de las seis variables definidas a partir de los valores medios de los ítems correspondientes a cada una de ellas.

Figura 6.7. Valores medios de los seis factores considerados



Fuente: elaboración propia

Como se puede apreciar gráficamente, la variable con mayor grado de importancia media otorgada por los directivos financieros según los ítems que los definen es la confianza ($\mu=4.25$, $\sigma=0.514$) junto con la variable gestión ($\mu =4.22$, $\sigma=0.465$). Seguidamente y con valores medios idénticos aproximados a cuatro se presentan las variables expectativas ($\mu =4.05$, $\sigma=0.532$) y garantía ($\mu =4.05$, $\sigma=0.521$). Por último, las variables a las cuales se les ha otorgado una menor valoración media, por debajo pero cercana a cuatro han sido el beneficio mutuo ($\mu =3.97$, $\sigma=0.487$) y la transparencia ($\mu=3.82$, $\sigma=0.637$).

6.3. ANÁLISIS BIVARIANTE: COMPARACIÓN DE MEDIAS

A continuación, se realiza la comparación de medias (estadístico no paramétrico Kruskal-Wallis) para las variables expectativas, confianza, transparencia, garantía, gestión y beneficio mutuo en función del sector y del tamaño, respectivamente, consideradas como variables de control⁵⁰.

⁵⁰ Variable de control: es un tipo de variable independiente que no se manipula sino que se mantiene constante para neutralizar sus efectos sobre la variable dependiente.

Tabla 6.5. Medias y desviaciones por sector

SECTOR	Expectativas	Confianza	Transparencia	Garantía	Gestión	Beneficio Mutuo
Primario	3,73(1,08)	3,67(1,49)	3,43(1,01)	3,57(1,47)	3,73(1,05)	4,17(,360)
Industria	4,03(,590)	4,31(,432)	3,76(,662)	4,07(,485)	4,21(,440)	3,95(,433)
Construcción	3,99(,425)	4,31(,356)	3,82(,544)	4,14(,367)	4,23(,397)	3,94(,293)
Servicios	4,07(,388)	4,23(,518)	3,87(,617)	4,05(,510)	4,24(,460)	3,98(,528)

Fuente: elaboración propia

El sector como variable determinante (control). Tal y como se puede apreciar en la tabla 6.5., si comparamos las medias de las diferentes variables para el sector primario, se aprecia que la única variable que alcanza una ponderación media superior a cuatro es el beneficio mutuo ($\mu = 4.17$, $\sigma = 0.360$), mientras que la variable peor valorada es la transparencia ($\mu = 3.43$, $\sigma = 1.018$).

En el caso del sector industria, todas las variables alcanzan un valor medio superior a cuatro menos transparencia y beneficio mutuo. La variable que alcanza una mayor valoración de media es confianza ($\mu = 3.97$, $\sigma = 0.487$), seguida de gestión ($\mu = 3.97$, $\sigma = 0.487$). Solamente alcanzan valores medios inferiores a cuatro, las variables beneficio mutuo ($\mu = 3.95$, $\sigma = 0.433$) y transparencia ($\mu = 3.76$, $\sigma = 0.662$), siendo ésta última la peor valorada. Lo mismo ocurre para el sector construcción, donde las variables confianza ($\mu = 4.31$, $\sigma = 0.356$) y gestión ($\mu = 4.23$, $\sigma = 0.397$) presentan las mejores valoraciones medias, mientras que las variables transparencia ($\mu = 3.82$, $\sigma = 0.544$) y beneficio mutuo ($\mu = 3.94$, $\sigma = 0.2933$) son las que peor valoración media han obtenido. También para este sector la variable expectativa presenta un valor ligeramente inferior a cuatro. Asimismo, en el sector servicios también las variables con mejor puntuación media son gestión ($\mu = 4.24$, $\sigma = 0.460$) y confianza ($\mu = 4.23$, $\sigma = 0.518$) y, por el contrario, transparencia ($\mu = 3.87$, $\sigma = 0.617$) y beneficio mutuo ($\mu = 3.98$, $\sigma = 0.528$) son las variables peor valoradas.

Así, la variable confianza, junto con gestión, es la variable con mejor puntuación media para todos los sectores, excepto para el sector primario. Por otra parte, transparencia es la variable peor valorada, seguida de beneficio mutuo, para todos los sectores, excepto en el caso del sector primario, donde el beneficio mutuo es la variable con mejor media⁵¹. El resto de las variables, expectativas y garantía, obtienen

⁵¹ Los resultados para el sector primario difieren de los obtenidos en general para el resto de los sectores; esto puede ser debido a que se presenta un 20% de casos perdidos en el sector primario al valorar cada una de las variables. Sin embargo, dado que el sector primario es el sector con menor presencia en la población así como en la muestra, este porcentaje de datos perdidos no supone una pérdida en la calidad de la información obtenida.

valoraciones aceptables ligeramente por encima de cuatro en todos los casos, excepto para el sector primario. En la comparación de medias concluimos que no se rechaza la hipótesis nula, por ello no podemos concluir que existan diferencias significativas en cuanto a lo que son los sectores (véase tabla 6.5.).

Tabla 6.6. Medias y desviaciones por tamaño

TAMAÑO	Expectativas	Confianza	Transparencia	Garantía	Gestión	Beneficio Mutuo
Microempresa	4,08 (,425)	4,23 (,490)	3,96 (,533)	4,04 (,513)	4,26(,443)	4,03(,504)
Pequeña	4,14(,513)	4,25(,743)	3,96(,735)	4,12(,693)	4,30(537)	4,11(,483)
Mediana	4,05(,618)	4,32 (,423)	3,97(,559)	4,14(,511)	4,28(,413)	3,98(,490)
Grande	4,02(,524)	4,23(,514)	3,70(,637)	4,01(,521)	4,17(,465)	3,92(,487)

Fuente elaboración propia

El tamaño como variable determinante (control). Al realizar la comparativa de medias por tamaño (véase tabla 6.6.), se observa que para todos los grupos o tamaños de empresa se obtienen resultados similares. Independientemente del tamaño de la empresa, las variables con mejor puntuación media son confianza y gestión, mientras que las peores valoradas son beneficio mutuo y transparencia, fundamentalmente ésta última que obtiene puntuaciones medias por debajo de cuatro para todos los grupos de tamaño. El resto de las variables, expectativas y garantía, obtienen valoraciones aceptables ligeramente por encima de cuatro en todos los casos.

Por tanto, se puede concluir que confianza y gestión son las variables con mejor valoración media, fundamentalmente la primera de ellas, tanto si comparamos las medias en función del sector (exceptuando el caso del sector primario) como del tamaño. Por el contrario, las variables peor valoradas son beneficio mutuo y transparencia, fundamentalmente ésta última para casi todos los casos al margen de su clasificación por sector o tamaño (excepción de beneficio mutuo que es la mejor valorada en sector primario).

Por último, se realiza el análisis no paramétrico, en concreto, la prueba H de Kruskal-Wallis para varias muestras independientes. Los resultados de esta prueba se pueden apreciar en la tabla 6.7.

Tabla 6.7. Comparación de medias por sector. Kruskal-Wallis. Nivel de significación

	Expectativas	Confianza	Transparencia	Garantía	Gestión	Beneficio Mutuo
SECTOR	.731	.661	.370	.938	.640	.741

*Nivel de significación $p\text{-value} < 0,05^{52}$

Fuente: elaboración propia

Se concluye que la distribución de cada variable (expectativas, confianza, transparencia, garantía, gestión y beneficio mutuo) es la misma para las distintas categorías del sector.

Tabla 6.8. Comparación de medias por tamaño. Kruskal-Wallis. Nivel de significación

	Expectativas	Confianza	Transparencia	Garantía	Gestión	Beneficio Mutuo
TAMAÑO	.461	.346	.004	.135	.188	.231

*Nivel de significación $p\text{-value} < 0,05^{53}$

Fuente: elaboración propia

Al realizar la prueba de Kruskal-Wallis para la categoría de tamaño (tabla 6.8.), se concluye que la distribución de cada variable es la misma para las diferentes categorías de tamaño excepto en el caso de la variable transparencia, en cuyo caso se rechaza hipótesis nula. Para esta variable la distribución varía en función del tamaño de la empresa.

6.4. ANÁLISIS MULTIVARIANTE: ECUACIONES ESTRUCTURALES

6.4.1. Características básicas de la modelización mediante técnica PLS.

Para poder determinar cuáles son las características básicas del modelo PLS, nos basaremos en el siguiente marco conceptual (Barclay, Higgins & Thompson, 1995, p. 290; Barroso, Cepeda y Roldán, 2010, p. 12):

“El núcleo conceptual de PLS es una combinación iterativa de análisis de componentes principales que vincula medidas con constructos, y de análisis path que permite la construcción de un sistema de constructos. Las relaciones hipotetizadas

⁵² Si $p\text{-value} < 0,05$, se rechaza la H_0 = la distribución de la variable es la misma entre las diferentes categorías de sector.

⁵³ Si $p\text{-value} < 0,05$, se rechaza la H_0 = la distribución de la variable es la misma entre las diferentes categorías de tamaño.

entre medidas (indicadores) y constructos, y entre constructos y otros constructos son guiadas por la teoría. La estimación de los parámetros, que representan a las medidas y a las relaciones path, son llevadas a cabo empleando técnicas de Mínimos Cuadrados Ordinarios (OLS). PLS puede ser entendido con una sólida comprensión de análisis de componentes principales, análisis path y regresión OLS”.

De esta definición deducimos, en primer lugar, que la técnica PLS incorpora técnicas de primera generación (p.e. análisis de componentes principales). En segundo lugar, se recalca la función orientativa que juega la teoría en la descripción de las relaciones entre constructos y medidores plasmadas en el diagrama *path*. Por último, se indica que la técnica de estimación que sigue el modelo es el de Mínimos Cuadrados Ordinarios (OLS). Así, PLS utiliza procedimientos basados en un algoritmo iterativo, que consiste en una serie de mínimos cuadrados ordinarios combinado con un análisis de componentes principales y un análisis *path*.

El objetivo de PLS es proporcionar valores determinados para variables latentes con el fin de realizar predicciones. En el modelo se definen explícitamente las variables latentes como combinaciones lineales de sus medidores observados y se presupone que las relaciones entre las variables latentes son no interdependientes. La técnica PLS trata de explicar las varianzas de todas las variables implicadas, tanto latentes como observadas, y esto deriva en un intento de maximizar la varianza explicada (R^2) de las variables latentes.

El enfoque MEE basado en covarianzas busca proporcionar una afirmación de causalidad, es decir, describir los mecanismos causales partiendo de unas suposiciones restrictivas requeridas para la teoría subyacente, distribuciones de datos y niveles de medida de las variables. Estos requisitos previos se definen dentro de lo que se define como un sistema cerrado y la modelización llevada a cabo en estas condiciones se conoce como fija o rígida (Falk & Miller, 1992). El cumplimiento de estas condiciones como requisitos previos hace que sea difícil la aplicación de este enfoque en el área de las ciencias sociales, donde son frecuentes las situaciones con teorías vagas y escasa información disponible (Wold, 1980). Frente a este enfoque, PLS parte de unos procedimientos matemáticos y estadísticos rigurosos pero, al mismo tiempo, el modelo matemático utilizado es flexible en cuanto a las suposiciones previas relativas a niveles de medida, distribuciones de los datos y tamaño muestral, tal y como se verá más

adelante. Así mismo, el objetivo perseguido es más moderado que la modelización firme. Por ello, PLS se enmarca dentro de lo que se conoce como modelización flexible ya que se utiliza un sistema de análisis matemático y estadístico de datos que se adecúa a las condiciones presentes en las ciencias sociales. Así, PLS surge como una técnica diseñada para reflejar las condiciones teóricas y empíricas propias de las ciencias sociales y del comportamiento (Wold, 1980).

Falk y Miller (1992) consideran que el ideal científico en cuanto a análisis de datos se refiere es la modelización rígida (mecanismos de causalidad) pero en la práctica, los datos con los que se suelen trabajar no cumplen con tales requerimientos, por lo que la contribución de la modelización flexible a los investigadores es proporcionar un procedimiento de análisis de datos más adecuado a las limitaciones de sus estudios. Mientras que el objetivo de la modelización rígida es proporcionar una explicación de causalidad y describir los mecanismos causales, en la modelización flexible se crean relaciones predictivas lineales óptimas entre variables. “En un sentido de mínimos cuadrados, esto significa que dados los datos y el modelo, las variables predictoras se convierten en las mejores variables predictoras posibles y las variables pronosticadas se transforman en las mejores variables predichas” (Falk & Miller, 1992, p. 11). El concepto de predictibilidad de la modelización flexible sustituye al concepto de causalidad propio de la modelización firme.

Por tanto, una vez analizadas las características de la técnica PLS y sus principales diferencias respecto a las técnicas CBM, el modelo propuesto en este estudio será testado mediante la técnica de Mínimos Cuadrados Parciales (*Partial Least Squares-PLS*) debido a las siguientes razones:

1.- En el modelo MCH todos los constructos que forman parte del modelo estructural están medidos por indicadores formativos. PLS permite modelar las relaciones constructo-indicadores tanto en forma reflectiva como formativa. Los modelos de medida formativos presentan problemas de identificación en los modelos CBM relacionados con la escala de medida de los constructos latentes y el término de error del constructo. Las soluciones planteadas para la identificación de constructos con indicadores formativos⁵⁴ en tales modelos tienen la desventaja de requerir

⁵⁴ Existen dos condiciones necesarias para la identificación de constructos con indicadores formativos en modelos CBM: 1.- Establecer la escala de medida del constructo latente bien limitando el camino *-path-* de uno de los

modificaciones de especificación de constructo y, por tanto, estar sujetas a interpretaciones conceptuales alternativas –*interpretational confounding*- (Jarvis, Mackenzie & Podsakoff, 2003; Diamantopoulos, 2011). Las principales soluciones planteadas implican incluir el modelo a estimar dentro de un modelo más amplio en el que se introduce información adicional, en concreto, se incorporan consecuencias o efectos (p.e. ítems reflectivos, constructos reflectivos) de la variable latente en cuestión. La introducción de esta información adicional para poder proceder a la estimación, implica que los parámetros estimados dependerán de las variables resultado específicamente incluidas en el modelo extendido, lo cual provoca diversos resultados según el modelo y el estudio realizado (Dimantopoulos, 2011). En nuestro caso, la técnica PLS nos ha permitido evaluar el modelo de medida formativo sin necesidad de incluir ítems o constructos reflectivos adicionales en el cuestionario que no habían sido identificados en el análisis cualitativo o no estaban contemplados en la fase de conceptualización del constructo o en el modelo teórico MCH.

2. Aunque el número de constructos (6) y de indicadores (36) así como el número de observaciones (321) no es excesivamente elevado, la existencia de constructos endógenos y exógenos medidos por múltiples indicadores, delimita un modelo complejo (Chin, 1998a; Sarstedt, Hair, Ringle, Thiele, & Gudergan, 2016), por lo que se recomienda la aplicación de PLS.

3. La población original de la que se extraen los datos de la muestra no cumple el supuesto de normalidad requerido en métodos CBM (Chin, 1998a; Sarstedt et al., 2016).

indicadores de constructo a un valor igual a 1, o bien, limitando la varianza del error residual del constructo a un valor igual a 1 (MacCallum & Browne, 1993). 2.- Para resolver la indeterminación asociada con el término de error del constructo y así posibilitar la estimación de los caminos que parten de los indicadores formativos al constructo y la varianza del término de error, los constructos formativos deben emitir caminos –*paths*- (MacCallum & Browne, 1993; Jarvis, MacKenzie y Podsakoff, 2003; Temme & Hildebrandt 2006; Diamantopoulos, Riefler & Roth, 2008; Bollen & Davis, 2009; Bollen & Bauldry, 2011; Diamantopoulos, 2011): a) como mínimo a dos constructos latentes (no relacionados) con indicadores reflectivos, b) como mínimo a dos indicadores reflectivos teóricamente apropiados –modelo MIMIC-, o c) a un indicador reflectivo y a un constructo latente con indicadores reflectivos. Esta indeterminación también podría ser resuelta fijando el término de error a cero (Dimantopoulos & Winklhofer, 2001) o igualando este término a la varianza residual asociada al constructo que hipotéticamente influye. Sin embargo, MacCallum & Browne (1993) consideran que estas dos últimas opciones son teóricamente inapropiadas, ya que la primera de ellas implica que la medida formativa representa perfectamente al constructo latente y la segunda confunde el error a nivel de medida con el error a nivel estructural.

4. PLS se muestra como más adecuada en la orientación al análisis causal predictivo y también puede ser utilizado para confirmar la teoría en situaciones de alta complejidad pero con un conocimiento teórico no excesivamente desarrollado (Wold, 1980; Chin, 1998a; Wold, 2004), como es el caso modelo MCH desarrollado en el presente estudio en el marco teórico de las relaciones colaborativas en la gestión de tesorería.

5. Se trata de una modelización flexible acorde con las condiciones presentes en las ciencias sociales y del comportamiento (Wold, 1980).

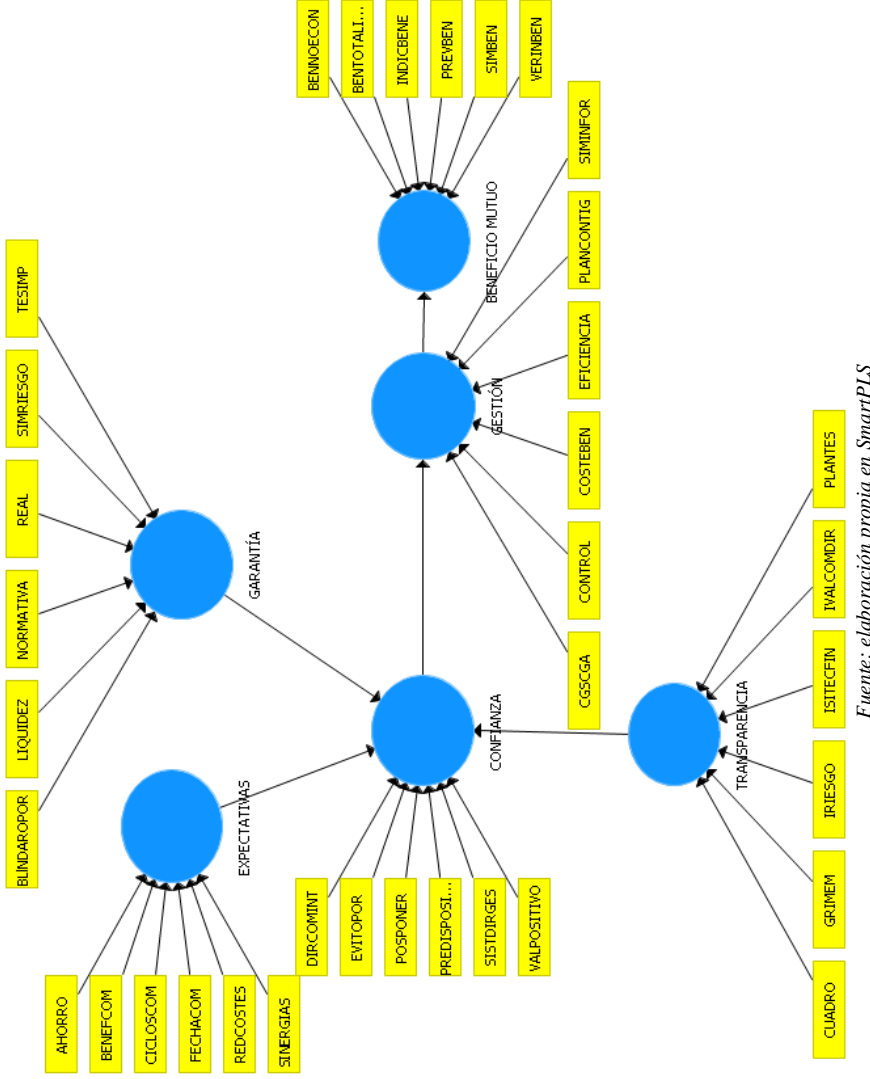
6. PLS es la alternativa adecuada para desarrollar MEE en el campo concreto de la administración de empresas (Barroso, Cepeda y Roldán, 2010; Hair, Sarstedt, Pieper & Ringle, 2012; Richter, Sinkovics, Ringle & Schlagel, 2016; Richter, Cepeda, Roldán & Ringle, 2016).

Por todas estas razones, consideramos PLS como la técnica óptima a utilizar en nuestro estudio. En concreto se utilizará el programa Smart PLS 3 Professional (Ringle, Wende & Becker, 2015).

6.4.2. Representación gráfica del modelo MCH en SmartPLS

La representación gráfica de un modelo en PLS describe las relaciones existentes entre las variables. A continuación tomaremos como ejemplo el modelo MCH objeto de estudio en esta investigación cuya representación gráfica mediante PLS se muestra en la figura 6.8.

Figura 6.8. Representación gráfica del modelo MCH en Smart PLS



Fuente: elaboración propia en SmartPLS

6.4.3. Características de los datos tratados con PLS.

Las características de los datos tales como tamaño mínimo de la muestra, suposición de distribución y escala de medida son algunas de las principales razones por las cuales se utiliza PLS-SEM en lugar de técnicas basadas en covarianzas (Hair *et al.*, 2014; Henseler, Ringle, & Sinkovics, 2009). Por ello, a continuación consideraremos con detenimiento estos elementos.

El algoritmo PLS se centra en segmentos de modelos complejos y aplica el proceso iterativo de regresiones simples y múltiples hasta que el modelo completo converge. Esta segmentación de modelos complejos es la que permite aplicar PLS a muestras pequeñas. El *tamaño mínimo de la muestra* requerido será diez veces el mayor de las dos siguientes opciones (Barclay, Higgins, & Thompson, 1995; Chin, 1998b; Hair *et al.* 2014):

- El número de indicadores del constructo formativo más complejo, es decir, el mayor número de indicadores formativos utilizados para medir un único constructo. En nuestro caso, todos los constructos están medidos por seis indicadores formativos cada uno.
- el mayor número de constructos antecedentes que conducen a un constructo endógeno como predictores en una regresión OLS, es decir, el mayor número de caminos *-path-* estructurales que se dirigen a un constructo endógeno particular en el modelo estructural. En el modelo considerado el constructo que recibe un mayor número de caminos es confianza, en concreto tres *path* se dirigen hacia él.

Por lo tanto, teniendo en cuenta que el mayor de las dos opciones anteriores es seis, el tamaño mínimo de muestra requerido en nuestra investigación al aplicar PLS sería 60 (10 x 6). Nosotros contamos con 321 cuestionarios válidos, por lo que disponemos de un número suficiente para realizar las estimaciones del modelo de medida y estructural.

Por otra parte, Chin *et al.* (2003) han demostrado que cuanto mayor es el número de indicadores y el tamaño de la muestra, más tienden las estimaciones de PLS hacia los auténticos parámetros de la población. En concreto se consiguieron altos niveles de significación para muestras de 100 casos con constructos de seis indicadores. De acuerdo con estos autores, estos datos se consideran como valores ideales para el tamaño muestral y

el número de indicadores para un modelo de PLS. Por lo tanto, de acuerdo con estas consideraciones el tamaño real de la muestra con la que se ha trabajado (321) se considera que mejora los valores considerados como ideales.

Cuando el tamaño de la muestra es superior a 250 casos, se considera adecuado trabajar con un número de indicadores superior a cuatro para medir cada constructo (Hair *et al.*, 2014). Por tanto, se puede considerar que una cifra de seis indicadores por constructo, como es el caso objeto de estudio, es apropiado para una muestra de 321 datos.

La estimación de PLS no implica ningún modelo estadístico y, por tanto, no es necesario realizar suposiciones relativas a las *escalas de medida* (Fornell & Bookstein, 1982). Aunque el algoritmo PLS requiere generalmente datos métricos para los indicadores del modelo de medida, este método funciona también correctamente con escalas cuasimétricas y categóricas, si bien con algunas limitaciones.

Las propiedades estadísticas de PLS proporcionan estimaciones robustas de modelo tanto para datos con *distribución* normal como para datos con propiedades de distribución extremadamente no normales (valores absolutos de kurtosis y/o asimetría superiores a 1). Por tanto, la distribución no normal que siguen los datos de la muestra, tal y como se ha confirmado en el análisis descriptivo, no supone un problema para poder ser tratados mediante PLS.

Por último, en cuanto a los datos perdidos, cuando el porcentaje de datos perdidos para una observación supera el 15%, debería ser retirado del conjunto de datos. En nuestro caso, se eliminaron un total de 20 casos (aproximadamente el 5% de las encuestas respondidas). Si el porcentaje de valores perdidos por indicador es inferior al 5%, se recomienda utilizar el proceso de tratamiento de valores perdidos denominado sustitución por la media (Hair *et al.*, 2014), lo cual no fue necesario en nuestro caso.

6.4.4. Evaluación del modelo MCH y análisis e interpretación de los resultados en PLS

Si bien PLS estima los parámetros de medida y estructurales al mismo tiempo, los resultados del modelo propuesto deben ser analizados en dos etapas (Hair *et al.*, 2014).

6.4.4.1. Evaluación del modelo de medida

El modelo de medida trata de analizar si los conceptos teóricos están medidos correctamente a través de las variables observadas. En primer lugar, es necesario asegurarse de que se ha especificado correctamente el tipo de modelo de medida formativo/reflectivo para cada constructo, aplicando para ello guías orientativas tanto teórico conceptuales (Dimantopoulos, 1999; Diamantopoulos, 2005; Diamantopoulos & Winklhofer, 2001; Jarvis *et al.*, 2003; Rossiter, 2002; Rossiter, 2005) como prácticas aplicables a modelos *path* PLS utilizando el Análisis *Tetrad* Confirmatorio⁵⁵ (Gudergan, Ringle, Wende & Will, 2008). Una vez se ha especificado correctamente cada modelo de medida, se procede a su evaluación. El procedimiento de evaluación del modelo de medida es diferente dependiendo de si éste es reflectivo o formativo. Dado que en nuestro caso el modelo de medida es formativo, profundizaremos en la evaluación del modelo de medida formativo y analizaremos los resultados obtenidos mediante PLS.

Evaluación del modelo de medida reflectivo

Este análisis se realiza para los constructos reflectivos respecto a los atributos validez, es decir, si la variable observable mide realmente lo que se desea medir, y fiabilidad, relativo a si esa medición se realiza de manera estable y consistente. En concreto, la evaluación del modelo de medida implica el análisis de la fiabilidad individual de cada ítem, la consistencia interna o fiabilidad de la escala, la validez convergente y la validez discriminante.

Evaluación del modelo de medida formativo

El enfoque de consistencia interna que subyace en la evaluación del modelo de medida reflectivo no puede ser aplicado a modelos formativos, donde los indicadores representan causas del constructo independientes entre sí y, consecuentemente no necesitan covariar o estar altamente relacionados. Si tenemos en cuenta que en el modelo MCH todos los constructos son medidos mediante indicadores formativos y que PLS-SEM supone que los indicadores formativos capturan totalmente el dominio de contenido del constructo, en este caso no son de aplicación los criterios que habitualmente suelen aplicarse en la

⁵⁵ Se ha realizado de manera complementaria un Análisis *Tetrad* Confirmatorio para PLS-SEM (CTA-PLS) que consiste en un procedimiento estadístico que tiene por objeto comprobar estadísticamente si el modelo de medida debería ser especificado como formativo o reflectivo mediante PLS (Hair *et al.*, 2014), obteniéndose resultados mayoritariamente satisfactorios que apoyan la decisión de especificar el modelo como formativo. También se ha evaluado el modelo MCH suponiendo un modelo de medida reflectivo, obteniéndose mejores resultados en el caso del modelo de medida formativo.

evaluación de un modelo de medida reflectivo. Por tanto, llevar a cabo una depuración de indicadores formativos con base en patrones de correlación puede tener graves consecuencias para la validez de contenido del constructo. Además, PLS considera que los indicadores formativos están libres de error (Diamantopoulos, 2011; Edwards & Bagozzi, 2000). Por todo ello, las medidas de fiabilidad de consistencia interna, basadas en la intercorrelación entre los indicadores, son inapropiadas para los modelos de medida formativos (Chin, 1998a). Por otra parte, determinar la validez convergente y discriminante aplicando los criterios utilizados en el caso de modelos de medida reflectivos no es significativo en el caso de analizar indicadores formativos y sus respectivos pesos (Chin, 1998a). En su lugar, los investigadores deberían centrarse primeramente en establecer la validez de contenido antes de proceder a la evaluación de los constructos medidos formativamente, con el objeto de asegurarse de que los indicadores formativos capturan todo (o los principales) aspectos del constructo. En concreto, el investigador debe llevar a cabo una especificación de contenido en el que se concrete claramente el contenido de dominio que los indicadores tratan de medir y proveer de un conjunto de indicadores que de manera totalmente exhaustiva cubran todo el dominio del constructo formativo. Además, para reforzar la justificación de la operacionalización del constructo como formativo, se debe realizar una revisión de la literatura y asegurar una fundamentación teórica razonable, tal y como se ha desarrollado en el capítulo 5. En definitiva, el examen de validez debe ser realizado con base en el razonamiento teórico y la opinión de los expertos (Diamantopoulos & Winklhofer, 2001; Jarvis *et al.*, 2003)⁵⁶.

Por tanto, la evaluación del modelo de medida formativo se llevará a cabo siguiendo los siguientes pasos: a) análisis de validez convergente, b) análisis de multicolinealidad, c) análisis de significancia e importancia absoluta y relativa de los indicadores formativos.

a) Validez de convergencia

La validez de convergencia indica hasta qué punto un indicador está positivamente correlacionado con otros indicadores del mismo constructo. La validez convergente del modelo de medida formativo asegura que todo el dominio de cada uno de los constructos medidos a través de indicadores formativos y todas sus facetas más importantes han sido cubiertas por los indicadores seleccionados. Para ello, se comprueba si la medida formativa

⁵⁶ Para asegurar la validez de contenido, se realizó un *pre-test*, tal y como se describió en el capítulo tres - capítulo metodológico-, que garantiza la completa conceptualización de todos los constructos medidos formativamente.

de cada constructo está altamente correlacionada con la medida reflectiva del mismo constructo a través de lo que se denomina un análisis de redundancia (Chin, 1998a). Es decir, hay que llevar a cabo un análisis de redundancia para cada constructo.

Para llevar a cabo este análisis se utiliza el constructo medido formativamente como variable latente exógena que predice una variable latente endógena operacionalizada mediante indicadores reflectivos. El valor del coeficiente *path* correspondiente al camino que une ambos constructos es indicativo de la validez de los indicadores formativos en la construcción del dominio del constructo. En la tabla 6.9. se indica el umbral mínimo que exigido al valor del coeficiente *path* en el análisis de validez de convergencia.

Tabla 6.9. Evaluación de la validez de convergencia en modelo de medida formativo

1ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO MEDIDA FORMATIVO		
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO/DECISIÓN
Validez convergencia (Análisis redundancia)	Coeficiente <i>path</i> (β) entre constructos formativo y reflectivo	≥ 0.8 Aceptable (Chin, 1998)

Fuente: elaboración propia

De manera que un valor igual o superior a 0.80 o 0.90 es considerado por Chin (1998a) como ideal e implica un valor R^2 de 0.81 o como mínimo de 0.64. Si el análisis ofrece un resultado de R^2 inferior a 0.64 en la variable endógena, entonces la validez convergente sería baja y significaría que los indicadores formativos del constructo exógeno no contribuyen suficientemente al contenido pretendido del constructo. Como consecuencia de ello, habría que redefinir el constructo teóricamente mediante la eliminación, cambio o inclusión de indicadores.

En resumen, para realizar el análisis de redundancia es necesario incluir ítems reflectivos en el cuestionario, o bien utilizar un ítem global que resuma la esencia del constructo que se pretende medir con indicadores formativos. Con el fin de no alargar excesivamente la longitud del cuestionario y, por consiguiente, recabar el mayor número de respuestas válidas, en la fase de diseño del cuestionario no se ha añadido ni un ítem global que resuma la esencia de cada constructo ni tampoco indicadores reflectivos. Por esta razón, no se puede llevar a cabo el análisis de redundancia. En su lugar, se ha llevado a cabo un

análisis de componentes principales para cada uno de los constructos y, para ello, se ha utilizado el software SPSS Statistics 22.

El análisis de componentes principales (ACP) es una técnica estadística que tiene por objeto sintetizar la información o reducir el número de variables perdiendo la menor cantidad de información posible. Los nuevos componentes principales o factores serán una combinación lineal de las variables originales, y además serán independientes entre sí. Además, el ACP nos va a permitir comprobar si los indicadores que integran cada constructo son unidimensionales.

El estadístico de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) de adecuación de la muestra es interpretado de acuerdo con la tabla 6.10., en la cual se indica la calidad de los datos en función del valor obtenido por este estadístico:

Tabla 6.10. Calidad de los datos en el análisis de componentes principales

KMO	Nivel de adecuación de la muestra al análisis de componentes principales
<0.5	Inaceptable
0.5-0.6	Mala
0.6-0.7	Razonable
0.7-0.8	Media
0.8-0.9	Buena
0.9-1	Muy buena

Fuente: Almeida (2010)

En nuestro caso, la prueba de KMO es superior a 0.6, que es el mínimo requerido, en todos los casos. En concreto, la calidad de los datos en el ACP es buena en el análisis a realizar para los constructos confianza, transparencia y gestión; media en el caso de expectativas y beneficio mutuo y razonable para el constructo garantía. La tabla 6.11. recoge los valores adoptados por este estadístico en el ACP realizado para cada constructo.

Tabla 6.11. KMO y prueba de Bartlett

Constructo		Expectativas	Garantía	Confianza	Transparencia	Gestión	Beneficio Mutuo
Medida de adecuación muestral de KMO		0.728	0.675	0.842	0.804	0.812	.762
Prueba de esfericidad de Bartlett	Chi-cuadrado aproximado	312.647	307.737	587.549	471.360	562.135	246.100
	gl	15	15	15	15	15	15
	Sig.	.000	.000	.000	.000	.000	.000

Fuente: elaboración propia

El test de esfericidad de Bartlett está basado en la distribución estadística de Chi-cuadrado y contrasta la hipótesis nula de que la matriz de correlación es una matriz identidad⁵⁷, es decir, que no existe correlación entre las variables.

Un valor de significación superior a 0,100 indica que los datos no son adecuados para el análisis y que la hipótesis nula no puede ser rechazada. Por el contrario, un valor menor que 0,100 permite rechazar la hipótesis nula.

En todos los casos analizados, el valor de significación de la prueba de Bartlett es 0.000, es decir, que existe correlación significativa entre las variables, lo cual reafirma que la muestra con la que se trabaja cumple las características para poder aplicar el análisis de componentes principales.

Para establecer el número de componentes a incluir en el análisis se ha utilizado el criterio de Kaiser según el cual se incluirán los componentes con valor propio superior a uno.

En la tabla 6.12. se resumen los resultados obtenidos del ACP.

Tabla 6.12. Resultados del análisis de componentes principales

EXPECTATIVAS ⁵⁸	Comunalidades	Matriz de Componentes	Componente	Valor Propio	% Varianza explicada	% Acumulado
SINERGIAS	.439	.663	1	2.255	45.098	45.098
CICLOSCOM	.503	.710				
FECHACOM	.461	.679				
AHORRO	.471	.687				
REDCOSTES	.380	.616				

⁵⁷ Una matriz identidad muestra valores iguales a 1 en toda la diagonal y valores iguales a 0 en el resto de posiciones.

⁵⁸ Para la variable expectativas se ofrecen los resultados definitivos del ACP sin incluir el ítem BENEFCOM, ya que este mismo análisis nos llevó a eliminar este indicador.

CONFIANZA	Comuna- lidades	Matriz de Componentes	Compo- -nente	Valor Propio	% Varianza explicada	% Acumulado
SISTDIRGES	.606	.778	1	3.113	51.891	51.891
VALPOSITIVO	.484	.696				
EVITOPOR	.537	.733				
PREDISPO	.663	.814				
POSPONER	.213	.461				
DIRCOMINT	.610	.781				

TRANSPA- RENCIA	Comuna- lidades	Matriz de Componentes	Compo- -nente	Valor Propio	% Varianza explicada	% Acumulado
IVALCOMDIR	.401	.633	1	2.873	47.885	47.885
ISITECFIN	.595	.771				
IRIESGO	.487	.698				
GRIMEM	.285	.534				
CUADRO	.563	.750				
PLANTES	.542	.736				

GARANTÍA	Comuna- lidades	Matriz de Componentes	Compo- -nente	Valor Propio	% Varianza explicada	% Acumulado
LIQUIDEZ	.332	.576	1	2.355	39.249	39.249
REAL	.446	.668				
TESIMP	.301	.549				
BLINDARO	.529	.727				
NORMATIVA	.462	.680				
SIMRIESGO	.284	.533				

GARANTÍA	Comuna- lidades	Matriz de Componentes	Compo- -nente	Valor Propio	% Varianza explicada	% Acumulado
LIQUIDEZ	.371	.609	1	2.160	43.205	43.205
REAL	.433	.658				
BLINDARO	.566	.752				
NORMATIVA	.546	.739				
SIMRIESGO	.244	.494				

GESTIÓN	Comuna- lidades	Matriz de Componentes	Compo- nente	Valor Propio	% Varianza explicada	% Acumulado
EFICIENCIA	.598	.773	1	3.041	50.688	50.688
COSTEBEN	.432	.658				
CGSCGA	.371	.609				
SIMINFOR	.463	.681				
CONTROL	.566	.752				
PLANCONTIG	.611	.782				

BENEFICIO MUTUO	Comuna- lidades	Matriz de Componentes	Compo- nente	Valor Propio	% Varianza explicada	% Acumulado
BENNOECON	.252	.502	1	2.318	38.630	38.630
BENTOTALI	.350	.592				
INDICBENE	.530	.728				
PREVEBEN	.480	.693				
VERINBEN	.355	.595				
SIMBEN	.350	.592				

Fuente: elaboración propia

En un análisis inicial el constructo Expectativas presentaba dos componentes con valores propios de 2.438 y 1.042. Cada uno de los factores explicaba el 40.625 % y el 17.364 % de la varianza total, respectivamente. El estudio de la matriz de componentes principales nos llevó a desechar el indicador BENEFCOM. Al eliminarlo y calcular de nuevo los componentes principales, el resultado del análisis es un único componente con un valor propio de 2.255 que explica el 45,098 de la varianza.

A la vista de los datos mostrados en la tabla 6.12 se concluye que, en general, la varianza explicada es suficientemente robusta como para explicar todos los ítems sobre un único concepto.

Todos los ítems están explicando un único constructo, es decir, son convergentes todos los ítems respecto al constructo. Los ítems tratan de cubrir la totalidad del dominio del constructo, es decir, están causando una dimensión única. Los ítems recogen un amplio porcentaje de la variable atribuida del factor subyacente (superior al 43%⁵⁹). Además, en general, todos los ítems presentan saturaciones o cargas de la matriz de componentes principales que oscilan entre 0.6 y 0.73 en sus respectivos factores, por lo que se supera el

⁵⁹ Salvo en los casos de Garantía y Beneficio Mutuo que descienden al 39,249% y 38.63%, respectivamente.

umbral mínimo requerido de 0,5 (Jöreskog & Sörbom, 1993), para cumplir con el criterio de convergencia⁶⁰.

b) Análisis de multicolinealidad

Se habla de multicolinealidad cuando existen intercorrelaciones lineales entre los indicadores. Es necesario verificar que no existe una alta multicolinealidad entre los indicadores formativos (Diamantopoulos & Winklhofer, 2001). Cuando existen diferentes indicadores que están midiendo un mismo fenómeno y las variables observables están altamente correlacionadas entre sí, podría ser un indicativo de que tales indicadores son redundantes. El principal problema de la existencia de indicadores formativos redundantes en un mismo constructo es el solapamiento en los modelos de regresión, lo cual conduciría a estimaciones inestables y dificultaría la separación del efecto distintivo que cada indicador tiene en el constructo. En concreto, en PLS-SEM altos niveles de multicolinealidad en indicadores formativos inflan los errores estándar y disminuye la capacidad para demostrar que los pesos estimados son significativamente diferentes de cero. Además, una alta multicolinealidad puede tener como resultado pesos estimados incorrectamente, así como reversión en sus signos (revierte el signo del indicador con un menor peso en el constructo) (Hair *et al.*, 2014).

Para la estimación de la multicolinealidad el estadístico más utilizado suele ser el factor de inflación de la varianza (FIV) –*variance inflation factor (VIF)*– (Diamantopoulos & Siguaw, 2006). En la tabla 6.13. se indica el umbral crítico de este estadístico y la regla de decisión a aplicar.

⁶⁰ En el caso de que la solución factorial muestre un único componente, no se lleva a cabo rotación.

Tabla 6.13. Evaluación de la multicolinealidad en el modelo de medida formativo. Estadístico y umbral crítico

1ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO MEDIDA FORMATIVO		
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO/DECISIÓN
Análisis multicolinealidad	Factor inflación varianza (FIV)	<p>< 0.5 No existe multicolinealidad. Analizar la significancia de los pesos e interpretar la contribución relativa y absoluta de los indicadores.</p> <p>≥ 0.5 Multicolinealidad. Tratar multicolinealidad y volver a calcular FIV. (Hair <i>et al.</i>, 2011)</p>

Fuente: elaboración propia

En general, se considera que un FIV superior a 3,3 es indicativo de alta multicolinealidad (Cepeda y Roldán, 2014). Sin embargo, en el contexto de PLS-SEM un valor del FIV igual o superior a 5 significa que existe un problema potencial de multicolinealidad (Hair, Ringle & Sarstedt, 2011).

Aun cuando los valores del FIV sean bajos, pueden existir colinealidades que no impliquen a todas las variables observables y, por lo tanto, no son detectadas adecuadamente por este índice (Cepeda y Roldán, 2014).

Otra manera, más completa de detectar colinealidad es realizar un análisis de componentes principales⁶¹ de las variables independientes. Para modelos predictivos los componentes principales son las variables independientes ideales. La varianza de cada componente principal es un autovalor de la matriz de varianzas-covarianzas de las variables originales. Autovalores próximos a cero indican problemas graves de colinealidad.

En el caso de modelos de medida formativos, además del FIV, se puede considerar la utilización del índice de condición para establecer niveles críticos de colinealidad (Götz, Liehr-Gobbers, & Krafft, 2010).

Belsley (1991) propone usar conjuntamente los índices de condición y la proporción de descomposición de varianza para realizar el diagnóstico de colinealidad. Se

⁶¹ Se denominan componentes principales de un conjunto de variables a otras variables, combinación lineal de las originales y que tienen tres propiedades características: a) son mutuamente independientes; b) mantienen la misma información que las variables originales; c) tienen la máxima varianza posible con las anteriores limitaciones.

considera como nivel de proporción alta 0,5. El diagnóstico se realizará de la siguiente manera:

- Los índices de condición altos (mayores que 30) indican el número de colinealidades y la magnitud de los mismos mide su importancia relativa.
- Para conocer qué variables presentan multicolinealidad se aplicará el siguiente criterio: si un componente tiene un índice de condición mayor que 30 y dos o más variables tienen una proporción de varianza alta en el mismo (mayor que 0.5), esas variables son colineales.

Si el nivel de colinealidad es muy alto, habría que considerar la posibilidad de eliminar uno de los correspondientes indicadores. Sin embargo, esto implicaría que el resto de los indicadores que se mantienen deberían capturar suficientemente el dominio del constructo. Otras alternativas para tratar la colinealidad consisten en construir constructos de orden superior o llevar a cabo una combinación de los indicadores en un único índice.

Si el problema de colinealidad no puede ser tratado, se desestima el modelo de medida formativo y se reconsidera la operacionalización del constructo. Solamente puede analizarse la significancia e importancia de los pesos de los indicadores formativos en el caso de que la colinealidad no alcance un valor crítico (Hair *et al.*, 2014).

Para llevar a cabo el análisis de multicolinealidad entre los indicadores se han estimado los valores del Factor de Influencia de la Varianza (FIV) utilizando el software SPSS Statistics 22.

En la tabla 6.14. se muestran los valores del factor de inflación de la varianza (FIV) para los indicadores de cada constructo.

Tabla 6.14. Resultados del Factor de Inflación de Varianza (FIV)

EXPECTATIVAS		CONFIANZA		TRANSPARENCIA		GARANTÍA		GESTIÓN		BENEFICIO MUTUO	
Indicadores	FIV	Indicadores	FIV	Indicadores	FIV	Indicadores	FIV	Indicadores	FIV	Indicadores	FIV
SINERGIAS	1,245	SISTDIRGES	1,821	IVALCOMDIR	1,293	LIQUIDEZ	1,213	EFICIENCIA	1,693	BENNOECON	1,120
CICLOSCOM	1,391	VALPOSITIVO	1,479	ISTEFCFN	1,709	REAL	1,359	COSTEBEN	1,384	BENTOTALI	1,202
FECHACOM	1,363	EVITOPOR	1,574	IRIESGO	1,511	TESIMP	1,256	CGSCGA	1,323	INDICBENE	1,405
AHORRO	1,310	PREDISPO	1,914	GRMEM	1,231	BLINDARO	1,490	SIMINFOR	1,421	PREVEBEN	1,357
REDCOSTES	1,257	POSPONER	1,135	CUADRO	1,635	NORMATIVA	1,464	CONTROL	1,919	VERINBEN	1,207
		DIRCOMINT	1,885	PLANTES	1,588	SIMRIESGO	1,224	PLANCONTIG	1,960	SIMBEN	1,180

Fuente: elaboración propia

De acuerdo con los datos mostrados en la tabla 6.14, el indicador con un valor más alto (1,919) es CONTROL. Todos los valores del FIV se sitúan por debajo del umbral crítico de 5. Por lo tanto, podemos concluir que la colinealidad no alcanza niveles críticos en ninguno de los constructos formativos y no supone un problema para la estimación del modelo *path* mediante PLS.

c) Análisis de significancia e importancia de los indicadores formativos

Otro criterio válido para evaluar la contribución e importancia de cada indicador formativo es el análisis de su peso. El peso es el resultado de una regresión múltiple con la puntuación de la variable latente considerada como variable dependiente y los indicadores formativos como variables independientes (Hair *et al.*, 2011). Los valores de los pesos pueden ser comparados entre ellos y pueden ser utilizados para determinar su importancia relativa entendida como la contribución relativa de cada indicador al constructo. Dos consideraciones respecto a la magnitud de los pesos. Por una parte, la técnica PLS no considera el término de error a nivel de constructo y, por ello, los resultados deben ser interpretados teniendo en cuenta que los pesos pueden estar inflados (Cenfetelli & Bassellier, 2009).

Por otra parte, hay que tener en cuenta que los valores estimados para los pesos de los indicadores formativos suelen ser más bajos que las cargas de los indicadores reflectivos. Por ello, no hay que cometer el error de prescindir de indicadores con pesos bajos, sino que la decisión de si eliminar un ítem debe basarse en su verdadera contribución en la formación del constructo. Para ello, es necesario comprobar si los pesos de los indicadores formativos son significativamente diferentes de cero. En PLS esta comprobación se realiza a través del procedimiento denominado Bootstrapping⁶² (Hair *et al.*, 2014).

Por otra parte, a diferencia de los indicadores reflectivos, las medidas formativas tienen inherentemente un número limitado de indicadores que pueden mantener un peso estadísticamente significativo (Cenfetelli & Bassellier, 2009). El peso máximo posible se calcula del siguiente modo: $1/\sqrt{n}$, donde n es el número de indicadores. Así, cuanto mayor

⁶² *Bootstrapping* es un procedimiento no paramétrico utilizado en PLS-SEM que permite comprobar la significancia de los pesos y cargas de los indicadores del modelo de medida, así como de los coeficientes *path* del modelo estructural ya que estima el error estándar, el valor t de Student, el valor ρ y los intervalos de confianza para de los parámetros citados. Es una técnica de remuestreo que extrae un gran número de submuestras del conjunto original de datos (con reposición) y estima modelos para cada submuestra.

sea el número de indicadores formativos, mayor será la probabilidad de que sean poco significativos.

Pesos no significativos no deben ser interpretados como un indicador de la baja calidad del modelo de medida. Para comprobar la significación de los pesos, además hay que tener en cuenta también la importancia absoluta o contribución absoluta del indicador formativo al constructo. Es decir, la información que el indicador formativo suministra acerca del constructo sin tener en cuenta el resto de los indicadores. Esta información es recogida por las cargas de los indicadores formativos. Las cargas provienen de las regresiones simples de cada indicador con su correspondiente constructo y en el caso de PLS son equivalentes a las correlaciones bivariadas indicador-constructo.

En la tabla 6.15. se indican los umbrales críticos y las reglas de decisión al analizar la significancia e importancia relativa (pesos) y absoluta (cargas) de los indicadores formativos en PLS-SEM.

Tabla 6.15. Análisis de significancia e importancia relativa y absoluta de los indicadores formativos. Estadístico y umbral crítico

1ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO MEDIDA FORMATIVO			
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO/DECISIÓN	
Análisis de significancia e importancia relativa y absoluta	Significancia peso ρ -value (Peso máximo = $1/\sqrt{n^p}$ indicadores)	ρ -value < 0.05 Significativo	Analizar importancia relativa y absoluta
		No significativo y carga > 0.5	Mantener indicador
		No significativo y carga < 0.5 (Hair <i>et al.</i> , 2014)	Analizar significancia de la carga y decidir con base en fundamentos teóricos.

Fuente: elaboración propia

De acuerdo con la tabla 6.15. para comprobar la significación de los pesos, primeramente hay que comprobar si el peso es significativo o no. Si el peso es significativo, se continúa con el análisis de su importancia absoluta (carga) y se considera que existe justificación empírica para mantener el ítem. Pero si el peso no es significativo, hay que analizar la carga del indicador (Hair *et al.*, 2014):

- Si la carga es alta (superior a 0,5), el ítem debe ser interpretado como importante a nivel absoluto pero no importante a nivel relativo. Es decir, el ítem, en sí mismo, se considera como un factor explicativo importante para el constructo, sin embargo, no aporta fuerza explicativa adicional cuando se tiene en cuenta junto con otros indicadores causantes del constructo. En este caso, el ítem debe ser retenido.
- Si el indicador presenta una carga por debajo de 0.5, no existe justificación empírica para mantenerlo, así que debe plantearse su eliminación. Tras comprobar su significación, la decisión final debe basarse fundamentalmente en la relevancia teórica del indicador (por ejemplo, la opinión de expertos) y el posible solapamiento de contenido con otros indicadores del mismo constructo.

Los indicadores formativos no deben ser nunca descartados con base en resultados estadísticos de significación. Antes de proceder a su eliminación, hay que comprobar su importancia a nivel de validez de contenido. No hay que olvidar que omitir un indicador formativo puede implicar omitir parte del contenido conceptual del constructo.

El cálculo de los pesos y las cargas es calculado por el algoritmo de PLS. Las condiciones seleccionadas para el funcionamiento del algoritmo han sido las siguientes: método de ponderación *path*, valor inicial para todos los pesos +1, criterio de parada 1×10^{-7} , número máximo de iteraciones 300. Para poder llevar a cabo el análisis de significancia de los pesos y cargas se utiliza el procedimiento Bootstrapping en las siguientes condiciones: 5.000 submuestras, 321 casos (= nº de observaciones válidas en la muestra original), opción algorítmica “sin cambios de signo”, nivel de significancia 0,05 y tipo de test “dos colas”. Para el tratamiento de valores perdidos utilizamos reemplazamiento con media.

En la tabla 6.16. se presentan los pesos y las cargas de los indicadores así como sus respectivos ρ -value, necesarios para poder realizar el análisis de significancia⁶³.

En primer lugar analizamos la importancia relativa de los indicadores tomando como unidad de análisis los pesos. Dado que el número de indicadores formativos tiene importantes implicaciones para la significatividad estadística y la magnitud de cada peso, analizaremos el peso máximo de los indicadores para cada constructo, el cual depende del

⁶³ También se han analizado las estimaciones *t-student* e intervalos de confianza y hemos llegado a la misma conclusión que analizando los ρ -value.

número de indicadores que están midiendo el constructo formativo. Un gran número de indicadores dará lugar a que aumente la probabilidad de que muchos pesos sean bajos así como poco significativos (Cenfetelli & Bassellier, 2009)⁶⁴. El peso máximo de los indicadores es 0.408 ($\frac{1}{\sqrt{6 \text{ indicadores}}} = \frac{1}{\sqrt{6}}$), excepto para los indicadores del constructo Expectativas, en cuyo caso el peso máximo es 0.4472 ($\frac{1}{\sqrt{5}}$). En general, los pesos de los indicadores no sobrepasan el peso máximo⁶⁵.

⁶⁴ Otra posible causa de la baja magnitud de los pesos puede ser la existencia de multicolinealidad. En el apartado anterior hemos comprobado que si bien existe multicolinealidad, está no se considera grave o que pueda suponer un problema para PLS (Cenfetelli & Bassellier, 2009).

⁶⁵ Excepción con los ítems IRIESGO y IVALCOMDIR correspondientes al constructo transparencia y el ítem DIRCOMINT incluido en el constructo Confianza. En estos tres casos se sobrepasa ligeramente el correspondiente peso máximo.

Tabla 6.16. Significación de los pesos y cargas de los indicadores formativos

CONSTRUCTO	INDICADORES FORMATIVOS	PESOS	p-value	CARGAS	p-value	DECISIÓN
EXPECTATIVAS	SINERGIAS	0,431	0,000	0,748	0,000	
	CICLOSCOM	0,178	0,096	0,545	0,000	
	FECHACOM	0,068	0,509	0,446	0,000	Mantener
	AHORRO	0,375	0,000	0,704	0,000	
CONFIANZA	REDCOSTES	0,406	0,000	0,704	0,000	
	SISTDIRGES	0,174	0,029	0,717	0,000	
	VALPOSITIVO	0,184	0,016	0,612	0,000	
	EVITOPOR	0,250	0,001	0,708	0,000	
	PREDISPOSICION	0,215	0,018	0,761	0,000	
	POSPONER	0,145	0,031	0,420	0,000	
	DIRCOMINT	0,432	0,000	0,836	0,000	
	IVALCOMDIR	0,521	0,000	0,779	0,000	
	ISITECFIN	0,042	0,757	0,622	0,000	
	IRIESGO	0,490	0,000	0,775	0,000	
TRANSPARENCIA	GRIMEM	0,048	0,643	0,372	0,000	Mantener. Las empresas, encuestadas (Pymes) no suelen rellenar este tipo de informes.
	CUADRO	0,015	0,923	0,528	0,000	
	PLANTES	0,243	0,048	0,667	0,000	
	LIQUIDEZ	0,414	0,000	0,636	0,000	
	REAL	0,105	0,220	0,476	0,000	Mantener
	TESIMP	-0,032	0,650	0,262	0,000	Eliminar ya que es negativo.
	BLINDAROPOR	0,450	0,000	0,762	0,000	
	NORMATIVA	0,350	0,000	0,699	0,000	
	SIMRIESGO	0,254	0,005	0,478	0,000	
	EFICIENCIA	0,326	0,000	0,787	0,000	
GESTIÓN	COSTEBEN	0,300	0,001	0,689	0,000	
	CGSCGA	0,101	0,123	0,514	0,000	
	SIMINFOR	0,212	0,004	0,649	0,000	
	CONTROL	0,280	0,000	0,739	0,000	
	PLANCONTIG	0,192	0,030	0,734	0,000	
	BENNOECON	0,163	0,028	0,456	0,000	
	BENTOTALIDAD	0,384	0,000	0,694	0,000	
	INDICBENE	0,329	0,001	0,738	0,000	
	PREVBEN	0,282	0,002	0,660	0,000	
	VERINBEN	0,111	0,204	0,469	0,000	Mantener
SIMBEN	0,290	0,002	0,613	0,000		

Para poder determinar si los pesos son significativos revisamos los p -value. Valores de p -value inferiores o iguales a 0,05 indican que el peso es significativo con una probabilidad de error del 5%. En la tabla se aprecian unos pocos pesos que no son significativos (p -value > 0,05). En estos casos, se procederá a analizar la importancia absoluta, medida a través de las cargas (correlación bivalente con el constructo), de los indicadores. Si la carga es superior a 0,5, entonces se decidirá mantener el ítem. Es el caso de los ítems: CICLOSCOM (Expectativas), ISITECFIN (Transparencia) y CGSCGA (Gestión). Aunque la contribución de cada uno de estos indicadores a sus respectivos constructos es baja con relación al resto de indicadores, existe una relación bivalente fuerte entre estos indicadores y sus constructos correspondientes, es decir, su contribución absoluta (sin tener en cuenta la contribución del resto de indicadores) al constructo es elevada. Si la carga es inferior a 0,5, se analizará la significancia de la carga. Los ítems con pesos no significativos y cargas inferiores a 0,5 son los siguientes: FECHACOM (Expectativas), GRIMEM (Transparencia), REAL (Garantía), TESIMP (Garantía) y VERINBEN (Beneficio Mutuo). Se trata de indicadores que además de no tener importancia relativa, tampoco tiene importancia absoluta. En todos los casos, las cargas son significativas. Aunque no existe justificación empírica para su mantenimiento, finalmente, se ha decidido mantener todos estos ítems, excepto TESIMP, ya que todos ellos son necesarios para capturar la esencia de los constructos correspondientes. Sin embargo, se ha decidido eliminar TESIMP por razones empíricas y conceptuales. Desde un punto de vista empírico, este ítem posee un peso negativo no significativo en nuestra muestra, por lo que, siguiendo la recomendación de Cenfetelli y Bassellier (2009) decidimos retirarlo. Con base en razonamientos conceptuales, al revisar la valoración que los expertos realizaron sobre el mismo en el pretest, se observó un problema de redacción que no permitía que los expertos entendieran perfectamente el ítem. Por esta razón, se decidió cambiar la redacción del ítem. Tras la mejora en la redacción, no parece que hayamos conseguido una expresión del todo perfecta. Parece adecuado eliminar el ítem, dado que no ha quedado bien explicado.

Con el análisis de la importancia relativa y absoluta de los indicadores finaliza la evaluación del modelo de medida. Atendiendo a los resultados obtenidos consideramos que todos los constructos formativos muestran niveles de calidad satisfactorios.

A modo de resumen en la tabla 6.17. se sintetiza la 1ª etapa que constituyen el proceso de evaluación del modelo de medida para PLS-SEM, así como de los umbrales críticos para cada uno de los criterios de evaluación.

Tabla 6.17. Evaluación del modelo medida PLS-SEM. Estadísticos y umbral crítico

1ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO MEDIDA FORMATIVO			
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO/DECISIÓN	
Validez convergencia (Análisis redundancia)	Coefficiente <i>path</i> (β) entre constructos formativo y reflectivo	≥ 0.8 Aceptable (Chin, 1998)	
Análisis multicolinealidad	Factor inflación varianza (FIV)	< 0.5 No existe multicolinealidad. Analizar la significancia de los pesos e interpretar la contribución relativa y absoluta de los indicadores. ≥ 0.5 Multicolinealidad. Tratar multicolinealidad y volver a calcular FIV. (Hair <i>et al.</i> , 2011)	
Análisis de significancia e importancia relativa y absoluta	Significancia peso ρ -value (Peso máximo $=1/\sqrt{n^\circ}$ indicadores)	ρ -value < 0.05 Significativo No significativo y carga > 0.5 No significativo y carga < 0.5 (Hair <i>et al.</i> , 2014)	Analizar importancia relativa y absoluta Mantener indicador Analizar significancia de la carga y decidir con base en fundamentos teóricos.

Fuente: elaboración propia

6.4.4.2. Evaluación del modelo estructural

Una vez evaluado satisfactoriamente el modelo de medida, se pasa a la siguiente fase de evaluación del modelo estructural para examinar la capacidad predictiva del modelo y las relaciones entre constructos y, en definitiva, valorar si el modelo estructural apoya el modelo teórico MCH propuesto, el cual recoge las relaciones existentes entre las variables latentes con base en el análisis cualitativo realizado previamente y al marco teórico conceptual revisado.

A continuación, se procede a evaluar el modelo estructural construido a partir de las relaciones hipotéticamente establecidas entre constructos con base en el modelo teórico MCH de partida. El objetivo de la evaluación del modelo estructural no es otro que comprobar las hipótesis establecidas y si el modelo propuesto es conforme con los datos recogidos.

En el contexto de PLS, el modelo estructural tiene que ser diseñado como una cadena causal. Este tipo de modelo es conocido como recursivo, es decir, no puede haber relaciones cíclicas en el modelo estructural. El modelo teórico MCH original es un modelo no recursivo, ya que existe una relación cíclica entre los constructos confianza, gestión y garantía. Dado que PLS sólo estima modelos recursivos, el modelo estructural MCH ha sido adaptado a los requerimientos de diseño exigidos por esta técnica y, por ello, se ha eliminado la relación causal del constructo gestión sobre el constructo garantía, al ser la relación más débil y menos justificada, tanto en el análisis cualitativo como en la revisión teórica y empírica realizada.

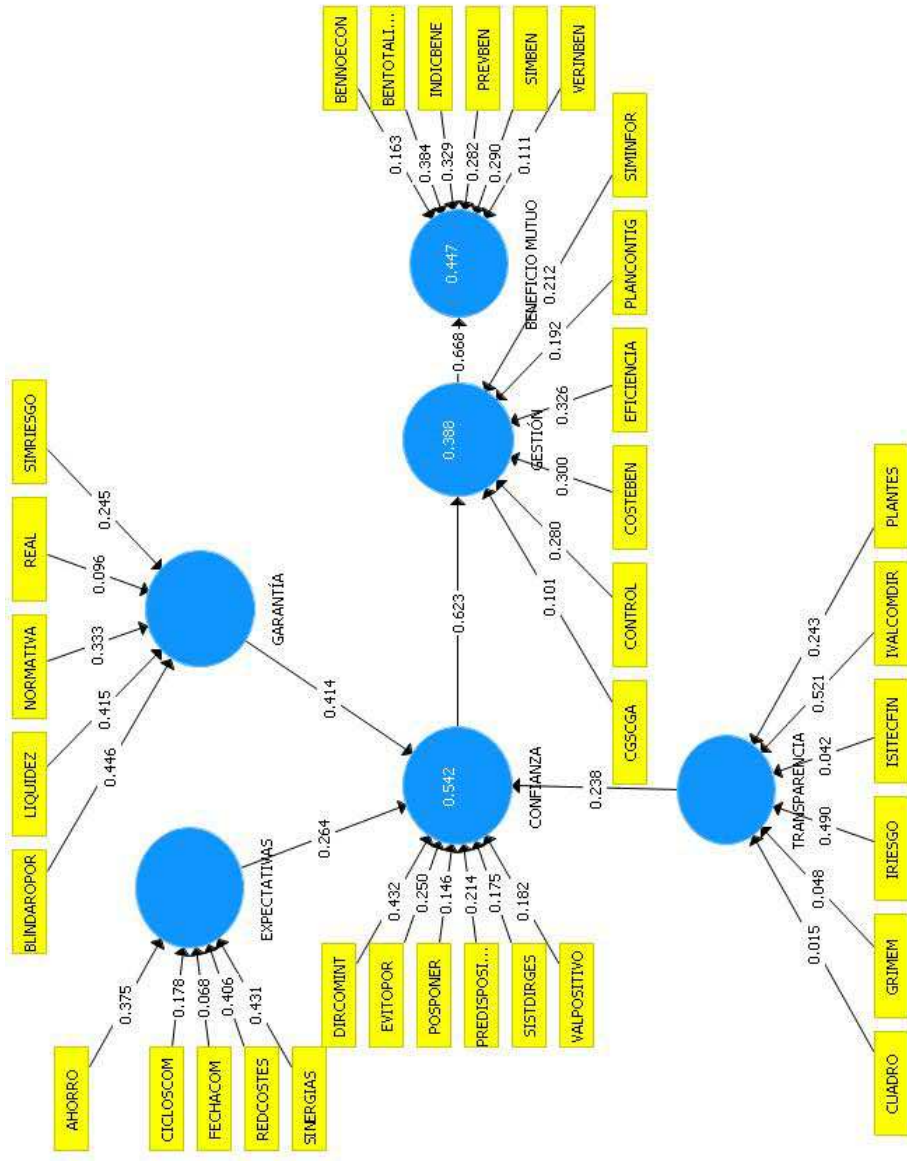
PLS-SEM ajusta el modelo a los datos de la muestra para obtener los mejores estimadores de parámetros tratando de maximizar la varianza explicada de las variables latentes endógenas. Este es un aspecto diferencial de PLS-SEM respecto a CB-SEM. Por esta razón, los índices de bondad de ajuste propios de los métodos basados en covarianzas, tales como Chi cuadrado, no son aplicables en el contexto de PLS. Al contrario, el modelo testado a través de PLS se supone que ha sido especificado correctamente y las preguntas a las que se trata de contestar al evaluar el modelo estructural son las siguientes (Barroso, Roldán y Cepeda, 2010):

- ¿Qué cantidad de la varianza de las variables endógenas es explicada por los constructos que las predicen?
- ¿En qué medida las variables predictoras contribuyen a la varianza explicada de las variables endógenas?

Los criterios en los que se basa la evaluación del modelo estructural en PLS para poder dar respuesta a estas preguntas son el análisis de: la significación de los coeficientes *path*, el nivel de los valores R^2 de las variables endógenas, el efecto tamaño medido por f^2 , la relevancia predictiva Q^2 , y el efecto tamaño q^2 .

La figura 6.9. muestra los resultados estimados finalmente tras aplicar el algoritmo de PLS-SEM al modelo MCH.

Figura 6.9. Resultados Algoritmo PLS-SEM aplicado al modelo teórico MCH



Fuente: elaboración propia

En la figura 6.9., además de los pesos de los indicadores, se pueden ver los coeficientes *path* entre constructos, así como los valores R^2 de los constructos endógenos en el interior de los círculos.

La capacidad predictiva del modelo y las relaciones entre los constructos son evaluadas siguiendo el proceso establecido a continuación:

a) *Análisis de multicolinealidad*

Antes de llevar a cabo la evaluación del modelo estructural hay que analizar la existencia de colinealidad en el bloque estructural del mismo modo que en la etapa anterior. La razón de realizar este análisis estriba en que la estimación de los coeficientes *path* del modelo estructural se basa en regresiones OLS de cada variable endógena en sus correspondientes constructos predecesores. Las estimaciones de los coeficientes *path* pueden ser poco estables en el caso de presentarse multicolinealidad entre los constructos.

Los criterios a aplicar serán los mismos que los vistos en la etapa anterior para el modelo de medida. El análisis de multicolinealidad se realizará por separado para cada conjunto de constructos predictores de otro constructo. Para ello, habrá que dividir el modelo estructural en subpartes. Los valores umbrales de los indicadores de colinealidad así como las soluciones planteadas para tratar los problemas de colinealidad son los mismos que los analizados en la etapa de evaluación del modelo de medida y se muestran en la tabla 6.18.

Tabla 6.18. Análisis multicolinealidad entre constructos. Estadístico y umbral crítico

2ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO ESTRUCTURAL		
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO
Análisis Multicolinealidad entre constructos	Factor inflación varianza (FIV)	<p>< 0.5 No existe multicolinealidad. Analizar la significancia de los coeficientes path e interpretar la contribución relativa y absoluta de los constructos.</p> <p>≥ 0.5 Multicolinealidad. Tratar multicolinealidad y volver a calcular FIV. (Hair <i>et al.</i>, 2011)</p>

Fuente: elaboración propia

En el modelo estructural se analiza la existencia de multicolinealidad para cada conjunto de constructos predictores de otro constructo. En el modelo MCH esta

circunstancia sólo se presenta en el subconjunto formado por los constructos Garantía, Expectativas y Transparencia considerados como constructos predictores del constructo Confianza.

Para llevar a cabo el análisis de multicolinealidad entre estos constructos se han estimado los valores del Factor de Influencia de la Varianza (FIV) utilizando el software SPSS Statistics 22.

En la tabla 6.19. se muestran los valores del factor de inflación de la varianza (FIV) para los constructos Garantía, Expectativas y Transparencia.

Tabla 6.19. Estadísticos de colinealidad

CONFIANZA		
CONSTRUCTOS PREDICTORES	TOLERANCIA	FIV
Expectativas	0,715	1,245
Transparencia	0,718	1,391
Garantía	0,615	1,363

Fuente: elaboración propia

Tabla 6.20. Diagnóstico de colinealidad

DIMENSIÓN	AUTOVALORES	ÍNDICE DE CONDICIÓN
1	3,969	1,000
2	0,016	16,001
3	0,009	21,595
4	0,007	23,113

Fuente: elaboración propia

Los problemas de colinealidad podrían existir si el FIV superase el valor de 5 y el índice de condición superase el valor de 30.

Las tablas 6.19. y 6.20. ofrecen los estadísticos y diagnósticos de colinealidad estimados. En nuestro caso, los resultados muestran ausencia de colinealidad, ya que el valor máximo de FIV es 1,391 y el índice de condición máximo es de 23,113, ambos por debajo de los umbrales críticos citados. Por lo tanto, la colinealidad entre constructos predictores no es un problema en el modelo estructural y podemos proseguir con la evaluación del mismo.

b) Análisis de los coeficientes *path* del modelo estructural

Los coeficientes *path* o pesos de regresión estandarizados (β) nos indican en qué medida las variables predictoras contribuyen a la varianza explicada de las variables endógenas, es decir, miden la fuerza relativa de las relaciones estadísticas entre constructos.

En opinión de Chin (1998a) los coeficientes *path* estandarizados serán significativos si alcanzan un valor mínimo de 0.2 y considera como valor ideal un valor por encima de 0.3.

Falk y Miller (1992) consideran que la varianza explicada en un constructo endógeno por otra variable latente viene dado por el valor absoluto del resultado de multiplicar el coeficiente *path* (β) por el correspondiente coeficiente de correlación entre ambas variables. Estos autores proponen una regla empírica más suave que la propuesta por Chin, según la cual una variable predictora debe explicar como mínimo el 1.5% de la varianza de la variable endógena.

Los coeficientes *path* pueden adoptar valores comprendidos entre -1 y +1. De modo que un valor cercano a +1 indica una relación fuerte positiva entre constructos y, viceversa, para valores negativos cercanos a -1 que son casi siempre estadísticamente significativos. Valores cercanos a 0 indican una relación débil y normalmente no significativa.

Para examinar la estabilidad de las estimaciones ofrecidas por PLS se emplea la técnica no paramétrica Bootstrapping. Este proceso además de permitir determinar si un indicador formativo contribuye significativamente a su correspondiente constructo, también es utilizado para determinar la significancia de los coeficientes *path*. Para ello, mediante este procedimiento se calculan el error estándar, el valor t de Student, el valor ρ y los intervalos de confianza⁶⁶.

Los coeficientes *path* y, por extensión, las hipótesis planteadas aceptadas, serán aquellas que sean significativas. Sin embargo, el objetivo de PLS-SEM es identificar

⁶⁶ Es necesario comprobar la significancia de todas las relaciones establecidas en el modelo estructural. Al interpretar los resultados, hay que analizar cada uno de los estimadores citados aunque no hay necesidad de incluir todos en el informe de los resultados, ya que todos ellos llevan a la misma conclusión.

no sólo los coeficientes *path* significativos, sino también las relaciones significativas más relevantes.

Por último, en el caso de existir constructos mediadores, habrá que analizar el efecto directo e indirecto, calculado como producto entre los coeficientes *path* existentes a lo largo de la línea causal entre dos variables relacionadas indirectamente (Arbuckle, 2003), vía constructo mediador, para así determinar el efecto total como suma de los anteriores.

En la tabla 6.21. se resumen los estadísticos calculados en el análisis de los coeficientes *path* del modelo estructural, así como el umbral crítico considerado para determinar su significación.

Tabla 6.21. Análisis coeficientes *path* en modelo estructural. Estadísticos y umbral crítico

2ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO ESTRUCTURAL		
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO
Análisis de los coeficientes <i>path</i> del modelo estructural		
¿En qué medida las variables predictoras contribuyen a la varianza explicada de las variables endógenas?	β	≥ 0.2 . Significativo (Chin, 1998)
	β x coef. correlación	≥ 0.015 (Falk y Miller, 1992)
	p -value	< 0.05 Significativo.
Estabilidad de las estimaciones de los parámetros		

Fuente: elaboración propia

En primer lugar, para poder analizar en qué medida las variables predictoras contribuyen a la varianza explicada de las variables endógenas examinaremos los coeficientes *path* o coeficientes de regresión o pesos de regresión estandarizados.

Los coeficientes *path* son calculados por el algoritmo de PLS. Las condiciones seleccionadas para el funcionamiento del algoritmo han sido las siguientes: método de ponderación *path*, valor inicial para todos los pesos +1, criterio de parada 1×10^{-7} , número máximo de iteraciones 300.

La tabla 6.22. muestra los coeficientes *path* entre los diferentes constructos que constituyen el modelo estructural.

Tabla 6.22. Coeficientes *path* del modelo estructural

	BENEFICIO MUTUO	CONFIANZA	EXPECTATIVAS	GARANTÍA	GESTIÓN	TRANSPARENCIA
BENEFICIO MUTUO						
CONFIANZA					0,623	
EXPECTATIVAS		0,264				
GARANTÍA		0,414				
GESTIÓN	0,668					
TRANSPARENCIA		0,238				

Fuente: elaboración propia

Estos coeficientes estructurales indican la intensidad y la dirección de las relaciones entre los constructos del modelo. Sirven para poder confirmar o rechazar las hipótesis formuladas. Según el criterio de Chin (1998a), para que estos coeficientes puedan ser considerados como aceptables, deben tomar un valor mínimo de 0,2. Este autor considera como una situación ideal un valor superior a 0,3.

Del análisis de los resultados obtenidos llegamos a la conclusión de que todos los coeficientes *path* incluidos en el modelo estructural son positivos y pueden ser considerados como aceptables ya que cumplen el criterio mínimo establecido por Chin (1998a). Incluso tres de ellos, superan con holgura el valor considerado por Chin como ideal.

Si nos centramos en las relaciones mantenidas por los constructos Garantía, Expectativas y Transparencia con Confianza, podemos afirmar que el constructo que más contribuye relativamente a la varianza del constructo Confianza es Garantía (0,414). Los otros dos constructos, Expectativas (0,264) y Transparencia (0,238), contribuyen relativamente con intensidad similar y en menor medida a la explicación de la variable endógena.

Las variables predictoras Confianza (0,623) y Gestión (0,668) contribuyen con una fuerza similar a la varianza explicada de sus respectivas variables endógenas, Gestión y Beneficio Mutuo.

Según Falk y Miller (1992), para comprobar la contribución de las variables predictivas sobre la varianza explicada R^2 de las variables endógenas en el modelo propuesto, hay que calcular en valor absoluto el resultado de multiplicar el coeficiente path por el valor de la correlación existente entre cada par de constructos. El resultado obtenido se interpreta como la varianza del constructo endógeno explicada por la variable predictiva. Estos autores consideran que la variable predictora debe explicar como mínimo el 1,5% de la variable endógena.

Tabla 6.23. Contribución de la variable predictiva sobre la varianza explicada

Relaciones propuestas en el modelo estructural	Coficiente path β	Correlación	Varianza explicada ($\beta \times$ Coef. Corr.)	Varianza explicada %
GARANTÍA-CONFIANZA	0,414	0,659	0,273	27,3%
EXPECTATIVAS-CONFIANZA	0,264	0,544	0,143	14,3%
TRANSPARENCIA-CONFIANZA	0,238	0,527	0,129	12,9%
CONFIANZA-GESTIÓN	0,623	0,623	0,388	38,8%
GESTIÓN-BENEFICIO MUTUO	0,668	0,668	0,446	44,6%

Fuente: elaboración propia

En nuestro caso, todas las variables predictoras explican más del 1,5% de la variable endógena.

Estos resultados confirman las conclusiones planteadas cuando hemos analizado los coeficientes de regresión estandarizados o path entre los constructos.

A continuación se valorará la precisión y estabilidad de las estimaciones de los parámetros con el fin de poder contrastar las hipótesis formuladas. Para ello, recurrimos a la técnica *Bootstrap* (5.000 submuestras, 321 casos, opción algorítmica “sin cambios de

signo”, nivel de significancia 0,05 y tipo de test “dos colas) que nos ofrece el error estándar, los valores t de student, ρ -value y los intervalos de confianza⁶⁷.

Tabla 6.24. Significancia de los coeficientes path

	β	ρ - value
GARANTÍA -> CONFIANZA	0,414	0,000
EXPECTATIVAS -> CONFIANZA	0,264	0,000
TRANSPARENCIA -> CONFIANZA	0,238	0,000
CONFIANZA -> GESTIÓN	0,623	0,000
GESTIÓN -> BENEFICIO MUTUO	0,668	0,000

Fuente: elaboración propia

La tabla 6.24. muestra que todos los coeficientes path son significativos (ρ -value < 0,05) para una probabilidad de error del 5%.

Por otra parte, en la tabla 6.25. se presenta el efecto total que cada una de las variables tiene sobre el resto, así como sus correspondientes ρ -value.

Tabla 6.25. Significancia de los efectos totales de las variables

	Efecto total	ρ - value
CONFIANZA -> BENEFICIO MUTUO	0,416	0,000
CONFIANZA -> GESTIÓN	0,623	0,000
EXPECTATIVAS -> BENEFICIO MUTUO	0,110	0,000
EXPECTATIVAS -> CONFIANZA	0,264	0,000
EXPECTATIVAS -> GESTIÓN	0,164	0,000
GARANTÍA -> BENEFICIO MUTUO	0,172	0,000
GARANTÍA -> CONFIANZA	0,414	0,000
GARANTÍA -> GESTIÓN	0,258	0,000
GESTIÓN -> BENEFICIO MUTUO	0,668	0,000
TRANSPARENCIA -> BENEFICIO MUTUO	0,099	0,000
TRANSPARENCIA -> CONFIANZA	0,238	0,000
TRANSPARENCIA -> GESTIÓN	0,148	0,000

Fuente: elaboración propia

A la vista de estos últimos resultados se puede afirmar que el efecto total de cada una de las variables sobre el resto es significativo (ρ -value < 0,05) como mínimo a un nivel del 5%.

⁶⁷ El análisis de los diferentes estadísticos de significancia nos llevan a la misma conclusión. Sólo se muestran los resultados de los ρ -value.

Por último, dado que hemos tenido que adaptar el modelo MCH eliminando el *path* entre Gestión y Garantía para evitar la relación cíclica entre Confianza-Gestión-Garantía-Confianza y así poder cumplir con los requerimientos de estimación mediante PLS, no podemos confirmar dentro del modelo estructural si la relación Gestión-Garantía es significativa, ni tampoco el signo de esta relación. Sin embargo, hemos comprobado la correlación bivalente existente entre estas dos variables. Para ello, hemos estimado el coeficiente Rho de Spearman⁶⁸ utilizando para ello el programa estadístico SPSS Statistics 22.

En la tabla 6.26. se presentan el resultado del análisis de correlación entre ambas variables.

Tabla 6.26. Correlación entre Garantía y Gestión

			Garantía	Gestión
Rho de Spearman	Garantía	Coefficiente de correlación	1,000	,567**
		Sig. (unilateral)	.	,000
		N	323	323
	Gestión	Coefficiente de correlación	,567**	1,000
		Sig. (unilateral)	,000	.
		N	323	323

** La correlación es significativa en el nivel 0,01 (unilateral).

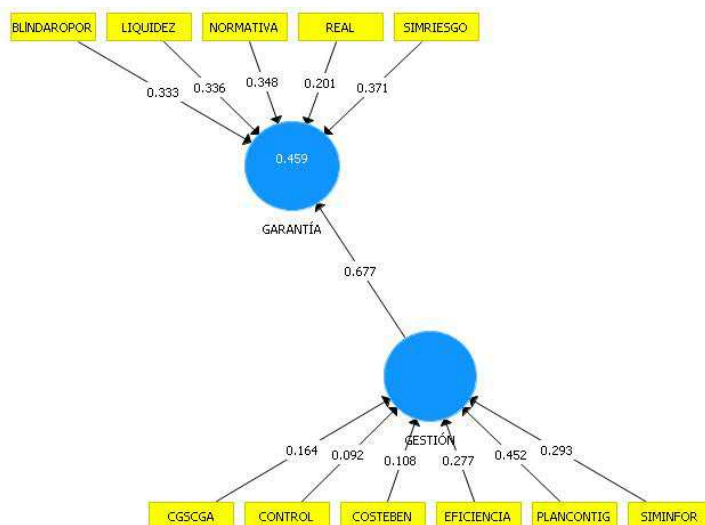
Fuente: elaboración propia

Como se puede apreciar, los constructos Garantía y Gestión están correlacionados significativamente (Coef. Rho Spearman 0,567 en el nivel de 0,01 – opción unilateral-), lo cual no implica que exista causalidad entre ambas, sino simplemente que están linealmente relacionadas.

Además, hemos estimado el coeficiente *path* entre Gestión y Garantía, sin tener en cuenta el resto de constructos, tal y como se muestra en la figura 6.10.

⁶⁸ El coeficiente de Spearman es utilizado como alternativa al de Pearson cuando no se cumple el supuesto de normalidad. La opción unilateral es apropiada, frente a la bilateral, cuando existen expectativas sobre la dirección de la relación.

Figura 6.10. Gráfico *path* relación causal Gestión-Garantía



Fuente: elaboración propia en SmartPLS

El valor del coeficiente *path* para la relación que parte del constructo Gestión y termina en el constructo Garantía es de 0,677, positivo y puede ser considerado como más que aceptable ya que supera con un amplio margen el valor de 0,3 considerado como ideal por Chin (1998). Este coeficiente, además, resulta ser significativo y relevante.

c) Análisis del coeficiente de determinación (R^2)

El coeficiente de determinación R^2 nos indica qué cantidad de la varianza de las variables endógenas es explicada por los constructos que las predicen. El valor R^2 de las variables endógenas es una medida del poder predictivo del modelo ya que indica la cantidad de la varianza del constructo que es explicada por el modelo. Este coeficiente toma valores comprendidos entre 0 y 1. De modo que cuando el valor de R^2 estimado más se acerque a 1, mayor será la capacidad predictiva del modelo. Es difícil establecer un criterio de aceptabilidad de este coeficiente, ya que dependerá de la complejidad y tipo de disciplina objeto de investigación. Falk y Miller (1992, p. 80) consideran “valor adecuado de la varianza explicada aquel que sea igual o superior a 0,1”. Valores inferiores son indicativos de un bajo nivel predictivo de la variable latente dependiente. En marketing se

consideran valores de R^2 de 0.75, 0.50, y 0.25 indicativos de un nivel predictivo sustancial, moderado y débil, respectivamente (Hair *et al.* 2011; Henseler *et al.* 2009)⁶⁹.

En la tabla 6.27. se muestra el estadístico utilizado para determinar la cantidad de la varianza de las variables endógenas que es explicada por los constructos que las predicen, así como los umbrales para medir el nivel predictivo de los constructos que preceden a las variables endógenas.

Tabla 6.27. Análisis coeficiente determinación variables endógenas. Estadístico y umbral crítico

2ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO ESTRUCTURAL		
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO
¿Qué cantidad de la varianza de las variables endógenas es explicada por los constructos que las predicen?	R^2	<p>≥ 0.1 Nivel predictivo adecuado (Falk & Miller, 1992, p. 80)</p> <p>0.75 Nivel predictivo sustancial</p> <p>0.50 Nivel predictivo moderado</p> <p>0.25 Nivel predictivo débil</p> <p>(Hair <i>et al.</i>, 2011; Henseler <i>et al.</i>, 2009)</p>

Fuente: elaboración propia

El poder predictivo del modelo es medido mediante el valor de R^2 (varianza explicada) para las variables latentes dependientes. Falk y Miller (1992) consideran valor adecuado de la varianza explicada aquel que sea igual o superior a 0,1. Valores inferiores son indicativos de un bajo nivel predictivo de la variable latente dependiente.

Tal y como se refleja en la tabla 6.28., el modelo presenta un adecuado nivel predictivo ya que todos los constructos endógenos tienen valores de R^2 superiores a 0,1.

⁶⁹ Chin (1998a) considera valores de R^2 de 0.67, 0.33 y 0.19 indicativos de un nivel predictivo sustancial, moderado y débil, respectivamente

Tabla 6.28. Capacidad predictiva del modelo. Estimaciones

VARIABLES ENDÓGENAS	R^2	Poder predictivo
CONFIANZA	0,542	Moderado
GESTIÓN	0,388	Casi moderado
BENEFICIO MUTUO	0,447	Casi moderado

Fuente: elaboración propia

En concreto, y siguiendo el criterio de Hair *et al.* (2011) y Henseler *et al.* (2009), el poder predictivo de los constructos predictores es moderado en el caso de Confianza (0,542) y cerca de moderado para los constructos Gestión (0,388) y Beneficio Mutuo (0,447), ya que en estos dos últimos casos los correspondientes valores de R^2 se sitúan por encima o próximos a 0,5, que es el nivel considerado como moderado⁷⁰.

d) Análisis del efecto tamaño (f^2)

Este parámetro mide el cambio en el valor R^2 cuando un constructo exógeno concreto es eliminado del modelo. Es una manera de evaluar si el constructo exógeno omitido tiene un impacto sustancial en los constructos endógenos.

En la tabla 6.29 se muestra el estadístico utilizado para analizar el efecto tamaño, así como los umbrales que permiten medir el nivel de impacto que la omisión del constructo exógeno puede tener en el correspondiente constructo endógeno.

Tabla 6.29. Análisis del efecto tamaño. Estadístico y umbral crítico

2ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO ESTRUCTURAL		
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO
¿Qué efecto tiene el eliminar la variable exógena en el constructo? ¿Cuál es la contribución de la variable exógena en la variable endógena?	f^2	0.02 efecto pequeño 0.15 efecto medio 0.35 efecto grande (Cohen, 1988; Chin, 1998b)

Fuente: elaboración propia

Siguiendo el criterio de Cohen (1988) y Chin (1998b), valores de 0.02, 0.15 y 0.35 para f^2 representan efectos pequeños, medios y grandes, respectivamente.

⁷⁰ Si aplicáramos el criterio de Chin (1998), el poder predictivo sobre los tres constructos endógenos sería claramente moderado, e incluso en el caso del constructo Confianza se acercaría a sustancial.

En la tabla 6.30. se muestran los resultados al analizar la capacidad explicativa relativa o efecto tamaño de las variables exógenas sobre las variables endógenas en el modelo estructural.

Tabla 6.30. Capacidad explicativa relativa (Efecto tamaño). Estimaciones.

VARIABLES	f^2	Efecto tamaño
Expectativas en Confianza	0,115	Medio
Transparencia en Confianza	0,093	Pequeño a medio
Garantía en Confianza	0,241	Medio a grande
Confianza en Gestión	0,633	Grande
Gestión en B° Mutuo	0,807	Muy grande

Fuente: elaboración propia

El cambio en R^2 muestra si una variable independiente tiene una influencia sustancial en la variable latente dependiente. Siguiendo el criterio de Cohen (1988) y Chin (1998b), el efecto tamaño es aproximadamente medio en el caso de los tres constructos que influyen en Confianza mientras que es grande y muy grande en los constructos Confianza y Gestión. Por lo tanto, podemos concluir que las variables Garantía, Confianza y Gestión tienen una influencia sustancial en las respectivas variables, Confianza, Gestión y Beneficio Mutuo.

e) Análisis de la relevancia predictiva (Q^2)

El test de Stone-Geisser (Geisser, 1974; Stone, 1974) permite medir la relevancia predictiva de los constructos dependientes, de manera que los valores estimados Q^2 dan una idea de lo bien que el modelo predice los valores observados en origen. Este criterio no puede aplicarse para constructos endógenos formativos, solamente para constructos endógenos de modelos de medida reflectivos y constructos endógenos con un único ítem (Hair *et al.*, 2014).

El valor Q^2 se obtiene como resultado de la utilización de un procedimiento denominado *blindfolding*, en el cual se omiten parte de los datos para un determinado constructo durante la estimación de parámetros, para a continuación intentar estimar lo que se ha omitido usando los parámetros estimados (Chin, 1988).

En general, valores de Q^{271} superiores a 0 implican que el modelo tiene relevancia predictiva para un constructo endógeno determinado. Sin embargo, valores iguales o inferiores a 0 indican ausencia de relevancia predictiva (Fornell & Cha, 1994; Chin, 1998b).

Similar a la aproximación del efecto tamaño f^2 para valores de R^2 , se puede estimar el impacto relativo de la relevancia predictiva a través del indicador efecto tamaño q^2 , cuyos valores críticos para indicar si el efecto es pequeño, mediano o grande, son los mismos que en el caso de f^2 .

En la tabla 6.31. se muestran los estadísticos empleados para evaluar la relevancia predictiva de los constructos dependientes y su impacto relativo, así como sus correspondiente umbrales críticos.

Tabla 6.31. Análisis de la relevancia predictiva y su impacto relativo de los constructos dependientes. Estadísticos y umbral crítico.

2ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO ESTRUCTURAL		
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO
Relevancia predictiva de los constructos dependientes (no aplicable a constructos endógenos formativos)	<i>Test Stone-Geisser Q^2</i>	>0 El modelo tiene relevancia predictiva para un constructo determinado (Fornell & Cha, 1994; Chin, 1998b)
Impacto relativo de la relevancia predictiva (no aplicable a constructos endógenos formativos)	q^2	0.02 efecto pequeño 0.15 efecto medio 0.35 efecto grande

Fuente: elaboración propia

El análisis de la relevancia predictiva a través de la estimación del parámetro Q^2 , así como su correspondiente efecto tamaño q^2 no se puede llevar a cabo ya que no son estimables para constructos endógenos medidos de manera formativa y, en nuestro caso, todos los constructos son medidos de modo formativo mediante sus indicadores.

Por último, una medida aproximada de bondad de ajuste del modelo implementada en PLS es la raíz cuadrada media estandarizada residual (SRMR)⁷². SRMR se define como

⁷¹ Existen dos tipos de procedimientos para la estimación del valor Q^2 : *cross-validated communality Q^2* y *cross-validated redundancy Q^2* . Hair *et al.* (2014, p. 183) recomiendan éste último procedimiento ya que incluye el modelo estructural para la predicción de los datos eliminados.

⁷² Sin embargo, Hair, Hult, Ringle & Sarstedt (2017) recomiendan utilizar con cautela SRMR como medida de ajuste del

la diferencia entre la matriz de correlación observada y la matriz de correlación implicada en el modelo. Así, este criterio permite establecer la media de las diferencias entre las correlaciones observadas y esperadas como una medida absoluta de criterio de ajuste del modelo. Un valor de 0 para SRMR indicaría un ajuste perfecto, sin embargo un umbral crítico de 0,08 propuesto por Hu y Bentler (1999) es considerado como buen ajuste (Henseler, Hubona & Ray, 2016). En nuestro caso, SRMR es 0,061, por lo que se puede afirmar que el ajuste es bueno.

A continuación, se presenta un resumen de los resultados obtenidos en la evaluación del modelo estructural (ver tabla 6.32.), así como de los umbrales críticos para cada uno de los criterios de evaluación aplicados.

Tabla 6.32. Evaluación del modelo estructural. Estadísticos, umbral crítico y resultados

2ª ETAPA. EVALUACIÓN DEL MODELO ESTRUCTURAL			
EVALUACIÓN	ESTADÍSTICO	UMBRAL CRÍTICO	RESULTADOS
Análisis Multicolinealidad entre constructos	Factor inflación varianza (FIV)	<p>< 0.5 No existe multicolinealidad. Analizar la significancia de los coeficientes path e interpretar la contribución relativa y absoluta de los constructos.</p> <p>≥ 0.5 Multicolinealidad. Tratar multicolinealidad y volver a calcular FIV. (Hair et al., 2011)</p>	<p>Expectativas Confianza FIV 1,245</p> <p>Transparencia-Confianza FIV 1,391</p> <p>Garantía-Confianza FIV 1,363</p>
<p>Análisis de los coeficientes <i>path</i> del modelo estructural</p> <p>¿En qué medida las variables predictoras contribuyen a la varianza explicada de las variables endógenas?</p> <p>Estabilidad de las estimaciones de los parámetros</p>	<p>β</p> <p>β x coef. correlación</p> <p>ρ-value</p>	<p>≥ 0.2. Significativo (Chin, 1998)</p> <p>≥ 0.015 (Falk y Miller, 1992)</p> <p>< 0.05 Significativo.</p>	<p>β x coef. correlación</p> <p>Expectativas Confianza 0,143</p> <p>Transparencia-Confianza 0,129</p> <p>Garantía-Confianza 0,273</p> <p>Confianza-Gestión 0,388</p> <p>Gestión-Beneficio Mutuo 0,446</p> <p>ρ-value < 0,05) para una probabilidad de error del 5%</p>
<p>¿Qué cantidad de la varianza de las variables endógenas es explicada por los constructos que las predicen?</p>	R^2	<p>≥ 0.1 Nivel predictivo adecuado (Falk & Miller, 1992, p. 80)</p> <p>0.75 Nivel predictivo sustancial</p> <p>0.50 Nivel predictivo moderado</p> <p>0.25 Nivel predictivo débil (Hair et al., 2011; Henseler</p>	<p>CONFIANZA 0,542 Moderado</p> <p>GESTIÓN 0,388 Moderado</p> <p>BENEFICIO MUTUO 0,447 Mod.</p>

		<i>et al., 2009)</i>	
¿Qué efecto tiene el eliminar la variable exógena en el constructo? ¿Cuál es la contribución de la variable exógena en la variable endógena?	f^2	0.02 efecto pequeño 0.15 efecto medio 0.35 efecto grande (Cohen, 1988; Chin, 1998b)	Expectativas Confianza 0,115 Medio Transparencia-Confianza 0,093 P-M Garantía-Confianza 0,241 M-G Confianza-Gestión 0,633 Grande Gestión-Beneficio Mutuo 0,807 Muy Grande

Fuente: elaboración propia

6.4.5. Confirmación de hipótesis contrastadas

Una vez evaluados los modelos de medida y estructural, se pueden contrastar las hipótesis planteadas en el estudio y que se presentan en la tabla 6.33.

Tabla 6.33. Contraste de hipótesis planteadas en la investigación

Hipótesis	Coefficientes <i>Path</i> B	ρ -value (Bootstrap)	Hipótesis soportada
H ₁ : La transparencia mostrada influye positivamente en la confianza entre empresas al desarrollar relaciones colaborativas de gestión de tesorería.	0,238	0,000	SI
H ₂ : Las expectativas generadas influyen positivamente en la confianza entre empresas en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.	0,264	0,000	SI
H ₃ : La calidad de las garantías influye positivamente en la confianza entre empresas en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.	0,414	0,000	SI
H ₄ : La confianza entre empresas influye positivamente en la gestión en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.	0,623	0,000	SI
H ₅ : La calidad de la gestión incrementa la calidad de la garantía percibida por las empresas en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.	0,677*	0,000	Relación causal positiva y significativa*
H ₆ : La gestión desarrollada influye positivamente en la obtención de beneficios mutuos en las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.	0,668	0,000	SI

*El coeficiente *path* se ha calculado para la relación gestión-garantía tomada de manera aislada sin tener en cuenta el resto de constructos

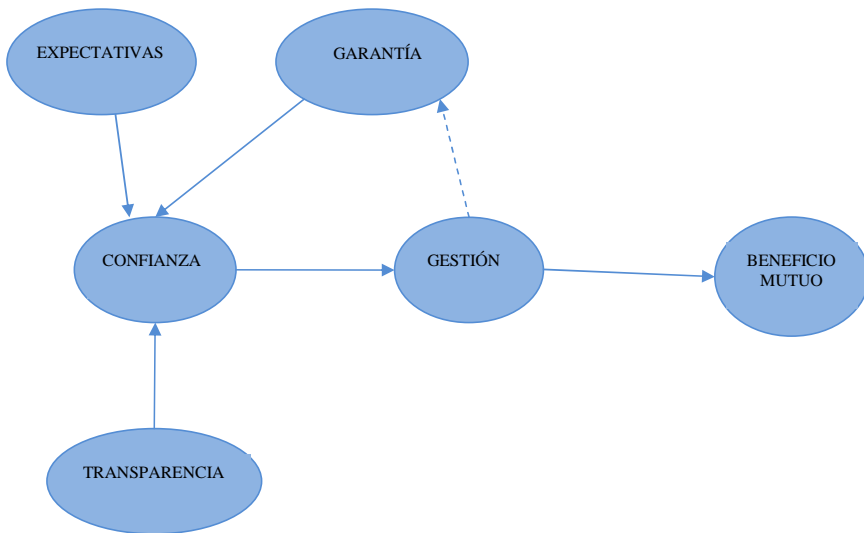
Fuente: elaboración propia

A la vista de los datos mostrados en la tabla 6.33. podemos concluir que los resultados son totalmente satisfactorios, ya que todas las relaciones estructurales incluidas en el modelo y representadas por sus coeficientes *path* son positivas y significativas (ρ -value < 0,05) para una probabilidad de error del 5%. Por tanto, el análisis estructural del modelo permite cumplir todas las hipótesis formuladas a excepción de la relación entre Gestión y Garantía. En este caso, no hemos podido incluir esta relación en el análisis

estructural ya que la técnica PLS no permite hacer estimaciones en relaciones cíclicas, tal y como ocurre entre los constructos Confianza-Gestión-Garantía-Confianza. En su defecto, se ha realizado el análisis de correlación entre estas dos variables. El resultado de este análisis nos permite concluir que estos dos constructos, Gestión y Garantía, correlacionan significativamente (Coef. Spearman⁷³ 0,567 en el nivel de 0,01 –opción unilateral-), lo cual no significa que exista una relación causal entre ambos. Además, se ha calculado el coeficiente *path* entre Garantía y Gestión, sin tener en cuenta el resto de constructos, y el resultado ha sido una relación causal positiva y significativa (coeficiente *path* 0,677). Esta relación se ha representado en la figura 6.11. mediante una línea de puntos.

Por tanto, el modelo estructural final aceptado queda representado del siguiente modo (ver figura 6.11.)

Figura 6.11. Modelo estructural MCH aceptado



Fuente: elaboración propia

⁷³ El Coeficiente de correlación de Spearman, es una medida no paramétrica de la correlación (la asociación o interdependencia) entre dos variables aleatorias continuas. Es una técnica libre de distribución probabilística recomendable ante distribuciones no normales.

TERCERA PARTE. CONCLUSIONES

Capítulo 7 . Conclusiones

- 7.1. CONCLUSIONES
- 7.2. LIMITACIONES
- 7.3. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

A continuación se presentan las conclusiones más relevantes obtenidas en el presente trabajo, así como las limitaciones del mismo y las futuras líneas de investigación que se pueden desarrollar, dirigidas tanto a completar el objeto de estudio como a paliar las limitaciones detectadas.

Sin duda, este trabajo supone un avance en el conocimiento sobre gestión colaborativa de tesorería entre empresas, que afecta a diversas disciplinas (ética en las finanzas, finanzas sostenibles, gestión de tesorería intragrupo, gestión de tesorería en la cadena de suministro, colaboración inter-organizacional y alianzas estratégicas) y contribuye a la escasa investigación desarrollada hasta la actualidad sobre finanzas colaborativas, al identificar y analizar los factores que posibilitan una gestión colaborativa de tesorería entre distintas empresas.

7.1. CONCLUSIONES

En el capítulo de introducción se han fijado seis objetivos intermedios, subsidiarios al objetivo principal de la investigación, así como un objetivo práctico. Hemos considerado adecuado estructurar las conclusiones de la misma forma.

1º objetivo intermedio. Identificar los determinantes de cash holding y explicar su contribución a la creación de valor en la empresa desde las teorías clásicas financieras y teoría de firma.

1. El nivel óptimo de tesorería es resultado de la compensación entre sus beneficios y costes marginales, siendo diferente en función de las características específicas de cada empresa (p.e. oportunidades de crecimiento, restricciones financieras, dificultades financieras, gobierno corporativo, asimetría de información) y de otros determinantes de *cash holding* tales como nivel de protección de los inversores en el país. Alcanzar este nivel óptimo de tesorería contribuye a maximizar el valor de la empresa para los accionistas.

2. Los modelos clásicos de gestión de tesorería -*pecking order*, *trade off* y *free cash flow*- se centran en la optimización de la misma desde una perspectiva basada en el interés propio, pensando exclusivamente en el resultado obtenido para la propia empresa; y en todo caso, respondiendo a los intereses exclusivos de los *shareholders*.

3. La existencia de asimetrías de poder e información, conductas oportunistas, fallos de mercado y costes de oportunidad, generan condiciones de desigualdad en las partes intervinientes en las transacciones económicas, que pueden tener como consecuencia que los términos de cobro y pago acordados, beneficien a una de las partes en detrimento de la otra u otras.

2º objetivo intermedio. Definir conceptualmente la gestión colaborativa de tesorería entre empresas en el ámbito de las finanzas colaborativas, en sentido amplio; y en el ecosistema actual de la economía colaborativa.

4. La gestión colaborativa de tesorería consiste en ampliar la perspectiva de interés propio, centrada en una única empresa, y considerar el *cash holding* desde el conjunto del ecosistema; y en especial, incorporar todos los beneficios y perjuicios relacionados con la tesorería, de las partes intervinientes en un acuerdo de pago.

5. La gestión colaborativa de tesorería se puede enmarcar en el concepto de finanzas colaborativas, entendidas estas como el desarrollo de transacciones financieras entre dos o más partes sin la intermediación de instituciones financieras tradicionales. Si bien es cierto que el *Mutual Cash Holding* no tiene por finalidad eliminar la intermediación financiera, la reducción de la misma será un efecto esperado.

6. La confianza, la obtención de beneficios mutuos, la transparencia y las garantías son factores relevantes en el desarrollo de las finanzas colaborativas en el contexto de la economía colaborativa. La utilización de plataformas digitales permite reducir los costes de transacción (costes de coordinación, búsqueda de contraparte, búsqueda de información y contratación), además de mitigar los problemas de agencia entre usuarios y empresas derivados de las asimetrías de información.

7. La gestión colaborativa de tesorería entre empresas, implícita en el modelo de *Mutual Cash Holding* (MCH), se puede entender como una modalidad de las finanzas colaborativas en sentido amplio; la cual consistiría en alcanzar acuerdos consensuados de colaboración a largo plazo en la optimización de cobros y pagos, entre dos o más entidades; basados en contratos (más o menos formales) no tradicionales. Los acuerdos de

colaboración en gestión de tesorería entre empresas no constituyen la razón principal de la relación entre las empresas, sino que surgen al amparo de la relación comercial entre las entidades; pudiendo contribuir este modelo al ámbito de las alianzas estratégicas.

3º objetivo intermedio. *Interpretar la teoría de los stakeholders desde diferentes perspectivas: normativa, instrumental, descriptiva y ontológica -como teoría de firma; y analizar, con base en la misma, el potencial de la gestión colaborativa de tesorería para generar valor para el conjunto de stakeholders.*

8. A pesar de que es difícil considerar la teoría de *stakeholders* como una teoría unitaria, dada la variedad y diversidad de interpretaciones existentes sobre la misma -positiva, instrumental, normativa (ética), y ontológica, al menos-, lo que todas estas aproximaciones tienen en común es que propone una nueva lógica en la concepción de la empresa, la cual pasa de la centralidad del valor para los accionistas a la generación de valor para el conjunto de *stakeholders* que participan en la actividad de la organización.

9. Frente a la maximización del valor como fin último de la empresa, el valor compartido se convierte en el “leit motiv” de la gestión (*Management for Stakeholder*). Generar valor para el conjunto de los *stakeholders*, con los que sin duda se mantienen relaciones de tesorería, es bueno y deseable, tanto en sentido ético como económico, para las empresas.

10. Las empresas que gestionan para los *stakeholders* y desarrollan relaciones de confianza con ellos basadas en principios de justicia distributiva, procedimental, e interactiva fomentan el intercambio de información referente a sus funciones de utilidad, lo cual incrementa la habilidad de la gerencia para distribuir eficientemente sus recursos entre áreas que satisfarán de manera óptima sus intereses, generándose valor para el conjunto.

11. Las relaciones empresa-*stakeholders* basadas en principios éticos como la confianza mutua y la cooperación contribuyen a la generación de valor para todos los *stakeholders* ya que reducen los costes de oportunismo y de prevención del mismo, generando una ventaja competitiva para la empresa. Además, dichas relaciones son socialmente beneficiosas y aportan valor económico a la empresa.

4º objetivo intermedio. *Analizar la posibilidad de una perspectiva colaborativa, como alternativa a la perspectiva de interés propio, en la gestión de tesorería.*

12. La perspectiva colaborativa en la gestión de tesorería, puede permitir reducir los costes de garantía e intermediación, disminuyendo así los costes de transacción generados por la desconfianza y las conductas oportunistas comunes a los modelos basados en comportamientos de interés propio como el *pecking order* y el *free cash flow*.

13. La perspectiva colaborativa de gestión de tesorería basada en la confianza mutua permite solucionar los conflictos de agencia accionistas-acreedores, así como los generados entre acreedores y directivos propios de las técnicas de gestión de tesorería *pecking order* y *free cash flow*, basados en el comportamiento financiero de interés propio. A través de acuerdos consensuados sobre determinación de plazos de pago y cobro basados en la confianza mutua y en contratos en donde el equilibrio entre las partes implicadas esté garantizado, se favorecerá la consecución de unos resultados tanto económicos como sociales que dependiendo de la calidad de la gestión podrá transformarse en valor para todos los *stakeholders*.

5º Objetivo intermedio. *Constatar si es posible gestionar la tesorería de las empresas desde un nuevo punto de vista, basado en la colaboración.*

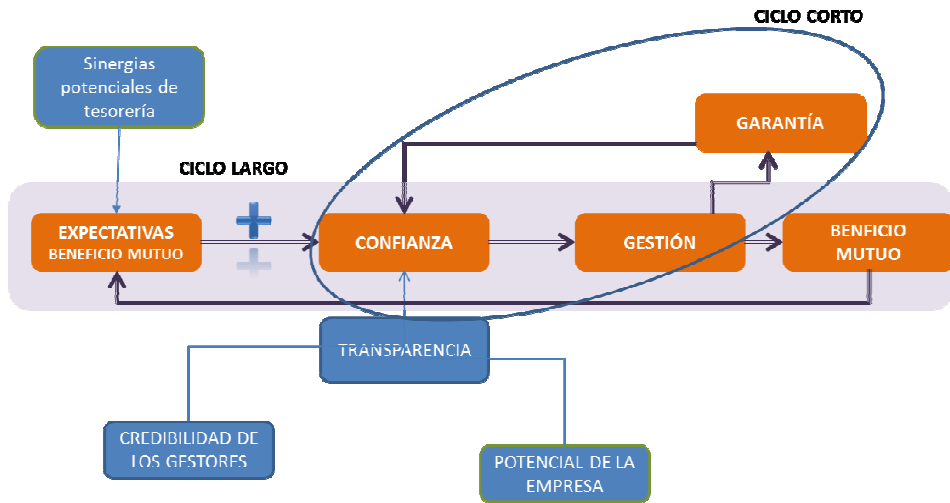
14. La investigación permite constatar, que independientemente de la generalización que se pueda dar, existen casos exitosos de *Mutual Cash Holding*. Así, se han identificado media docena: Empresas Cooperativas pertenecientes al Grupo Mondragón, TrocoBuy, Arboribus, Agrupaciones Temporales de Empresas (UTES) en licitaciones públicas, Mercado gasístico en España, Parroquias Diocesanas; de los cuales se han estudiado los tres primeros en profundidad, mediante técnicas cualitativas de Entrevista en Profundidad y Análisis *Delphi*.

15. Los casos identificados en el contexto de las finanzas colaborativas o economía colaborativa: TrocoBuy y Arboribus, permiten afirmar que es posible desarrollar relaciones colaborativas en gestión de tesorería entre organizaciones en las cuales no existe experiencia colaborativa previa.

6º objetivo intermedio. Identificar los factores o condiciones necesarios para que se puedan dar procesos colaborativos entre empresas en la gestión de tesorería.

16. Los análisis cualitativos realizados en la fase exploratoria de la investigación, ponen de relevancia la existencia de seis variables intervinientes: 1) Expectativas de beneficio mutuo, 2) Transparencia, 3) Confianza, 4) Gestión, 5) Garantías y 6) Beneficio mutuo; las cuales parecen interactuar con base en el Modelo representado en la figura 7.1.

Figura 7.1. Modelo Mutual Cash Holding



Fuente: elaboración propia

17. De donde se deduce que, para poder activar el sistema, serán necesarias unas condiciones previas relativas a la expectativa de beneficio por parte de todos los intervinientes; así como la confianza de los mismos a que los participantes no van a incurrir en conductas oportunistas. Para generar esta confianza será necesaria la transparencia, que lógicamente deberá ir unida a una buena gestión humana y económica en las entidades participantes. A partir de estos elementos iniciales, será necesario un sistema de gestión, donde una variable importante serán las garantías otorgadas a los participantes; las cuales a su vez influyen en la confianza, dando lugar a un círculo virtuoso [Ciclo Corto]. Por último, el beneficio mutuo obtenido, determinará la continuidad o decaimiento del proceso del MCH [Ciclo Largo].

Objetivo principal. *Contrastar el modelo de gestión colaborativa de tesorería propuesto (Mutual Cash Holding -MCH-).*

El modelo *Mutual Cash Holding* (MCH) se ha contrastado positivamente, mediante un sistema de Ecuaciones Estructurales, cuyos datos se han obtenido de un cuestionario respondido por 342 directivos financieros de empresas españolas tras haber sido enviado a una población de 3.126 directivos financieros que constituían la base de datos de ASSET. En el marco del contraste del modelo, se han verificado -contraste positivo y significativo- las siguientes hipótesis específicas:

H1. La transparencia influye positivamente en la confianza, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

H2. Las expectativas de beneficio mutuo influyen positivamente en la confianza, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

H3. La calidad de las garantías influye positivamente en la confianza, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

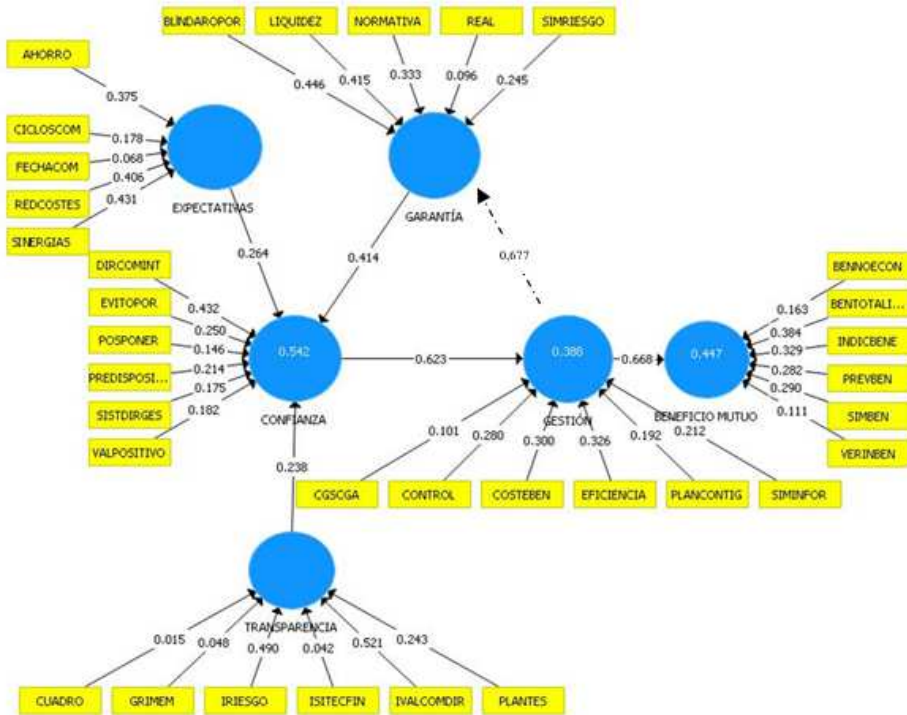
H4. La confianza influye positivamente en la calidad de la gestión, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

H5. La calidad de la gestión influye positivamente en la calidad de las garantías, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

H6. La calidad de la gestión influye positivamente en la obtención de beneficios mutuos, en el marco de las relaciones colaborativas de gestión de tesorería.

De forma conjunta, el análisis realizado mediante *Path-Analysis*, nos da una validación holística del modelo, tal y como podemos comprobar en la figura 7.2. relativa a resultados.

Figura 7.2. Resultados Path Analysis del modelo Mutual Cash Holding



Fuente: elaboración propia.

18. A partir del contraste realizado podemos comprobar que, en opinión de los CFOs de empresas españolas con dirección financiera profesionalizada, el modelo *Mutual Cash Holding*, desde una perspectiva positiva, puede funcionar en la realidad. Por supuesto, esto no implica ninguna conclusión normativa, ya que del mero hecho de su posibilidad no se deriva la necesidad o conveniencia de utilización.

19. Serán las lógicas subyacentes relacionadas con la intermediación financiera: competitiva versus colaborativa, las que contextualicen su posible utilización, así como las circunstancias específicas relacionadas con las ventajas de cada modelo: restricción y coste del crédito, confianza relativa en las entidades financieras y en los demás *stakeholders*, políticas en torno a la deuda con la administración pública, calidad del sistema judicial en relación a los acuerdos contractuales, calidad de los sistemas digitales de gestión...

20. En cualquier caso, el contraste positivo del Modelo de *Mutual Cash Holding* abre una posibilidad real, alternativa a los modelos clásicos de intermediación financiera, con lo que amplía las opciones, y por tanto los grados de libertad de los CFOs en la gestión de tesorería.

Objetivo práctico. Propuesta de aplicabilidad del Modelo.

21. Una vez contrastado, el *Mutual Cash Holding* (MCH), se presenta como un Modelo innovador, que permite abordar la gestión de tesorería desde una perspectiva colaborativa. La utilización del MCH puede ser adecuada en situaciones de escasez de liquidez, restricciones de crédito bancario y/o búsqueda de reducción de costes de intermediación; pero también es adecuado para canalizar el exceso de tesorería (originado por motivos de precaución o de falta de retribución). En ambos casos, la gestión colaborativa de tesorería supone una alternativa complementaria a los sistemas tradicionales de financiación.

22. La implantación del *Mutual Cash Holding* (MCH) puede reducir la necesidad de intermediación bancaria en la gestión de tesorería y de financiación externa al ecosistema. Sin embargo, este modelo *Mutual Cash Holding* (MCH) pone de manifiesto la necesidad de una gestión profesionalizada y de un sistema de garantías que las entidades financieras pueden aportar al sistema de gestión colaborativa de tesorería. Esto implicaría un cambio en el papel desempeñado por las entidades financieras en la gestión de tesorería, pasando de ser proveedores de fondos a proveedores de servicios de gestión de tesorería, en sintonía con la transformación digital a la que se está sometiendo la banca actualmente. En cualquier caso, el *Mutual Cash Holding* no se opone necesariamente a la intermediación financiera, ya que son precisamente dichas entidades las que poseen unas mejores competencias para poder generar sistemas y ecosistemas de colaboración en la gestión de tesorería. Por lo que sugerimos a las entidades financieras que, en lugar de considerar el *Mutual Cash Holding* como un servicio competitivo con los ofertados por la entidad, lo visualicen como un nuevo producto / servicio que pueden poner en el mercado; por otra parte, totalmente compatible con el nuevo modelo de banca digital.

23. El modelo de *Mutual Cash Holding*, que hemos desarrollado y contrastado, puede ser utilizado como guía para la implantación de prácticas colaborativas en la gestión de tesorería entre empresas, ya que identifica tanto las variables intervinientes como las relaciones que entre ellas se establecen. Para que un modelo de este tipo pueda tener éxito en la práctica, se exigiría: 1) unas empresas con altos niveles de transparencia y una gestión de calidad, tanto en personas como en resultados; 2) una complementariedad en los ciclos de tesorería que permita anticipar beneficios mutuos; 3) una propuesta creíble y de calidad en relación al sistema de gestión; y 4) un sistema de garantías que rebaje sustancialmente el riesgo percibido.

24. Cabe señalar que, a la hora de implementar el nuevo modelo, será más fácil si el liderazgo recae en la/s entidad/es que más riesgo asuman, y en aquellas que tengan una menor posibilidad, y trayectoria, de prácticas oportunistas. La existencia de una entidad financiera que asuma la gestión y garantice el conjunto de operaciones sería un elemento facilitador en la puesta en marcha. En estas conclusiones hay que señalar que el momento económico actual, difiere sustancialmente del momento en el que se inició la investigación, ya que la situación de restricción y coste del crédito se ha visto sustituida por una burbuja de *cash*, donde el efectivo tiene un valor cercano a cero. En esta situación, es difícil que se puedan generar expectativas de beneficio mutuo, al menos entre entidades saneadas financieramente.

25. Complementariamente, la investigación realizada, contribuye a la teoría general, aportando un modelo explicativo de los factores que posibilitan el desarrollo de un sistema de gestión de tesorería colaborativa, basada en la confianza mutua; complementando la escasa literatura desarrollada alrededor de la gestión de tesorería en el ámbito de la ética en las finanzas (Boatright, 2008) y de las finanzas sostenibles (Soppe, 2010). Así mismo, demuestra que es posible, al menos en los casos estudiados, una explicación alternativa a la teoría de agencia (Jensen & Meckling, 1976), en la línea de la teoría *stewardship* (Donaldson & Davis, 1991).

26. Desde el ámbito de las finanzas colaborativas en sentido amplio, y de la gestión de tesorería colaborativa en particular, este estudio aporta evidencia empírica a la extensa literatura ya desarrollada en materia de confianza inter-organizacional (McEvily & Zaheer, 2006; Seppänen *et al.* 2007), así como confianza en las alianzas (Ring & Van de Ven, 1992; Madhok, 1995; Das & Teng, 1998).

27. Posiblemente, la mayor contribución a la literatura existente consiste en haber introducido la condición de posibilidad: hacer las cosas de otra forma, es posible; lo que incrementa los grados de libertad del decisor, resultando una aportación relevante al paradigma discrecional en la gestión de empresa (Migué, Belanger & Niskanen, 1974; Wangrow, Schepker & Barker III, 2015).

La tabla 7.1. recoge de manera resumida todas las conclusiones estructuradas de acuerdo con los objetivos con los que se corresponden.

Tabla 7.1. Correspondencia entre Objetivos y Conclusiones

OBJETIVOS	CONCLUSIONES
1° objetivo intermedio. Identificar los determinantes de cash holding y explicar su contribución a la creación de valor en la empresa desde las teorías clásicas financieras y teoría de firma.	1. 2. 3.
2° objetivo intermedio. Definir conceptualmente la gestión colaborativa de tesorería entre empresas en el ámbito de las finanzas colaborativas, en sentido amplio; y en el ecosistema actual de la economía colaborativa.	4. 5. 6. 7.
3° objetivo intermedio. Interpretar la teoría de los stakeholders desde diferentes perspectivas: normativa, instrumental, descriptiva y ontológica -como teoría de firma-; y analizar, con base en la misma, el potencial de la gestión colaborativa de tesorería para generar valor para el conjunto de stakeholders.	8. 9. 10. 11.
4° objetivo intermedio. Analizar la posibilidad de una perspectiva colaborativa, como alternativa a la perspectiva de interés propio, en la gestión de tesorería.	12. 13.
5° objetivo intermedio. Constatar si es posible gestionar la tesorería de las empresas desde un nuevo punto de vista, basado en la colaboración.	14. 15.
6° objetivo intermedio. Identificar los factores o condiciones necesarios para que se puedan dar procesos colaborativos entre empresas en la gestión de tesorería.	16. 17.
Objetivo principal. Contrastar el modelo de gestión colaborativa de tesorería propuesto (Mutual Cash Holding -MCH-).	18. 19. 20.
Objetivo práctico. Propuesta de aplicabilidad del Modelo.	21. 22. 23. 24. 25. 26. 27.

Fuente: elaboración propia

7.2. LIMITACIONES

El presente estudio está sujeto a una serie de limitaciones que conviene reflejar con el fin de que los resultados y conclusiones que de él se derivan se puedan interpretar adecuadamente. A continuación presentamos las que, a nuestro juicio, son las más relevantes.

El estudio se encuentra restringido al ámbito geográfico del Estado Español, por lo tanto, pudiera no ser justificable una ampliación de la significatividad de los datos a otros países con economías desarrolladas similares a la española, lo cierto es que pudieran intervenir variables culturales o contextuales específicas, que distorsionaran el modelo en su aplicabilidad a otros países.

Adicionalmente, dado que se ha utilizado una muestra de empresas con gestión profesionalizada, en la que las pequeñas empresas no se encontraban bien representadas, los resultados del estudio podrían no ser generalizables a este tipo de empresas.

Por otra parte, los factores que integran el *Mutual Cash Holding* se han identificado desde una posición estática, no habiéndose analizado los impactos que la evolución temporal de resultados reales tiene en el modelo.

7.3. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Las líneas futuras de investigación tienen relación tanto con las limitaciones expuestas anteriormente, como con el propio potencial que presenta el contraste positivo del Modelo.

En cuanto a dichas limitaciones, en primer lugar, será interesante el replicar el estudio al menos, en el conjunto de Europa; y qué duda cabe, si fuera posible, en la totalidad de las economías emergentes. Esto permitiría identificar el efecto de la variable país, y analizar su posible relevancia como variable moderadora.

Indudablemente sería interesante realizar un mayor número de análisis de casos, en especial sobre grupos de empresas que introdujeran de forma sistemática el Modelo *Mutual Cash Holding*, para analizar de forma diacrónica como van modificándose las expectativas y conductas, en función de los resultados.

Así mismo, sería interesante identificar un mayor número de experiencias que permitieran realizar un análisis estadístico, basado en datos reales de resultados, y que nos permitiera contrastar la eficiencia real de este modelo, frente a los modelos más clásicos de intermediación financiera.

BIBLIOGRAFÍA

- Accenture. (2015). *The future of fintech and banking*. (Consultoría). Retrieved from: <https://www.accenture.com/us-en/insight-future-fintech-banking>
- Adams, B. D., Flear, C., Taylor, T. E., Hall, C. D., & Karthaus, C. (2010). *Review of Interorganizational trust models* (No. DRDC-T-CR-2010-143). Ontario, Canada: Humansystmes Inc Guelph.
- Adams, J. S. (1965). Inequity in social exchange. *Advances in Experimental Social Psychology*, 2, 267-299. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S0065-2601\(08\)60108-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0065-2601(08)60108-2)
- Adler, L. (1967). Resource pooling for mutual benefit. *Management Review*, 56(2), 59-64.
- Agle, B. R., Donaldson, T., Freeman, R. E., Jensen, M. C., Mitchel, R. K., & Wood, D. J. (2008). Dialogue: Toward superior stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 18(02), 153-190. doi:10.1017/S1052150X00010927
- AICPA. (1994). *Improving business reporting—A customer focus: Meeting the information needs of investors and creditors, comprehensive report of the special committee on financial reporting* (the Jenkins report). New York, NY: American Institute of Certified Public Accountants.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alama, E. (2009). *Capital intelectual y resultados empresariales en las empresas de servicios profesionales de España* (Doctoral dissertation). Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Organización de Empresas, Madrid, España.
- Aldás-Manzano, J. (2016). *Modelización estructuras con pls-sem: Constructos de segundo orden*. Valencia, España: Alfa Delta Digital.
- Alejos, C. L. (2015). Transparencia: Fuente de confianza en la empresa. *Cuadernos de la Cátedra "LaCaixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo. Documento de Investigación*, (27). IESE Business School.
- Ali, A., & Yousaf, S. (2013). Determinants of cash holding in german market. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 12(6), 28-34.
- Almeida, H., Acharya, V., & Campello, M. (2006). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *London Business School IFA Working Paper Series*. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.650997>

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231-241.
- AMADEUS. (2017). Base de datos. Retrieved from <http://www.bvdinfo.com/es-es/our-products/company-information/international-products/amadeus>
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
- Anderson, J. C., & Gerbing, D. W. (1988). Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach. *Psychological Bulletin*, 103(3), 411.
- Anderson, J. C., & Narus, J. A. (1990). A model of distributor firm and manufacturer firm working partnerships. *The Journal of Marketing*, 54(1), 42-58.
- Anderson, R. W., & Hamadi, M. (2016). Cash holding and control-oriented finance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 410-425.
- Anderson, E., & Weitz, B. (1989). Determinants of continuity in conventional industrial channel dyads. *Marketing Science*, 8(4), 310-323. doi:10.1287/mksc.8.4.310
- Aoki, M. (1984). *The co-operative game theory of the firm*. Oxford University Press.
- Arbuckle, J. L. (2003). Amos 5.0. *Chicago, Il: SPSS*.
- Argandoña, A. (1998). The stakeholder theory and the common good. *Journal of Business Ethics*, 17(9-10), 1093-1102. doi:10.1023/A:1006075517423
- Argandoña, A. (2007). La responsabilidad social de la empresa a la luz de la ética. *Cuadernos de la Cátedra "LaCaixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo. Documento de Investigación*, (708). IESE Business School. Recuperado de <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0708.pdf>
- Argandoña, A. (2010). La dimensión ética de la crisis financiera. *Mediterráneo Económico*, 18, 183-198.
- Argandoña, A. (2011a). El bien común. *Cuadernos de la Cátedra "LaCaixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo. Documento de Investigación* (937). IESE Business School. Recuperado de <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0937.pdf>

- Argandoña, A. (2011b). La teoría de los stakeholders y la creación de valor. En *Transformar el mundo humanizar la técnica ética, responsabilidad social e innovación. XIX Congreso de EBEN, España*.
- Arrow, K. J. (1962). Economic welfare and the allocation of resources to invention. In: Nelson, Richard R., (Ed.), *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, Princeton University Press, Princeton, pp. 609–625.
- Asher, C., Mahoney, J., & Mahoney, J. (2005). Towards a property rights foundation for a stakeholder theory of the firm. *Journal of Management & Governance*, 9(1), 5-32. doi:10.1007/s10997-005-1570-2
- Aulakh, P. S., Kotabe, M., & Sahay, A. (1996). Trust and performance in cross-border marketing partnerships: A behavioral approach. *Journal of International Business Studies*, 27(5), 1005-1032.
- Azorín, J. F. M., Gamero, M. D. L., Moliner, J. P., Ortega, E. M. P., & Guilló, J. J. T. (2012). Métodos híbridos de investigación y dirección de empresas: Ventajas e implicaciones. *Cuadernos de Economía y Dirección de La Empresa*, 15(2), 55-62.
- Bagozzi, R. P. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error: A comment. *Journal of Marketing Research*, 18(3), 375-381.
- Bagozzi, R. P., & Fornell, C. (1982). Theoretical concepts, measurements, and meaning. *A Second Generation of Multivariate Analysis*, 2(2), 5-23.
- Bachmann, R., & Inkpen, A. C. (2011). Understanding institutional-based trust building processes in inter-organizational relationships. *Organization Studies*, 32(2), 281-301. doi:10.1177/0170840610397477
- Baier, A. (1995). *Moral prejudices: Essays on ethics*. Cambridge: Harvard University Press.
- Banco Central Europeo (2015). Non-bank financing for euro area. NFCs during the crisis. *Economic Bulletin*, 4.
- Banco Central Europeo. (2016). *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE)*. Sept.-Abril 2016. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html
- Circular 6/2016, de 30 de junio, del Banco de España, a las entidades de crédito y a los establecimientos financieros de crédito, por la que se determinan el contenido y el formato del documento "información financiera-Pyme" y se especifica la metodología de

- calificación del riesgo previstos en la ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. (Boletín Oficial del Estado núm. 166, de 11 de julio de 2016).
- Banco de España. (Enero 2015). *Evolución del crédito comercial de las empresas no financieras en España*. (Boletín Económico, Enero 2015). Retrieved from <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/15/Ene/Fich/be1501-art3.pdf>
- Bandura, A. (1986). Social foundations of thought and action: A social cognitive perspective. *Englewood Cliffs, NJ: Princeton-Hall*.
- Bandura, A. (1954). The rorschach white space response and perceptual reversal. *Journal of Experimental Psychology*, 48(2), 113-118. doi:10.1037/h0063608
- Barber, B. (1983). *The logic and limits of trust*. New Brunswick, N.J: Rutgers University Press.
- Barclay, D., Higgins, C., & Thompson, R. (1995). The partial least squares (PLS) approach to causal modeling: Personal computer adoption and use as an illustration. *Technology Studies*, 2(2), 285-309.
- Barney, J. B. (1996). The resource-based theory of the firm. *Organization Science*, 7(5), 469-469.
- Barney, J. B., & Hansen, M. H. (1994). Trustworthiness as a source of competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 15(S1), 175-190. doi:10.1002/smj.4250150912
- Barroso, C., Cepeda, G. C., & Roldán, J. L. (2010). Applying maximum likelihood and PLS on different sample sizes: Studies on SERVQUAL model and employee behavior model. *Handbook of partial least squares* (pp. 427-447). Springer.
- Barroso, C., Cepeda, G., & Roldán, J. (2006). Constructos latentes y agregados en la economía de la empresa. Paper presented at the *Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la Empresa. XX Congreso Nacional y XVI Congreso Hispano-Francés de AEDEM. Palma de Mallorca. AEDEM*, (22) 979-993.
- Baskin, J. (1987). Corporate liquidity in games of monopoly power. *The Review of Economics and Statistics*, 69(2), 312-19.
- Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. doi:10.3386/w12534
- Batlin, C. A., & Hinko, S. (1982). A game theoretic approach to cash management. *Journal of Business*, 55(3), 367-381.

- Baughn, C. C., Denekamp, J. G., Stevens, J. H., & Osborn, R. N. (1997). Protecting intellectual capital in international alliances. *Journal of World Business*, 32(2), 103-117. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S1090-9516\(97\)90002-X](http://dx.doi.org/10.1016/S1090-9516(97)90002-X)
- Baumol, W. J. (1952). The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66(4), 545-557.
- Bowie, N. E. (1998). A kantian theory of meaningful work. *Journal of Business Ethics*, 17(9), 1083-1092.
- Beauchamp, T. L., & Childress, J. F. (2001). *Principles of biomedical ethics*. New York, USA: Oxford University Press.
- Belsley, D. A. (1991). A guide to using the collinearity diagnostics. *Computer Science in Economics and Management*, 4(1), 33-50.
- Bengtsson, M., Hinttu, S., & Kock, S. (2003). Relationships of cooperation and competition between competitors. *19th Annual IMP Conference*, Lugano, Switzerland.
- Benkler, Y. (2004). Sharing nicely: On shareable goods and the emergence of sharing as a modality of economic production. *The Yale Law Journal*, 114(2), 273-358. doi:10.2307/4135731
- Beraza, A. (2014). *Mutual cash holding: Un enfoque innovador de tesorería*. In San-Jose, L. & Retolaza, J.L. (Ed.), *Nuevos modelos de financiación*. Bilbao: Aurkilan ediciones.
- Beraza, A., & San-Jose, L. (2015). *Variables determinantes de mutual cash holding: Evidencias empíricas..* In J. M. Beraza (Ed.), *Estrategia empresarial ante un escenario de crisis. Business strategy to a stage of crisis. AEDEM*. Madrid: ESIC.
- Beraza, A., & San-Jose, L. & Retolaza, J.L. (2014). *Is there a way to optimize financial crowdfunding? The mutual cash holding model as an innovation*. In Escribá-Esteve, A. (Ed.), *Waves and Winds of Strategic Leadership for Sustainable Competitiveness. 14ª EURAM 2014*. Valencia.
- Beraza, A., & San-Jose, L. & Retolaza, J.L. (2016). El mutual cash holding: Factores que determinan un modelo de gestión integral de la tesorería. *Management International*, 21(1), 101-113.
- Bergman, M. M. (2008). *Advances in mixed methods research: Theories and applications*. Sage.

- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 488-506.
- Bernstein, S. (2012). *The compromise of liberal environmentalism*. Columbia University Press.
- Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 26-35. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.06.004>
- Blair, M. M. (1998). For whom should corporations be run?: An economic rationale for stakeholder management. *Long Range Planning*, 31(2), 195-200.
- Bloomfield, R., & O'Hara, M. (1999). Market transparency: Who wins and who loses? *Review of Financial Studies*, 12(1), 5-35.
- Boatright, J. R. (1994). Fiduciary duties and the shareholder-management relation: or, what's so special about shareholders?. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 393-407.
- Boatright, J. R. (2002). Contractors as stakeholders: Reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contracts firm. *Journal of Banking & Finance*, 26(9), 1837-1852. doi:[http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00194-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00194-2)
- Boatright, J. R. (2008). *Ethics in finance* (2nd ed.). Singapore: Blackwell.
- Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. (Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 28 de abril de 2015).
- Bokpin, G. A. (2013). Corporate disclosure, transparency and firms' cash holdings: Evidence from the emerging capital market of Ghana. *Journal of Economics and International Finance*, 5(4), 106-113.
- Bollen, K. A., & Davis, W. R. (2009). Causal indicator models: Identification, estimation, and testing. *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal*, 16(3), 498-522.
- Bollen, K. A., & Long, J. S. (1993). *Testing structural equation models*. Sage.
- Bollen, K. A., & Bauldry, S. (2011). Three cs in measurement models: Causal indicators, composite indicators, and covariates. *Psychological Methods*, 16(3), 265-284. doi:10.1037/a0024448
- Bollen, K., & Lennox, R. (1991). Conventional wisdom on measurement: A structural equation perspective. *Psychological Bulletin*, 110(2), 305-314. doi:10.1037/0033-2909.110.2.305

- Borsboom, D., Mellenbergh, J. G., van Heerden, J. (2003). The theoretical status of latent variables. *Psychological Review*, 110 (2), 203–219
- Botsman, R., & Rogers, R. (2010). What's mine is yours. *The Rise of Collaborative Consumption*. Harper Collins.
- Bowen, J. T., & Shoemaker, S. (1998). Loyalty: A strategic commitment. *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 39(1), 12-25.
- Bowen, J. T., & Shoemaker, S. (2003). Development of taxonomy on services to gain strategic marketing insights loyalty: A strategic commitment. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 44(5-6), 31-46.
- Bowman, C., & Faulkner, D. (1997). *Competitive and corporate strategy*. London, England: Irwin.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1993). *Fundamentos de financiación empresarial*. Madrid, Spain: McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Corporate finance*. 8° edition. New York, USA: Irwin Mc Graw-Hill.
- Bruning, S. D., DeMiglio, P. A., & Embry, K. (2006). Mutual benefit as outcome indicator: Factors influencing perceptions of benefit in organization–public relationships. *Public Relations Review*, 32(1), 33-40. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.pubrev.2005.10.005>
- Bruning, S. D., & Ledingham, J. A. (2000). Perceptions of relationships and evaluations of satisfaction: An exploration of interaction. *Public Relations Review*, 26(1), 85-95. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S0363-8111\(00\)00032-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0363-8111(00)00032-1)
- Burton, B. K., & Dunn, C. P. (1996). Feminist ethics as moral grounding for stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 6(02), 133-147.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-252. doi:10.1111/j.1475-679X.2004.00136.x
- Butler, J. K., & Cantrell, R. S. (1984). A behavioral decision theory approach to modeling dyadic trust in superiors and subordinates. *Psychological Reports*, 55(1), 19-28. doi:10.2466/pr0.1984.55.1.19

- Cabrera, J. (2008, 9 de octubre 2008). La transparencia es clave para el futuro de nuestras organizaciones. En innovación en la gestión. Conversaciones sobre liderazgo y los nuevos modelos de creación de valor en la era de la colaboración. Retrieved from <https://blog.cabreramc.com/2008/10/09/la-transparencia-es-clave-para-el-futuro-de-nuestras-organizaciones/>
- Cai, W., Zeng, C., Lee, E., & Ozkan, N. (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 1-24. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.cjar.2015.10.002>
- Cameron, R., & Molina-Azorin, J. F. (2011). The acceptance of mixed methods in business and management research. *International Journal of Organizational Analysis*, 19(3), 256-271.
- Cammann, C., Fichman, M., Jenkins, G. D., Jr., & Klesh, J. R. (1983). Assessing the attitudes and perceptions of organizational members. In S. E. Seashore, E. E. Lawler, III, P. H. Mirvis, & C. Cammann (Eds.), *Assessing organizational change: A guide to methods, measures, and practices* (pp. 71-138). New York: John Wiley.
- Cañigual, A. (Enero 2014). Los retos de la economía colaborativa. *Economía En Colaboración, Dossieres Economistas sin Fronteras*, nº 12.
- Carrizo, J. A. M. (2015). Una reflexión sobre el tamaño empresarial en España. *Información Comercial Española, ICE. Revista de Economía*, (885), 117-132.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Carson, S. J., Madhok, A., Varman, R., & John, G. (2003). Information processing moderators of the effectiveness of trust-based governance in interfirm R&D collaboration. *Organization Science*, 14(1), 45-56.
- Castejón, J., & Alaminos, A. (2006). *Elaboración, análisis e interpretación de encuestas, cuestionarios y escalas de opinión*. Alicante, Spain: Marfil.
- Cenfetelli, R., & Bassellier, G. (2009). Interpretation of formative measurement in information systems research. *Mis Quarterly*, 33(4), 689-707.

- Cepeda, G., & Roldán, J. L. (2004). Aplicando en la práctica la técnica PLS en la administración de empresas. Paper presented at the *Conocimiento y Competitividad. XIV Congreso Nacional ACEDE*. Murcia, 74-78.
- Cepeda, G., & Roldán, J. L. (2014). *Material utilizado en seminario sobre profundización y avances recientes en la técnica PLS organizado por Fundación Camilo Prado*. Unpublished manuscript.
- CERSE (2011). *Transparencia, comunicación y estándares de los informes y memorias de sostenibilidad*, nº2.
- Chang, S. J., & Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, 43(3), 429-448.
- Chastain, C. E. (1986). Integration of cash management. *Business Horizons*, 29(6), 79-84. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/0007-6813\(86\)90042-X](http://dx.doi.org/10.1016/0007-6813(86)90042-X)
- Chen, H., & Min, S. (2007). Measuring trust in an interorganizational context. In Sharma, D. & Borna, S. (Eds.), *Proceedings of the 2007 academy of marketing science (AMS) annual conference* (pp. 153-153). Springer International Publishing. doi:- 10.1007/978-3-319-11806-2_72
- Child, J., Faulkner, D., & Tallman, S. B. (2005). *Cooperative strategy*. USA: Oxford University Press.
- Chin, W. W. (1998a). The partial least squares approach to structural equation modeling. *Modern Methods for Business Research*, 295(2), 295-336.
- Chin, W. W. (1998b). Commentary: Issues and Opinion on Structural Equation Modeling, *MIS Quarterly*, 22(1), pp. vii-xvi.
- Chin, W. W. (2010). How to write up and report PLS analyses. In V. Esposito Vinzi, W. W. Chin, J. Henseler, & H. Wang (Eds.), *Handbook of partial least squares: concepts, methods and applications in marketing and related fields* (pp. 655-690). Berlin: Springer.
- Chung, K. H., Kim, J., Kim, Y. S., & Zhang, H. (2015). Information asymmetry and corporate cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(9-10), 1341-1377.

- Cillán, J. G., & Escudero, A. I. R. (2013). Tipos de investigación científica. En Sarabia Sánchez, F.J. (Coord.), *Métodos de Investigación Social y de La Empresa* (pp. 47-66). Madrid, España: Editorial Pirámide.
- Clarke, R. (2002). e-Consent: a critical element of trust in e-business. In: Proc. 15th Bled electronic commerce conference, Bled, Slovenia; June 2002, at <http://www.rogerclarke.com/EC/eConsent.html>.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Clarkson, M., Starik, M., Cochran, P., & Jones, T. M. (1994). The Toronto conference: Reflections on stakeholder theory. *Business and Society*, 33(1), 82.
- Claro, D. P., Hagelaar, G., & Omta, O. (2003). The determinants of relational governance and performance: How to manage business relationships? *Industrial Marketing Management*, 32(8), 703-716. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.indmarman.2003.06.010>
- CNMC (Comisión Nacional Mercados Competencia). (2016). *Conclusiones preliminares del E/CNMC/004/15 estudio sobre los nuevos modelos de prestación de servicios y la economía colaborativa*. Unpublished manuscript.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405. doi:10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x
- Cohen, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences*. NJ, USA: Lawrence Erlbaum Associates. Hillsdale.
- Collaborative Finance. (23 febrero 2017). Retrieved from <http://www.collaborativefinance.org/>
- Colquitt, J. A., Scott, B. A., & LePine, J. A. (2007). Trust, trustworthiness, and trust propensity: A meta-analytic test of their unique relationships with risk taking and job performance. *Journal of Applied Psychology*, 92(4), 909-927. doi:10.1037/0021-9010.92.4.909
- Coltman, T., Devinney, T. M., Midgley, D. F., & Venaik, S. (2008). Formative versus reflective measurement models: Two applications of formative measurement. *Journal of Business Research*, 61(12), 1250-1262. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.01.013>
- Comelli, M., Fenies, P., & Lemoine, D. (2009). Tactical planning for optimal cash flow and value sharing in supply chain. *International Journal of Logistics Systems and Management*, 5(3-4), 323-343.

- Comunidad Europea. (2000). Directiva 2000/35/CE del parlamento europeo y del consejo, de 29 de junio de 2000, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. *DOUE» Núm. 200, de 8 de Agosto*.
- Coote, L. V., Forrest, E. J., & Tam, T. W. (2003). An investigation into commitment in non-western industrial marketing relationships. *Industrial Marketing Management, 32*(7), 595-604.
- Cornett, M. M., McNutt, J. J., Strahan, P. E., & Tehranian, H. (2011). Liquidity risk management and credit supply in the financial crisis. *Journal of Financial Economics, 101*(2), 297-312.
- Corsten, D., & Kumar, N. (2005). Do suppliers benefit from collaborative relationships with large retailers? an empirical investigation of efficient consumer response adoption. *Journal of Marketing, 69*(3), 80-94.
- Creswell, J. W. (2005). *Educational research: Planning, conducting, and evaluating quantitative and qualitative research*. Upper Saddle River, NJ: Pearson Merrill Prentice Hall.
- Creswell, J. W., & Clark, V. L. P. (2011). *Designing and conducting mixed methods research*. (2nd edition). Thousand Oaks, USA: SAGE.
- Cuesta, C., Ruesta, M., Tuesta, D., & Urbiola, P. (2015). The digital transformation of the banking industry. *BBVA Research*. Recuperado de https://www.Bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2015/08/EN_Observatorio_Banca_Digital_vf3.Pdf
- Cullen, J. B., Johnson, J. L., & Sakano, T. (2000). Success through commitment and trust: The soft side of strategic alliance management. *Journal of World Business, 35*(3), 223-240. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S1090-9516\(00\)00036-5](http://dx.doi.org/10.1016/S1090-9516(00)00036-5)
- Cummings, L. L., & Bromiley, P. (1996). The organizational trust inventory (OTI). *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research, 302*(330), 39-52.
- Custodio, C., Ferreira, M. A., & Raposo, C. (Febrero, 2005). *Cash holdings and business conditions*. London Business School IFA Working Paper Series. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=608664Cash>
- Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics, 114*(1), 125-154.

- Damodaran, A. (2005). *Dealing with cash, cross holdings and other non-operating assets: Approaches and implications (working paper)*. (New York, United States: New York University, Department of Finance. ed.)
- Damodaran, A. (2011). *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons.
- Das, T. K., & Teng, B. (1998). Between trust and control: Developing confidence in partner cooperation in alliances. *Academy of Management Review*, 23(3), 491-512.
- Das, T. K., & Teng, B. (2000). A resource-based theory of strategic alliances. *Journal of Management*, 26(1), 31-61.
- Das, T. K., & Teng, B. (2001). Trust, control, and risk in strategic alliances: An integrated framework. *Organization Studies*, 22(2), 251-283.
- de Guevara Radoselovics, J. F. (2014). *Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis*. Bilbao, Spain: Fundacion. BBVA.
- de Rada, V. D. (2012). Ventajas e inconvenientes de la encuesta por internet. *Papers: Revista de Sociologia*, 97(1), 193-223.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- Dees, J. G., & Cramton, P. C. (1991). Shrewd bargaining on the moral frontier: Toward a theory of morality in practice. *Business Ethics Quarterly*, 1(2), 135-167.
- Deloof, M., & Jegers, M. (1996). Trade credit, product quality, and intragroup trade: Some european evidence. *Financial Management*, 25(3), 33-43.
- Deloof, M., & Verschueren, I. (1999). Are leases and debt substitutes? Evidence from Belgian firms. *Financial Management*, 28(2), 91-95.
- Deloof, M. (2001). Belgian intragroup relations and the determinants of corporate liquid reserves. *European Financial Management*, 7(3), 375-392.
- Dembinski, P. H. (2004). From cracks in the liberal edifice to the rediscovery of the common good. *Journal of Markets and Morality*, 7(2), 432-439.
- Demsetz, H. (1967). Toward a theory of property rights. *The American Economic Review*, 57(2), 347-359.

- Devlin, G., & Bleackley, M. (1988). *Strategic alliances—Guidelines for success. Long range planning*, 21(5), 18-23. doi:[http://dx.doi.org/10.1016/0024-6301\(88\)90101-X](http://dx.doi.org/10.1016/0024-6301(88)90101-X)
- Diamantopoulos, A. (1999). Viewpoint—export performance measurement: Reflective versus formative indicators. *International Marketing Review*, 16(6), 444-457.
- Diamantopoulos, A. (2005). The C-OAR-SE procedure for scale development in marketing: A comment. *International Journal of Research in Marketing*, 22(1), 1-9.
- Diamantopoulos, A. (2011). Incorporating formative measures into covariance-based structural equation models. *Mis Quarterly*, 35(2), 335-358.
- Diamantopoulos, A., & Siguaw, J. A. (2006). Formative versus reflective indicators in organizational measure development: A comparison and empirical illustration. *British Journal of Management*, 17(4), 263-282.
- Diamantopoulos, A., & Winklhofer, H. M. (2001). Index construction with formative indicators: An alternative to scale development. *Journal of Marketing Research*, 38(2), 269-277.
- Diamantopoulos, A., Riefler, P., & Roth, K. P. (2008). Advancing formative measurement models. *Journal of Business Research*, 61(12), 1203-1218. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.01.009>
- Díaz, A. M., Vázquez, R., & Del Río, A. B. (2000). Nuevos planteamientos de marketing: La gestión de las relaciones. *Cuaderno de Trabajo, Universidad de Oviedo. Facultad de Ciencias Económicas*, (226), 1-32.
- Dijkstra, T. K., & Henseler, J. (2015). Consistent partial least squares path modeling. *MIS Quarterly- Management Information Systems Quarterly*, 39(2), 297-316.
- Dirks, K. T., & Ferrin, D. L. (2001). The role of trust in organizational settings. *Organization Science*, 12(4), 450-467.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006>
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/211963387?accountid=17248>

- Danish Ministry of Science, Technology Innovation (DMSTI) (2003) *Intellectual Capital Statements – The New Guideline* Copenhagen DMSTI.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.
- Donaldson, G., & Stone, N. D. (1984). *Managing corporate wealth: The operation of a comprehensive financial goals system*. New York: Praeger Publishers.
- Donaldson, T., & Dunfee, T. W. (1995). Integrative social contracts theory. *Economics and Philosophy*, 11(01), 85-112.
- Donaldson, T., & Dunfee, T. W. (1999). *Ties that bind: A social contracts approach to business ethics*. Cambridge: Harvard Business Press.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91. doi:10.5465/AMR.1995.9503271992
- Doney, P. M., Cannon, J. P., & Mullen, M. R. (1998). Understanding the influence of national culture on the development of trust. *Academy of Management Review*, 23(3), 601-620.
- Doney, P. M., & Cannon, J. P. (1997). An examination of the nature of trust in buyer-seller relationships. *Journal of Marketing*, 61(2), 35-51. doi:10.2307/1251829
- Drobetz, W., & Grüninger, M. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.
- Drucker, P. F. (1954). *The practice of management*. New York, USA: Harper and Row Publishers.
- Drucker, P. F. (1967). The effective executive. NY: Harper & Row. Fox, ML & Dwyer, DJ (1996) 'Stressful Job Demands and Worker Health: An Investigation of the Effects of Self-Monitoring', *Journal of Applied Social Psychology*, 25, 1973-1995.
- Drucker, P. F. (1999). *Managing for results: Economic tasks and risk-taking decisions*. New York, USA: Routledge.
- Dudley, E., & Zhang, N. (2016). Trust and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 41, 363-387.
- Dwyer, F. R., Schurr, P. H., & Oh, S. (1987). Developing buyer-seller relationships. *The Journal of Marketing*, 51(2), 11-27.

- Dyer, J. H., Kale, P., & Singh, H. (2001). How to make strategic alliances work. *MIT Sloan Management Review*, 42(4), 37-43.
- Dyer, J. H., & Singh, H. (1998). The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage. *Academy of Management Review*, 23(4), 660-679.
- Dyer, J. H., & Chu, W. (2003). The role of trustworthiness in reducing transaction costs and improving performance: Empirical evidence from the United States, Japan, and Korea. *Organization Science*, 14(1), 57-68. doi:10.1287/orsc.14.1.57.12806
- EBA (European Bank Authority) (2015). Opinion of the EBA on lending based crowdfunding. EBA/Op/2015/03 (26 February 2015). Retrieved from [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+\(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding).pdf)
- Ebert, T. (2006). Operationalisation of trust in business networks dealing with complex products and food products. In Fritz *et al.* (Eds.), *Trust and Risk in Business Networks — Proceedings of the 99th Conference (February 8-10)*, Bonn, Germany: Univ. ILB.
- Edwards, J. R., & Bagozzi, R. P. (2000). On the nature and direction of relationships between constructs and measures. *Psychological Methods*, 5(2), 155-174. doi:10.1037/1082-989X.5.2.155
- Egels-Zandén, N., & Sandberg, J. (2010). Distinctions in descriptive and instrumental stakeholder theory: A challenge for empirical research. *Business Ethics: A European Review*, 19(1), 35-49.
- Eggert, A., & Helm, S. (2003). Exploring the impact of relationship transparency on business relationships: A cross-sectional study among purchasing managers in Germany. *Industrial Marketing Management*, 32(2), 101-108. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S0019-8501\(02\)00224-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0019-8501(02)00224-9)
- Eisenhardt, K. M. (1985). Control: Organizational and economic approaches. *Management Science*, 31(2), 134-149. doi:10.1287/mnsc.31.2.134
- Eisenhardt, K. M., & Schoonhoven, C. B. (1996). Resource-based view of strategic alliance formation: Strategic and social effects in entrepreneurial firms. *Organization Science*, 7(2), 136-150. doi:10.1287/orsc.7.2.136

- Escrig, A. (2002). La construcción de escalas de medición de constructos latentes y agregados: Aplicación al caso de los constructos competencias distintivas y dirección de calidad. *VIII Taller de Metodología de La AECEDE*, Mayo.
- Escudero, A. I. R., & Cillán, J. G. (2013). Ciencia, método y construcción científica. En Sarabía-Sánchez, F.J. (Ed.). *Métodos de Investigación Social y de la Empresa* (pp. 29-46). Madrid, España: Pirámide.
- Escudero, G. (2009). *La teoría de los stakeholders según Romald Edward Freeman* (Doctoral dissertation, Tesis doctoral). Instituto Empresa y Humanismo, Universidad de Navarra, Pamplona.
- Etzioni, A. (1999). A communitarian note on stakeholder theory. *Essays in socio-economics*. 27-42. Berlin: Springer.
- European Commission. (2014). Comunicación de la comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las regiones. Recuperado de (14 junio 2016): http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_es.pdf.
- Evan, W.M. & Freeman, R. E. (1988). A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism. In Beauchamp, T. & Bowie, N.E. (eds.) *Ethical Theory and Business*, Prentice hall, Englewood cliffs.
- Evans, D. & Schmalensee, R. (2007). The Industrial Organization of Markets with Two-Sided Platform. *CPI Journal*, Competition Policy International, 63(3), 240-256.
- Faems, D., Janssens, M., Madhok, A., & Van Looy, B. (2008). Toward an integrative perspective on alliance governance: Connecting contract design, trust dynamics, and contract application. *Academy of Management Journal*, 51(6), 1053-1078.
- Falk, R. F., & Miller, N. B. (1992). *A primer for soft modeling*. University of Akron Press.
- FASB (Financial Accounting Standards Board) (2001). Improving business reporting: Insights into enhancing voluntary disclosures. (Business reporting research project). Norwalk, CT: FASB.
- Faulkender, M. (2002). Cash holdings among small businesses. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.305179>

- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990. doi:10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x
- Fayol, H., & Reineke, K. (1929). *Allgemeine und industrielle verwaltung*. München: Oldenbourg.
- Felber, C. (2012). *La economía del bien común*. Barcelona, España: Deusto.
- Fernandes, N., & Gonenc, H. (2016). Multinationals and cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 39, 139-154.
- Fernández, J. L. F., & Sanjuán, A. B. (2012). La teoría del stakeholder o de los grupos de interés, pieza clave de RSE, del éxito empresarial y de la sostenibilidad. *Adresearch*, (6), 130-143.
- Fernández, A. (2013). La entrevista en profundidad. En Sarabia Sánchez, F.J. (Coord.), *Métodos de Investigación Social y de La Empresa* (pp. 575-596). Madrid, España: Editorial Pirámide.
- Ferrary, M. (2009). A stakeholder's perspective on human resource management. *Journal of Business Ethics*, 87(1), 31-43.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319. doi:10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579-607.
- Fonrodona, J., & Sison, A. J. G. (2006). The nature of the firm, agency theory and shareholder theory: A critique from philosophical anthropology. *Journal of Business Ethics*, 66(1), pp. 33-42. doi:10.1007/s10551-006-9052-2
- Fornell, C., & Bookstein, F. L. (1982). Two structural equation models: LISREL and PLS applied to consumer exit-voice theory. *Journal of Marketing Research*, 19(November), 440-452.
- Fornell, C., & Cha, J. (1994). Partial least squares. *Advanced Methods of Marketing Research*, 407(3), 52-78.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421.
- Freeman, R. E. (1999). Divergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 233-236.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. New Haven (CT): Yale University Press.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106.
- Freeman, E., Retolaza, J. L., & San-Jose, L. (2011). Teoría ontológica de los Stakeholders: el caso Etxanobe como ejemplo de creación de valor. In *Los mercados del mañana: bases para su análisis hoy (The markets of tomorrow: basis for their analysis today)* (p. 181). Escuela Superior de Gestión Comercial y Marketing, ESIC.
- Frésard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 359-384. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.04.004>
- Friedman, A. L., & Miles, S. (2006). *Stakeholders: Theory and practice*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Friedrich, C. J. (1949). *The philosophy of Kant*. New York, NY: Modern Library.
- Fritz Foley, C., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579-607. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.006>
- Fukuyama, F. (1996). *Trust: The social virtues and the creation of prosperity*. New York, USA: The Free Press.
- Gaitán, J. A., & Piñuel, J. L. (1998). *Técnicas de investigación en comunicación social*. Madrid: Síntesis, 281-311.
- Galbraith, J. G. (1977). *Planificación de organizaciones*.
- Gambetta, D. (1988). *Trust: Making and breaking cooperative relations*. New York: Blackwell.

- Ganesan, S. (1994). Determinants of long-term orientation in buyer-seller relationships. *Journal of Marketing*, 58(2), 1-19. doi:10.2307/1252265
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 623-639.
- García-Merino, J. D.; Peña-Cerezo, M. Á.; Rodríguez-Castellanos, A. (2007). Métodos cuantitativos versus métodos cualitativos en la Economía de los Negocios. ¿Es una metodología irreconciliable?. *EconoQuantum. Revista de Economía y Negocios. Economics and Business Journal*, 3(2), 117-150.
- García-Teruel, P. J. (2005). *Ensayos sobre decisiones financieras a corto plazo: Endeudamiento, tesorería y crédito comercial (tesis doctoral)*. Universidad de Murcia, Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Murcia, España.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127.
- Gefen, D. (2000). E-commerce: The role of familiarity and trust. *Omega*, 28(6), 725-737. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S0305-0483\(00\)00021-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0305-0483(00)00021-9)
- Gefen, D. (2004). What makes an ERP implementation relationship worthwhile: Linking trust mechanisms and ERP usefulness. *Journal of Management Information Systems*, 21(1), 263-288. doi:10.1080/07421222.2004.11045792
- Gefen, D., & Straub, D. W. (2004). Consumer trust in B2C e-commerce and the importance of social presence: Experiments in e-products and e-services. *Omega*, 32(6), 407-424. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.omega.2004.01.006>
- Geisser, S. (1974). A predictive approach to the random effect model. *Biometrika*, 61(1), 101-107.
- Gersick, C. J. (1988). Time and transition in work teams: Toward a new model of group development. *Academy of Management Journal*, 31(1), 9-41.
- Geyskens, I., Steenkamp, J. E., Scheer, L. K., & Kumar, N. (1996). The effects of trust and interdependence on relationship commitment: A trans-atlantic study. *International Journal of Research in Marketing*, 13(4), 303-317.
- Geyskens, I., Steenkamp, J. E. M., & Kumar, N. (1998). Generalizations about trust in marketing channel relationships using meta-analysis1. *International Journal of Research in*

- Marketing*, 15(3), 223-248. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S0167-8116\(98\)00002-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0167-8116(98)00002-0)
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). Factors that influence financial leverage of canadian firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(2), 19-37.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79.
- Gisbert, J. (2010). *Vivir sin empleo: Trueque, bancos de tiempo, monedas sociales y otras alternativas*. Barcelona, España: Ediciones los libros del Lince.
- Gitman, L. J., Forrester, D. K., & Forrester Jr, J. R. (1976). Maximizing cash disbursement float. *Financial Management*, 5(2), 15-24.
- Gnyawali, D. R., & Madhavan, R. (2001). Cooperative networks and competitive dynamics: A structural embeddedness perspective. *Academy of Management Review*, 26(3), 431-445.
- González, E. (2001). *La responsabilidad moral de la empresa. Una revisión de la teoría de stakeholder desde la ética discursiva* (Tesis doctoral). Universitat Jaume I. Castellón, España.
- Goodpaster, K. E. (1991). Business ethics and stakeholder analysis. *Business Ethics Quarterly*, 1, 53-73.
- Goodpaster, K. E., & Holloran, T. E. (1994). In defense of a paradox. *Business Ethics Quarterly*, 4(04), 423-429.
- Göran Svensson. (2006). Multiple informants and asymmetric interactions of mutual trust in dyadic business relationships. *European Business Review*, 18(2), 132-152. doi:10.1108/09555340610651848
- Götz, O., Liehr-Gobbers, K., & Krafft, M. (2010). Evaluation of structural equation models using the partial least squares (PLS) approach. In Esposito Vinzi, V., Chin, W. W., Henseler, J., & Wang, H. (Eds.), *Handbook of partial least squares: concepts, methods and applications* (pp. 691–711). Berlin: Springer.
- Granados, N., Gupta, A., & Kauffman, R. J. (2010). Research commentary—information transparency in business-to-consumer markets: Concepts, framework, and research agenda. *Information Systems Research*, 21(2), 207-226.

- Grant, R. M. (1991). The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation. *California Management Review*, 33(3), 114-135.
- GRI (Global Reporting Initiative) (2002). Sustainability reporting guidelines www.globalreporting.org
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1988). One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20(0), 175-202. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90044-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90044-X)
- Guba, E. G., & Lincoln, Y. S. (1994). Competing paradigms in qualitative research. In Denzin, N.K., & Lincoln, Y.S. (eds.), *Handbook of Qualitative Research* (pp. 163-194). California: Sage, Thousand Oaks.
- Gudergan, S. P., Ringle, C. M., Wende, S., & Will, A. (2008). Confirmatory tetrad analysis in PLS path modeling. *Journal of Business Research*, 61(12), 1238-1249.
- Gulati, R. (1998). Alliances and networks. *Strategic Management Journal*, 19(4), 293-317. doi:10.1002/(SICI)1097-0266(199804)19:4<293::AID-SMJ982>3.0.CO;2-M
- Gulati, R., & Nickerson, J. A. (2008). Interorganizational trust, governance choice, and exchange performance. *Organization Science*, 19(5), 688-708. doi:10.1287/orsc.1070.0345
- Gulati, R., & Singh, H. (1998). The architecture of cooperation: Managing coordination costs and appropriation concerns in strategic alliances. *Administrative Science Quarterly*, 43(4), 781-814. doi:10.2307/2393616
- Gundlach, G. T., Achrol, R. S., & Mentzer, J. T. (1995). The structure of commitment in exchange. *Journal of Marketing*, 59(1), 78-92. doi:10.2307/1252016
- Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2003). Additional international evidence on corporate cash holdings. *EFMA 2003 Helsinki Meetings*, Helsinki. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.406721>
- Guney, Y., Ozkan, N., & Ozkan, A. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1)
- Hagedoorn, J., & Hesen, G. (2007). Contract law and the governance of inter-firm technology partnerships – an analysis of different modes of partnering and their contractual implications*. *Journal of Management Studies*, 44(3), 342-366. doi:10.1111/j.1467-6486.2006.00679.x

- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C., & Sarstedt, M. (2014). *A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)*. California, USA: Sage Publications, Thousand Oaks.
- Hair Jr, J., Hult, F., & GTM, R.C., & Sarstedt, M. (2017). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. California, USA: Sage Publications, Thousand Oaks.
- Hair, J. F., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2011). PLS-SEM: Indeed a silver bullet. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 19(2), 139-152.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis*. New Jersey, USA: Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- Hair, J. F., Sarstedt, M., Pieper, T. M., & Ringle, C. M. (2012). The use of partial least squares structural equation modeling in strategic management research: A review of past practices and recommendations for future applications. *Long Range Planning*, 45(5), 320-340.
- Hair, J. F., Hult, G. T., Ringle, C. M., Sarstedt, M., & Thiele, K. O. (2017). Mirror, mirror on the wall: A comparative evaluation of composite-based structural equation modeling methods. *Journal of the Academy of Marketing Science*, forthcoming, 1-17. doi:10.1007/s11747-017-0517-x
- Hamel, G., Doz, Y. L., & Prahalad, C. K. (1989). Collaborate with your competitors and win. *Harvard Business Review*, 67(1), 133-139.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.05.002>
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. doi:10.1111/0022-1082.00179
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002>
- Harris, S. G., & Sutton, R. I. (1986). Functions of parting ceremonies in dying organizations. *Academy of Management Journal*, 29(1), 5-30.

- Harrison, J. S., Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2010). Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 31(1), 58-74.
- Harrison, T. (2003a). Editorial: Understanding the behaviour of financial services consumers: A research agenda. *Journal of Financial Services Marketing*, 8(1), 6-10.
- Harrison, T. (2003b). Editorial: Why trust is important in customer relationships and how to achieve it. *Journal of Financial Services Marketing*, 7(3), 206-209.
- Harsanyi, J. C., & Selten, R. (1988). A general theory of equilibrium selection in games. MIT Press Books.
- Hart, O., & Moore, J. (1990). Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119-1158.
- Hart, S. L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, 20(4), 986-1014.
- Heide, J. B., & John, G. (1990). Alliances in industrial purchasing: The determinants of joint action in buyer-supplier relationships. *Journal of Marketing Research*, 27(1), 24-36. doi:10.2307/3172548
- Henseler, J. (2016). New developments in partial least squares path modeling. *Industrial Management & Data Systems*, 116(9), 1842-1848 .
- Henseler, J., Ringle, C., & Sinkovics, R. (2009). The use of partial least squares path modeling in international marketing. *Advances in International Marketing*, 20(1), 277-319.
- Henseler, J., Hubona, G., & Ray, P. A. (2016). Using PLS path modeling in new technology research: Updated guidelines. *Industrial Management & Data Systems*, 116(1), 2-20.
- Henseler, J., Ringle, C. M., & Sinkovics, R. R. (2009). The use of partial least squares path modeling in international marketing. In Sinkovics, R. R., & Ghauri, P. N. (ed.). *New challenges to international marketing* (pp. 277-319) Emerald Group Publishing Limited.
- Henten, A. H., & Windekilde, I. M. (2016). Transaction costs and the sharing economy. *Info*, 18(1), 1-15. doi:10.1108/info-09-2015-0044
- Herington, C. (2003). *Trust one dimension or two?* ANZMAC 2003 Conference Proceedings Adelaide 1. Recuperado de http://anzmac.org/conference_archive/2003/papers/MO03_heringtonc.pdf

- Herrera, L. M. R., & Campano, S. M. (2016). El crowdlending como nueva herramienta de financiación. Análisis de su incidencia en España. *Análisis Financiero*, (130), 40-56.
- Herzberg, F. (1976). *The managerial choice: To be efficient and to be human*. Homewood, IL: Irwin Professional Publishing.
- Hess, D. (2008). The three pillars of corporate social reporting as new governance regulation: Disclosure, dialogue, and development. *Business Ethics Quarterly*, 18(4), 447-482.
- Hitt, M. A., Dacin, M. T., Levitas, E., Arregle, J., & Borza, A. (2000). Partner selection in emerging and developed market contexts: Resource-based and organizational learning perspectives. *Academy of Management Journal*, 43(3), 449-467.
- Hobbes, T. (1950). *Leviathan*. New York: EP Dutton.
- Hofmann, E., & Elbert, R. (2004). Collaborative cash flow management. In Pfohl, H. Chr. (Ed.), *Netzkompetenz in supply chain. Grundlagen und Umsetzung*. (pp. 93-117). Wiesbaden, Deutschland: Gabler Verlag. doi:10.1007/978-3-322-84557-3_5
- Hofmann, E. (2003). The flow of financial resources in the supply chain: Creating shareholder value through collaborative cash flow management. Paper presented at the *Eighth ELA Doctorate Workshop*, 67-94.
- Hofmann, E., & Kotzab, H. (2010). A supply chain-oriented approach of working capital management. *Journal of Business Logistics*, 31(2), 305-330. doi:10.1002/j.2158-1592.2010.tb00154.x
- Hogan, J. E. (2001). Expected relationship value: A construct, a methodology for measurement, and a modeling technique. *Industrial Marketing Management*, 30(4), 339-351.
- Hosmer, L. T. (1995). Trust: The connecting link between organizational theory and. *Academy of Management Review*, 20(2), 379. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/210956936?accountid=17248>
- Hu, L., & Bentler, P. M. (1999). Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal*, 6(1), 1-55.
- Huang, C., Ma, X., & Lan, Q. (2014). An empirical study on listed company's value of cash holdings: An information asymmetry perspective. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2014. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1155/2014/897278>

- Huerta, E., & Salas, V. (2014). Tamaño de las empresas y productividad de la economía española. Un análisis exploratorio. *Mediterráneo Económico*, 25, 167-193.
- Hutt, M. D., Stafford, E. R., Walker, B. A., & Reingen, P. H. (2000). Defining the social network of a strategic alliance. *Sloan Management Review*, 41(2), 51.
- Inkpen, A. C., & Currall, S. C. (1997). International joint venture trust: An empirical examination. In: Beamish, BW and Killing, JP, (eds.) *Cooperative Strategies: North American Perspectives* (pp. 308-334). San Francisco, CA.: New Lexington Press.
- Inkpen, A. C., & Beamish, P. W. (1997). Knowledge, bargaining power, and the instability of international joint ventures. *The Academy of Management Review*, 22(1), 177-202. doi:10.2307/259228
- Inkpen, A. C., & Currall, S. C. (1998). The nature, antecedents, and consequences of joint venture trust. *Journal of International Management*, 4(1), 1-20. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S1075-4253\(98\)00004-0](http://dx.doi.org/10.1016/S1075-4253(98)00004-0)
- Instituto de Estudios Bursátiles. (2015). *La transformación digital de la banca española*. (Estudio Banca Digital España 2015).
- Ireland, R. D., Hitt, M. A., & Vaidyanath, D. (2002). Alliance management as a source of competitive advantage. *Journal of Management*, 28(3), 413-446. doi:10.1177/014920630202800308
- Ivankova, N. V., Creswell, J. W., & Stick, S. L. (2006). Using mixed-methods sequential explanatory design: From theory to practice. *Field Methods*, 18(1), 3-20.
- Jahansoozi, J. (2006). And evaluation: The implications for public relations. in L'Etang, J.Y. and Pieczka, M. (Eds), *Public Relations: Critical Debates and Contemporary Practice* (pp. 61-91). Mahwah: Lawrence Erlbaum Associates.
- Janowicz, M., & Noorderhaven, N. (2006). 15 levels of inter-organizational trust: Conceptualization and measurement. En R. Bachmann & A. Zaheer (Ed.), *Handbook of Trust Research* (pp. 264-279). Cheltenham. UK: Edward Elgar Publishing Limited.
- Janowicz-Panjaitan, M., & Krishnan, R. (2009). Measures for dealing with competence and integrity violations of interorganizational trust at the corporate and operating levels of organizational hierarchy. *Journal of Management Studies*, 46(2), 245-268. doi:10.1111/j.1467-6486.2008.00798.x

- Jarillo, J. C. (1988). On strategic networks. *Strategic Management Journal*, 9(1), 31-41. doi:10.1002/smj.4250090104
- Jarvenpaa, S. L., Tractinsky, N., & Saarinen, L. (1999). Consumer trust in an internet store: A cross-cultural validation. *Journal of Computer-Mediated Communication*, 5(2), 1-33. doi:10.1111/j.1083-6101.1999.tb00337.x
- Jarvenpaa, S.L., Tractinsky, N. & Vitale, M. (2000). Consumer Trust in an Internet Store. *Information Technology and Management*, 1(1), 45-75. doi:10.1023/A:1019104520776
- Jarvis, C. B., MacKenzie, S. B., & Podsakoff, P. M. (2003). A critical review of construct indicators and measurement model misspecification in marketing and consumer research. *Journal of Consumer Research*, 30(2), 199-218.
- Jarvis, C. B., MacKenzie, S. B., & Podsakoff, P. M. (2012). The negative consequences of measurement model misspecification: A response to Aguirre-Urreta and Marakas. *Mis Quarterly*, 36(1), 139-146.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21. doi:10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x
- Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(02), 235-256. doi:10.2307/3857812
- Jensen, M. C. (2008). Non-rational behaviour, value conflicts, stakeholder theory, and firm behaviour. *Business Ethics Quarterly*, 18(2), 167-171.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, G., & Scholes, K. (1997). *Dirección estratégica. Análisis de las estrategias de las organizaciones*. Madrid: Ed. Prentice Hall.
- Johnston, D. J. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE [Organización Para La Cooperación y El Desarrollo Económicos]*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE. Disponible en: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

- Johnston, D. A., McCutcheon, D. M., Stuart, F. I., & Kerwood, H. (2004). Effects of supplier trust on performance of cooperative supplier relationships. *Journal of Operations Management*, 22(1), 23-38. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jom.2003.12.001>
- Jones, T. M. (1983). An integrating framework for research in business and society: A step toward the elusive paradigm? *Academy of Management Review*, 8(4), 559-564.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Jones, T. M., Felps, W., & Bigley, G. A. (2007). Ethical theory and stakeholder-related decisions: The role of stakeholder culture. *Academy of Management Review*, 32(1), 137-155.
- Jones, T. M., & Wicks, A. C. (1999). Convergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 206-221. doi:10.5465/AMR.1999.1893929
- Jöreskog, K. G., & Sörbom, D. (1993). *LISREL 8: Structural equation modeling with the SIMPLIS command language*. Chicago, IL: Scientific Software International.
- Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2010). *Financial Policies and the Financial Crisis: How Important was the Systemic Credit Contraction for Industrial Corporations?* (No. w16310). National Bureau of Economic Research. Cambridge.
- Kahle, P., & Singh, H. (2009). Managing strategic alliances: What do we know now, and where do we go from here. *Academy of Management Perspectives*, 23(3), 45-62.
- Kaler, J. (2002). Morality and strategy in stakeholder identification. *Journal of Business Ethics*, 39(1), 91-100.
- Kang, P. K., & Kim, T. N. (2014). *The impact of excess cash holdings on the relationship between information asymmetry and earnings management*. Recuperado de [http://swfa2015.uno.edu/A_%20Information Asymmetry/paper_95.pdf](http://swfa2015.uno.edu/A_%20Information%20Asymmetry/paper_95.pdf)
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). Strategic learning & the balanced scorecard. *Strategy & Leadership*, 24(5), 18-24.
- Kaplan, R. S., Norton, D. P., & Rugelsjoen, B. (2010). Cómo usar el balanced scorecard para gestionar alianzas. *Harvard Business Review*, 88(7), 52-60.
- Kaptein, M. (2008). Developing and testing a measure for the ethical culture of organizations: The corporate ethical virtues model. *Journal of Organizational Behavior*, 29(7), 923-947.

- Kariuki, S. N., Namusonge, G. S., & Orwa, G. O. (2015). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from private manufacturing firms in Kenya. *International Journal of Advanced Research in Management & Social Sciences*, 4(6), 15-33.
- Kerlinger, F. N. (2002). *Investigación del comportamiento* (4ª ed.). México: McGraw-Hill.
- Keynes, J. M., & de Aguirre, J. A. (1998). *La teoría general del empleo, el interés y el dinero*. Madrid: Ediciones Aosta.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Khanna, T., Gulati, R., & Nohria, N. (1998). The dynamics of learning alliances: Competition, cooperation, and relative scope. *Strategic Management Journal*, 19(3), 193-210.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Kim, J., Kim, H., & Woods, D. (2011). Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 568-574.
- Kim, C., & Inkpen, A. C. (2005). Cross-border R&D alliances, absorptive capacity and technology learning. *Journal of International Management*, 11(3), 313-329. <http://dx.doi.org/10.1016/j.intman.2005.06.002>
- Kim, J., & Mahoney, J. T. (2005). Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: An organizational economics approach to strategic management. *Managerial and Decision Economics*, 26(4), 223-242. doi:10.1002/mde.1218
- Kim, G., Shin, B., & Lee, H. G. (2009). Understanding dynamics between initial trust and usage intentions of mobile banking. *Information Systems Journal*, 19(3), 283-311.
- Kramer, M. A. (2007). Self-selection bias in reputation systems. Paper presented at the *IFIP International Conference on Trust Management*, 255-268.
- Krishnan, R., Geyskens, I., & Steenkamp, J. E. (2016). The effectiveness of contractual and trust-based governance in strategic alliances under behavioral and environmental uncertainty. *Strategic Management Journal*, 37, 2521-2542
- Krugman, P. (2009). How did economists get it so wrong? *New York Times*, 2(9).

- Lamming, R., Caldwell, N., & Harrison, D. (2004). Developing the concept of transparency for use in supply relationships. *British Journal of Management*, 15(4), 291-302.
- Landeta, J. (1999). *El método Delphi. Una técnica de previsión del futuro*. Barcelona: Ariel.
- Landeta, J., Barrutia, J., & Lertxundi, A. (2011). Hybrid Delphi: A methodology to facilitate contribution from experts in professional contexts. *Technological Forecasting and Social Change*, 78(9), 1629-1641.
- Lane, C., & Bachmann, R. (1998). *Trust within and between organizations: Conceptual issues and empirical applications*. Oxford: Oxford University Press.
- Lane, H. W., & Beamish, P. W. (1990). Cross-cultural cooperative behavior in joint ventures in LDCs. *Management International Review*, 30(Special Issue), 87-102.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *Journal of Law, Economics, and organization*, 15(1), 222-279.
- Larzelere, R. E., & Huston, T. L. (1980). The dyadic trust scale: Toward understanding interpersonal trust in close relationships. *Journal of Marriage and Family*, 42(3), 595-604. doi:10.2307/351903
- Lavie, D. (2006). The competitive advantage of interconnected firms: An extension of the resource-based view. *Academy of Management Review*, 31(3), 638-658.
- Law, K. S., & Wong, C. S. (1999). Multidimensional constructs M structural equation analysis: An illustration using the job perception and job satisfaction constructs. *Journal of Management*, 25(2), 143-160.
- Ledingham, J. A. (2001). Government-community relationships: Extending the relational theory of public relations. *Public Relations Review*, 27(3), 285-295. [http://dx.doi.org/10.1016/S0363-8111\(01\)00087-X](http://dx.doi.org/10.1016/S0363-8111(01)00087-X)
- Ledingham, J. A., & Bruning, S. D. (1998). Relationship management in public relations: Dimensions of an organization-public relationship. *Public Relations Review*, 24(1), 55-65. [http://dx.doi.org/10.1016/S0363-8111\(98\)80020-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0363-8111(98)80020-9)
- Lewicki, R. J., & Bunker, B. B. (1996). Developing and maintaining trust in work relationships. *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research*, 114, 139.

- Lewicki, R. J., & Tomlinson, E. C. (2003). Trust and trust building. *Beyond Intractability*. In Kramer, R. M. and Tyler, T. R. (Eds), *Trust in organizations: Frontiers of theory and research* (pp. 114–139). Cambridge: Sage Publications, Thousand Oaks, CA.
- Lewicki, R. J., Tomlinson, E. C., & Gillespie, N. (2006). Models of interpersonal trust development: Theoretical approaches, empirical evidence, and future directions. *Journal of Management*, 32(6), 991-1022. doi:10.1177/0149206306294405
- Li, P. P. (2007). Towards an interdisciplinary conceptualization of trust: A typological approach. *Management and Organization Review*, 3(3), 421-445.
- Lins, K. V., Volpin, P., & Wagner, H. F. (2013). Does family control matter? International evidence from the 2008–2009 financial crisis. *Review of Financial Studies*, 26(10), 2583-2619.
- Linstone, H. A., & Turoff, M. (1975). *The Delphi method: Techniques and applications*. Addison-Wesley Reading, MA.
- Liu, C. (July 31, 2016). Earnings Transparency and Corporate Cash Holdings. *29th Australasian Finance and Banking Conference 2016*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2824898> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2824898>
- Locorotondo, R., Dewaelheyns, N., & Van Hulle, C. (2014). Cash holdings and business group membership. *Journal of Business Research*, 67(3), 316-323. Available at <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.019>
- López-Gamero, M. D., Claver-Cortés, E., & Molina-Azorín, J. F. (2008). Complementary resources and capabilities for an ethical and environmental management: A qual/quant study. *Journal of Business Ethics*, 82(3), 701-732.
- Lozano, S., Moreno, P., Adenso-Díaz, B., & Algaba, E. (2013). Cooperative game theory approach to allocating benefits of horizontal cooperation. *European Journal of Operational Research*, 229(2), 444-452.
- Lozano, J. M. (1999). *Ética y empresa*. Trotta.
- Luciano, E., & Nicodano, G. (2009). Leverage and value creation in holding-subsidiary structures, (December 8, 2009). ECGI - Finance Working Paper No. 268/2009. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1520422> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1520422>
- Lui, S. S., & Ngo, H. (2004). The role of trust and contractual safeguards on cooperation in non-equity alliances. *Journal of Management*, 30(4), 471-485.

- Luo, Y. (2001). Toward a cooperative view of MNC-host government relations: Building blocks and performance implications. *Journal of International Business Studies*, 32(3), 401-419.
- Macaulay, S. (1963). Non-contractual relations in business: A preliminary study. *American Sociological Review*, 28(1), 55-67. doi:10.2307/2090458
- MacCallum, R. C., & Browne, M. W. (1993). The use of causal indicators in covariance structure models: Some practical issues. *Psychological Bulletin*, 114(3), 533-541. doi:10.1037/0033-2909.114.3.533
- MacDonald, C., McDonald, M., & Norman, W. (2002). Charitable conflicts of interest. *Journal of Business Ethics*, 39(1), 67-74.
- MacKenzie, S. B., Podsakoff, P. M., & Podsakoff, N. P. (2011). Construct measurement and validation procedures in MIS and behavioral research: Integrating new and existing techniques. *MIS Quarterly*, 35(2), 293-334.
- MacKenzie, S. B., Podsakoff, P. M., & Jarvis, C. B. (2005). The problem of measurement model misspecification in behavioral and organizational research and some recommended solutions. *Journal of Applied Psychology*, 90(4), 710-730. doi:10.1037/0021-9010.90.4.710
- Madhavan, R., & Grover, R. (1998). From embedded knowledge to embodied knowledge: New product development as knowledge management. *Journal of Marketing*, 62(4), 1-12. doi:10.2307/1252283
- Madhok, A. (1995). Opportunism and trust in joint venture relationships: An exploratory study and a model. *Scandinavian Journal of Management*, 11(1), 57-74.
- Madhok, A., & Tallman, S. B. (1998). Resources, transactions and rents: Managing value through interfirm collaborative relationships. *Organization Science*, 9(3), 326-339.
- Marcoux, A. M. (2003). A fiduciary argument against stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 13(01), 1-24.
- Martínez-Carrascal, C. (November 18, 2010). *Cash holdings, firm size and access to external finance - evidence for the euro area*. Banco de España. Working Paper, No. 1034. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1711142>
- Martinez-Carrascal, C., & von Landesberger, J. (November 2, 2010). Explaining the demand for money by non-financial corporations in the euro area: A macro and a micro view. *Banco de España Working Paper no. 1033*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1701633>

- Martínez-Sola, C. (2014). *Gestión financiera del circulante y creación de valor en la empresa. Short-term financial management and firm value* (Tesis doctoral). Universidad de Murcia.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161. doi: 10.1080/00036846.2011.595696
- Martínez-Solano, P., & García-Teruel, P. J. (2005). Determinantes del nivel de tesorería: Un estudio empírico para empresas cotizadas en el mercado español. *Revista de Economía Financiera*, (5), 8-31.
- Mascareñas, J. (2007). Principios de finanzas. *España: Universidad Complutense de Madrid*. Recuperado de <http://pendientedemigracion.Ucm.es/info/jmas/mon/02.Pdf>
- Maslow, A. H. (1943). A theory of human motivation. *Psychological Review*, 50(4), 370-396.
- Maudos, J., & Fernández de Guevara, J. (2014). *Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis*. Madrid: Fundación BBVA.
- Mayer, R. C., Davis, J. H., & Schoorman, F. D. (1995). An integrative model of organizational trust. *Academy of Management Review*, 20(3), 709-734.
- Mayer, R. C., & Gavin, M. B. (2005). Trust in management and performance: Who minds the shop while the employees watch the boss? *Academy of Management Journal*, 48(5), 874-888.
- Mayer, K. J., & Argyres, N. S. (2004). Learning to contract: Evidence from the personal computer industry. *Organization Science*, 15(4), 394-410. doi:10.1287/orsc.1040.0074
- McEvily, B., & Zaheer, A. (2006). Does trust still matter? Research on the role of trust in inter-organizational exchange. In Bachmann, R. and Zaheer, A. (eds.) *Handbook of Trust Research* (pp. 280-300). Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- McEvily, B. (2011). Reorganizing the boundaries of trust: From discrete alternatives to hybrid forms. *Organization Science*, 22(5), 1266-1276. doi:10.1287/orsc.1110.0649
- McEvily, B., Perrone, V., & Zaheer, A. (2003). Trust as an organizing principle. *Organization Science*, 14(1), 91-103. doi:10.1287/orsc.14.1.91.12814
- McEvily, B., & Tortoriello, M. (2011). Measuring trust in organisational research: Review and recommendations. *Journal of Trust Research*, 1(1), 23-63. doi:10.1080/21515581.2011.552424

- McKnight, D. H., Cummings, L. L., & Chervany, N. L. (1998). Initial trust formation in new organizational relationships. *Academy of Management Review*, 23(3), 473-490.
- McKnight, D. H., Choudhury, V., & Kacmar, C. (2002). The impact of initial consumer trust on intentions to transact with a web site: A trust building model. *The Journal of Strategic Information Systems*, 11(3), 297-323.
- McLaney, E. (2009). *Accounting*. Essex, England: Pearson Education.
- McManus, T., Holtzman, Y., Lazarus, H., Anderberg, J., Berggren, E., & Bernshteyn, R. (2007). Organizational transparency drives company performance. *Journal of Management Development*, 26(5), 411-417.
- McNeil, A. J., Frey, R., & Embrechts, P. (2015). *Quantitative risk management: Concepts, techniques and tools*. New Jersey: Princeton University Press.
- Medlin, C., & Quester, P. (2002). Inter-firm trust: Two theoretical dimensions versus a global measure. Paper presented at the *Proceedings of the 18th Annual IMP Conference, Autumn 2002, Perth, Australia*. <https://digital.library.adelaide.edu.au/dspace/handle/2440/29428>
- Melé, D. (2002). Not only stakeholder interests. The firm oriented toward the common good. *Rethinking the Purpose of Business, Interdisciplinary Essays from Catholic Social Tradition*, Notre Dame University Press, Notre Dame, 190-214.
- Mellewigt, T., Madhok, A., & Weibel, A. (2007). Trust and formal contracts in interorganizational relationships — substitutes and complements. *Managerial and Decision Economics*, 28(8), 833-847. doi:10.1002/mde.1321
- Menéndez, S. (2001). Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, (10), 485-500.
- Meritum, P. (2002). Guidelines for managing and reporting on intangibles. *Fundación Airtel-Vodafone*.
- Merton, R. C., & Bodie, Z. (1992). On the management of financial guarantees. *Financial Management*, 21(4), 87-109. doi:10.2307/3665843
- Messerschmidt, C. M., & Hinz, O. (2013). Explaining the adoption of grid computing: An integrated institutional theory and organizational capability approach. *The Journal of Strategic Information Systems*, 22(2), 137-156. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jsis.2012.10.005>

- Messner, W. (2001). The practice of cash pooling. *BIT-Banking and Information Technology*, 4, 25-29.
- Migué, J., Belanger, G., & Niskanen, W. A. (1974). Toward a general theory of managerial discretion. *Public Choice*, 17(1), 27-47.
- Miller, H., & Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. *Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435.
- Mintzberg, H. (1983). *Power in and around organizations*. NJ: Prentice-Hall Englewood Cliffs.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Molina-Azorín, J. F., López-Gamero, M. D., Pereira Moliner, J., Pertusa Ortega, E. M., & Tarí Guilló, J. J. (2012). Métodos híbridos de investigación y dirección de empresas: ventajas e implicaciones. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 15(2), 55-62.
- Montañez, M., Rubio, A., Ruesta, M., & Ulloa, C. (2015). La financiación de las pymes españolas. *Información Comercial Española*, 885, 133-149.
- Montoro, M. A. (2005): "Algunas Razones para la Cooperación en el Sector de Automoción", *Economía Industrial*, (358), 27-36.
- Moorman, C., Zaltman, G., & Deshpande, R. (1992). Relationships between providers and users of market research: The dynamics of trust within and between organizations. *Journal of Marketing Research*, 29(3), 314-328.
- Morck, R., Sheleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and marketvaluation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Morgan, R. M., & Hunt, S. D. (1994). The commitment-trust theory of relationship marketing. *Journal of Marketing*, 58(3), 20-38. doi:10.2307/1252308
- Moriarty, J. (2016). The demands of stakeholder theory for corporate governance. *Business Ethics Journal Review*, 4(8), 47-52.
- Morris, M. H., Koçak, A., & Özer, A. (2007). Coopetition as a small business strategy: Implications for performance. *Journal of Small Business Strategy*, 18(1), 35-55.
- Morse, J. (1991). Strategies for sampling. In: Morse J. M, editors. *Qualitative nursing research: A contemporary dialogue (pp. 127-145) USA: Sage Publications Inc, CA.*

- Mucchielli, A., & Paillé, P. (2003). *L'analyse qualitative en sciences humaines et sociales*. Paris: Armand Colin.
- Mulligan, C. B. (1997). Scale economies, the value of time, and the demand for money: Longitudinal evidence from firms. *Journal of Political Economy*, 105, 1061-1079. doi:10.1086/262105
- Myers, S. C., & Mjuf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X84900230>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Naharro, M. F., & Carrillo, V. H. (2014). El contrato de cash pooling. Paper presented at the *Contratos: Civiles, Mercantiles, Públicos, Laborales e Internacionales, con Sus Implicaciones Tributarias*, 205-249.
- Navas, J., & Guerras, L. (2007). *La Dirección Estratégica de la Empresa. Teoría y aplicaciones (4ª edición.)*. Cizur, Spain: Thomson Reuters-Civitas.
- Navas, J., & Guerras, L. (2013). *Fundamentals of Strategic Management*. Pamplona, Spain: Thomson Reuters-Civitas.
- Néron, P. Y., & Norman, W. (2008). Citizenship, Inc. Do we really want businesses to be good corporate citizens? *Business Ethics Quarterly*, 18(01), 1-26.
- Nielsen, B. B. (2004). The role of trust in collaborative relationships: A multi-dimensional approach. *Management*, 7(3), 239-256.
- Nielsen, C. (2004). Business reporting: How transparency becomes a justification mechanism. *Management Accounting Research Group Working Papers from University of Aarhus, Aarhus School of Business, Department of Business Studies*.
- Nieto, B. G. (2005). Antecedentes del microcrédito. Lecciones del pasado para las experiencias actuales. *Ciriec-España*, 51, 25-50.
- Nikolov, B., & Whited, T. M. (2014). Agency conflicts and cash: Estimates from a dynamic model. *The Journal of Finance*, 69(5), 1883-1921.

- Nogales, A. F. (2013). La entrevista en profundidad. In Sánchez-Sarabia, F.J. (Coord.) *Métodos de Investigación Social y de la Empresa* (pp. 575-599) Madrid, Spain: Pirámide.
- Nooteboom, B. (1996). Trust, opportunism and governance: A process and control model. *Organization Studies*, 17(6), 985-1010. doi:10.1177/017084069601700605
- Noreen, E. (1988). The economics of ethics: A new perspective on agency theory. *Accounting, Organizations and Society*, 13(4), 359-369
- North, D. C. (1981). *Structure and change in economic history*. New York: W. W. Norton
- North, P. (2010). Alternative currency networks as utopian practice. In Leonard, L. and Barry, J. (eds) *Global ecological politics (Advances in ecopolitics, Volume 5)* (pp. 73-88). Bingley: Emerald Group Publishing Limited.
- Nunnally, J. C., & Bernstein, I. (1994). The assessment of reliability. *Psychometric Theory*, 3(1), 248-292.
- Nyaga, G. N., Whipple, J. M., & Lynch, D. F. (2010). Examining supply chain relationships: Do buyer and supplier perspectives on collaborative relationships differ? *Journal of Operations Management*, 28(2), 101-114. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jom.2009.07.005>
- OCU, & Universidad Complutense de Madrid y Ouishare. (2016). In Cristina Olmeda (Ed.), *Estudio sobre colaboración o negocio. consumo colaborativo: Del valor para el usuario a una sociedad con valores*. OCU Ediciones S.A.
- Ogundipe, S. E., Salawu, R. O., & Ogundipe, L. O. (2012). The determinants of corporate cash holdings in Nigeria: Evidence from general method of moments (GMM). *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 61, 978-984.
- Ohmae, K. (1989). The global logic of strategic alliances. *Harvard Business Review*, 67(2), 143-154.
- Okoli, C., & Pawlowski, S. D. (2004). The delphi method as a research tool: An example, design considerations and applications. *Information & Management*, 42(1), 15-29.
- 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. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)

- Osinski, I. C., & Sánchez, F. J. S. (2013). Enfoque y métodos de muestreo. In Sánchez-Sarabia, F.J. (Coord.) *Métodos de Investigación Social y de la Empresa* (pp. 335-366) Madrid, Spain: Pirámide.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>
- Palmatier, R. W. (2008). Interfirm relational drivers of customer value. *Journal of Marketing*, 72(4), 76-89. doi:10.1509/jmkg.72.4.76
- Parkhe, A. (1993). Strategic alliance structuring: A game theoretic and transaction cost examination of interfirm cooperation. *Academy of Management Journal*, 36(4), 794-829.
- Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Purnell, L., & de Colle, S. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *The Academy of Management Annals*, 4(1), 403-445. doi:10.1080/19416520.2010.495581
- Parmar, B. L., Keevil, A., & Wicks, A. C. (2017). People and Profits: The Impact of Corporate Objectives on Employees' Need Satisfaction at Work. *Journal of Business Ethics*, 1-21.
- Parmenter, D. (2015). *Key performance indicators: Developing, implementing, and using winning KPIs*. John Wiley & Sons.
- Parris, D. L., Dapko, J. L., Arnold, R. W., & Arnold, D. (2016). Exploring transparency: A new framework for responsible business management. *Management Decision*, 54(1), 222-247.
- Pastor, A. M. C., & Tajada, J. F. O. (1996). La función de tesorería en la empresa. Banca electrónica y cash management. *Boletín de Estudios Económicos*, 51, 129.
- Patton, M. Q. (1990). *Qualitative evaluation and research methods*. SAGE Publications, inc.
- Pavlou, P. A. (2003). Consumer acceptance of electronic commerce: Integrating trust and risk with the technology acceptance model. *International Journal of Electronic Commerce*, 7(3), 101-134. doi:10.1080/10864415.2003.11044275
- Pavlou, P. A., & Gefen, D. (2004). Building effective online marketplaces with institution-based trust. *Information Systems Research*, 15(1), 37-59. doi:10.1287/isre.1040.0015
- Pekar, P., & Allio, R. (1994). *Making alliances work— guidelines for success* [http://dx.doi.org/10.1016/0024-6301\(94\)90056-6](http://dx.doi.org/10.1016/0024-6301(94)90056-6)

- Perry, C. (1998). Processes of a case study methodology for postgraduate research in marketing. *European Journal of Marketing*, 32(9/10), 785-802.
- Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14(3), 179-191.
- Pfohl, H., & Gomm, M. (2009). Supply chain finance: Optimizing financial flows in supply chains. *Logistics Research*, 1(3-4), 149-161.
- Phillips, R. A. (1997). Stakeholder theory and a principle of fairness. *Business Ethics Quarterly*, 7(01), 51-66.
- Phillips, R. (2003). Stakeholder legitimacy. *Business Ethics Quarterly*, 13(1), 25-41.
- Phillips, R., Freeman, R. E., & Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13(04), 479-502.
- Pindado García, J. (2001). *Gestión de tesorería en la empresa: Teoría y aplicaciones prácticas* (1a ed.). Universidad de Salamanca.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2012). *Multinationals and the High Cash Holdings Puzzle*, (No. w18120). National Bureau of Economic Research.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751. doi:10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x
- Pinkowitz, L., & Stulz, R. & Williamson, R. Do U.S. firms hold more cash? (April 14, 2014). *Fisher College of Business Working Paper no. 2014-03-06; Georgetown McDonough School of Business Research Paper no. 2426497*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2426497>
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2001). Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *Review of financial studies*, 14(4), 1059-1082.
- Pirson, M., & Malhotra, D. (2011). Foundations of organizational trust: What matters to different stakeholders? *Organization Science*, 22(4), 1087-1104.
- Podsakoff, P. M., MacKenzie, S. B., Lee, J., & Podsakoff, N. P. (2003). Common method biases in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies. *Journal of Applied Psychology*, 88(5), 879-903. doi:10.1037/0021-9010.88.5.879
- Polak, P., & Klusacek, I. (2010). Centralization of treasury management. *Business Perspectives*, p. 95. Recuperado de <http://aei.pitt.edu/14063/>

- Polák, P., & Kocurek, K. (2007). "Dulcius ex Asperis"—How cash pooling works in the Czech Republic. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 12(2), 85-95.
- Poppo, L., & Zenger, T. (2002). Do formal contracts and relational governance function as substitutes or complements? *Strategic Management Journal*, 23(8), 707-725.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. 1985. New York: FreePress.
- Porter, M., & Kramer, M. (2011). La creación de valor compartido. *Harvard Business Review*, 89(1), 32-49.
- Pratt, M. G., & Dirks, K. T. (2007). Rebuilding trust and restoring positive relationships: A commitment-based view of trust. In Dutton, J. E. and Ragins, B.R. (Ed.) *Exploring positive relationships at work: Building a theoretical and research foundation*, (pp. 117-136). Mahwah, NJ, US: Lawrence Erlbaum Associates Publishers.
- Puranam, P., & Vanneste, B. S. (2009). Trust and governance: Untangling a tangled web. *Academy of Management Review*, 34(1), 11-31.
- PwC. (Marzo 2016). *Global fintech report*. Blurred Lines: How FinTech is shaping Financial Services. Recuperado de <https://www.pwc.de/de/newsletter/finanzdienstleistung/assets/insurance-inside-ausgabe-4-maerz-2016.pdf>
- Rai, R. K. (2016). A co-opetition-based approach to value creation in interfirm alliances. *Journal of Management*, 42(6), 1663-1699. doi:10.1177/0149206313515525
- Rangan, U. S., & Yoshino, M. Y. (1996). Forging alliances: A guide to top management. *The Columbia Journal of World Business*, 31(3), 6-13.
- Rawls, J. (1971). *A theory of justice*. Cambridge: Mass.
- Rawlins, B. (2008). Give the emperor a mirror: Toward developing a stakeholder measurement of organizational transparency. *Journal of Public Relations Research*, 21(1), 71-99.
- Rawlins, B. R. (2008). Measuring the relationship between organizational transparency and employee trust. *Public Relations Journal*, 2(2), 1-21.
- Rempel, J. K., & Holmes, J. G. (1986). How do I trust thee. *Psychology Today*, 20(2), 28-34.

- Retolaza, J. L., Ruiz-Roqueñi, M., & San-Jose, L. (2009). CSR in business start-ups: An application method for stakeholder engagement. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(6), 324-336. doi:10.1002/csr.191
- Retolaza, J. L., Ruiz-Roqueñi, M., San-Jose, L., & Barrutia, J. (2014). Cuantificación del valor social: Propuesta metodológica y aplicación al caso de Lantegi Batuak. *Zerbitzuan: Gizarte Zerbitzuetarako Aldizkaria (Revista De Servicios Sociales)*, (55), 17-33.
- Retolaza, J. L., & San-Jose, L. (2008). Joint cash holding: Perspectiva ética en la gestión de tesorería. *Estableciendo puentes en una economía global* (pp. 79) Asociación Europea de Dirección y Economía de Empresa. Congreso Nacional. Salamanca.
- Retolaza, J. L., & San-Jose, L. (2011). Social economy and stakeholder theory, an integrative framework for socialization of the capitalism. *CIRIEC-España, Revista de Economía*, (73), 193-213. Retrieved from <http://core.ac.uk/download/pdf/6413593.pdf>
- Retolaza, J. L., & San-Jose, L. (2013). Bien común y teoría de stakeholder common good and stakeholder theory. En *Construir confianza: Intuiciones y propuestas desde la Ética para la empresa sostenible. EBEN Spain 2013*. Madrid. Retrieved from <http://www.eben-spain.org/docs/Papeles/XXI/bien-com-n-y-teor-a-de-stakeholder.pdf>
- Retolaza, J. L., San Jose, L., & Ruiz-Roqueñi, M. (2010). Hacia un replanteamiento de la teoría de stakeholder: Cuatro propuestas innovadoras. En *XIX International Conference AEDEM 2010 "Global Financial & Business Networks & Information Management Systems"* Madrid: European Academic Publishers. Retrieved from <http://elib.bsu.by/handle/123456789/51768>
- Retolaza, J. L., San-Jose, L., & Ruiz-Roqueñi, M. (2014). Ontological stakeholder view: An innovative proposition. *Global Business Review*, 15(1), 25-36.
- Retolaza, J., San-Jose, L., & Ruiz-Roqueñi, M. (2015). Monetarizing the social value: Theory and evidence. *CIRIEC - Espana*, (83), 43-62. Retrieved from <https://search.proquest.com/docview/1710913736?accountid=17248>
- Rialp, J., & Salas, V. (2002). La colaboración empresarial desde la teoría de los derechos de propiedad. *Investigaciones Económicas*, XXVI(1), 113-144.
- Richter, N. F., Cepeda, G., Roldán, J. L., & Ringle, C. M. (2016). European management research using partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM). *European Management Journal*, 33, 1-3.

- Richter, N. F., Sinkovics, R. R., Ringle, C. M., & Schlägel, C. (2016). A critical look at the use of SEM in international business research. *International Marketing Review*, 33(3), 376-404.
- Ring, P. S., & Van de Ven, A. H. (1992). Structuring cooperative relationships between organizations. *Strategic Management Journal*, 13(7), 483-498. doi:10.1002/smj.4250130702
- Ring, P. S., & Van de Ven, A. H. (1994). Developmental processes of cooperative interorganizational relationships. *Academy of Management Review*, 19(1), 90-118.
- Ringle, C. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., & Sarstedt, M. (2016). Gain more insight from your PLS-SEM results: The importance-performance map analysis. *Industrial Management & Data Systems*, 116(9), 1865-1886.
- Ringle, C., Wende, S., & Becker, J. (2016). "SmartPLS 3 (v. 3.2.4.)", Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>
- Rochet, J., & Tirole, J. (2006). Two-sided markets: A progress report. *The Rand Journal of Economics*, 37(3), 645-667. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/25046265>
- Rodríguez Castellanos, A., García Merino, J. D., & Peña Cerezo, M. Á. (2005). La metodología científica en economía de la empresa en la actualidad. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 11(2), 143-162.
- Ross, W., & LaCroix, J. (1996). Multiple meanings of trust in negotiation theory and research: A literature review and integrative model. *International Journal of Conflict Management*, 7(4), 314-360.
- Rossiter, J. R. (2002). The C-OAR-SE procedure for scale development in marketing. *International Journal of Research in Marketing*, 19(4), 305-335.
- Rossiter, J. R. (2005). Reminder: A horse is a horse. *International Journal of Research in Marketing*, 22(1), 23-25.
- Rotter, J. B. (1967). A new scale for the measurement of interpersonal trust. *Journal of Personality*, 35(4), 651-665. doi:10.1111/j.1467-6494.1967.tb01454.x
- Rousseau, D. M., Sitkin, S. B., Burt, R. S., & Camerer, C. (1998). Not so different after all: A cross-discipline view of trust. *Academy of Management Review*, 23(3), 393-404.

- San-Jose, L. & Retolaza, J. L. (2012). Participation of stakeholders in corporate governance: Foundation ontological and methodological proposal. *Universitas Psychologica*, 11(2), 619-628.
- San-Jose, L., & Retolaza, J. L. (2013). Under the cash pooling: Does the cooperation matter. *Business: Theory and Practice*, 14(3), 209-209.
- Sachs, S., Post, J. E., & Preston, L. E. (2002). Managing the extended enterprise: The new stakeholder view. *California Management Review*, 45(1), 6-28.
- Saddour, K. (2006). Why do french firms hold cash? *Economics Papers from University Paris Dauphine 123456789/1207*,
- Sako, M., & Helper, S. (1998). Determinants of trust in supplier relations: Evidence from the automotive industry in japan and the united states. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 34(3), 387-417.
- Sampson, S. E. (2000). Customer-supplier duality and bidirectional supply chains in service organizations. *International Journal of Service Industry Management*, 11(4), 348-364.
- Sánchez, F. J. S., & Alemán, J. L. M. (2013). El tema a investigar, las hipótesis y los canales de comunicación científica. Paper presented at the *Métodos De Investigación Social y De La Empresa*, 89-111.
- San-Jose, L. (2005). *Influencia y utilización de las tecnologías de la información y la comunicación en el desarrollo de la gestión de la tesorería*. (Tesis doctoral). Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea, Bilbao.
- San-Jose, L. (2009). Ethical cash management? A possible solution. *Finance & Bien Commun*, (1), 58-67.
- San-Jose, L., Beraza, A., & Retolaza, J. L. (2017). Is it possible to share the cash among companies? How to develop a mutual cash holding factors model, forthcoming.
- San-Jose, L., Iturralde, T., & Maseda, A. (2008). Treasury management versus cash management. *International Research Journal of Finance and Economics*, (19), 192-204.
- San-Jose, L., Retolaza, J. L., & Pruñonosa, J. T. (2014). Efficiency in spanish banking: A multistakeholder approach analysis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 32, 240-255. <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2014.06.005>

- San-Jose, L., Iturralde, T., & Maseda, A. (2009). The influence of information communications technology (ICT) on cash management and financial department performance: An explanatory model. *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne Des Sciences De l'Administration*, 26(2), 150-169. doi:10.1002/cjas.97
- Sarstedt, M., Hair, J. F., Ringle, C. M., Thiele, K. O., & Gudergan, S. P. (2016). Estimation issues with PLS and CBSEM: Where the bias lies! *Journal of Business Research*, 69(10), 3998-4010.
- Savage, G. T., Nix, T. W., Whitehead, C. J., & Blair, J. D. (1991). Strategies for assessing and managing organizational stakeholders. *Academy of Management. Perspectives*, 5(2), 61-75.
- Seppänen, R., Blomqvist, K., & Sundqvist, S. (2007). Measuring inter-organizational trust—a critical review of the empirical research in 1990–2003. *Industrial Marketing Management*, 36(2), 249-265.
- Scheer, L. K., Kumar, N., & Steenkamp, J. E. (2003). Reactions to perceived inequity in US and dutch interorganizational relationships. *Academy of Management Journal*, 46(3), 303-316.
- Schilke, O., & Cook, K. S. (2015). Sources of alliance partner trustworthiness: Integrating calculative and relational perspectives. *Strategic Management Journal*, 36(2), 276-297.
- Schlossberger, E. (1994). A new model of business: Dual-investor theory. *Business Ethics Quarterly*, 4(04), 459-474.
- Schmalensee, R., & Evans, D. S. (2007). The industrial organization of markets with two-sided platforms. *Competition Policy International*, 3(1), 02 abril 2016.
- Schmidt, S. M., & Kochan, T. A. (1977). Interorganizational relationships: Patterns and motivations. *Administrative Science Quarterly*, 22(2), 220-234. doi:10.2307/2391957
- Schnackenberg, A. (2009). Measuring transparency: Towards a greater understanding of systematic transparency and accountability. *Working paper09-02, Weatherhead School of Management. Cleveland, Ohio: Case Western Reserve University*.
- Schnackenberg, A. K., & Tomlinson, E. C. (2016). Organizational transparency. *Journal of Management*, 42(7), 1784-1810. doi:10.1177/0149206314525202
- Schoorman, F. D., Mayer, R. C., & Davis, J. H. (2007). An integrative model of organizational trust: Past, present, and future. *Academy of Management Review*, 32(2), 344-354.

- Schor, J. B., & Fitzmaurice, C. J. (2015). Collaborating and connecting: The emergence of the sharing economy. En *Handbook of Research on Sustainable Consumption*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Seppänen, R., Blomqvist, K., & Sundqvist, S. (2007). Measuring inter-organizational trust—a critical review of the empirical research in 1990–2003. *Industrial Marketing Management*, 36(2), 249-265. <http://dx.doi.org/10.1016/j.indmarman.2005.09.003>
- Shabbir, M., Hashmi, S. H., & Chaudhary, G. M. (2016). Determinants of corporate cash holdings in pakistan. *International Journal of Organizational Leadership*, 5(1), 50-62.
- Shah, A. (2011). The corporate cash holdings: Determinants and implications. *African Journal of Business Management*, 5(34), 12939-12950.
- Shankman, N. A. (1999). Reframing the debate between agency and stakeholder theories of the firm. *Journal of Business Ethics*, 19(4), 319-334. Retrieved from <http://link.springer.com/article/10.1023/A:1005880031427#>
- Shapiro, S. P. (1987). The social control of impersonal trust. *American Journal of Sociology*, 93(3), 623-658.
- Shapiro, C., & Varian, H. R. (1999). The art of standards wars. *California management review*, 41(2), 8-32.
- Sharing España. (2016). *Código de principios y buenas prácticas de plataformas colaborativas*. Recuperado de <http://www.sharingespana.es/codigo-de-principios-y-buenas-practicas-de-plataformas-colaborativas/>
- Sharma, S., & Vredenburg, H. (1998). Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capabilities. *Strategic Management Journal*, 19(8), 729-753.
- Shaw, M. J. (2000). *The Academy of Management Review*, 25(2), 441-443. doi:10.2307/259025
- Shipe, S. (2015). *Volatility of cash holdings and firm value*. Job Market Paper. Florida State University. Recuperado de <http://www.usf.edu/business/documents/departments/finance/conference/2015-volatility-of-cash-holdings.pdf>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

- Shleifer, A., & Vishny, R. (Junio, 1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–88.
- Shrum, W., Chompalov, I., & Genuth, J. (2001). Trust, conflict and performance in scientific collaborations. *Social Studies of Science*, 31(5), 681-730.
- Sierra Bravo, R. (2002). *Ciencias sociales: Epistemología, lógica y matemática*. España: Editorial Paraninfo.
- Simatupang, T. M., & Sridharan, R. (2005). An integrative framework for supply chain collaboration. *The International Journal of Logistics Management*, 16(2), 257-274.
- Sitkin, S. B. (1995). On the positive effects of legalization on trust. *Research on Negotiation in Organizations*, 5, 185-218.
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations*. New York: The Modern Library,
- Smith, V. L. (2003). Constructivist and ecological rationality in economics. *American Economic Review*, 93(3), 465-508.
- Soldevilla García, E. (1995). Metodología de investigación de la economía de la empresa. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de La Empresa*, 1(1), 13-63.
- Söllner, M., Hoffman, A., Hirdes, E., Rudakova, L., & Leimeister, S. (2010). Toward a formative measurement model of trust. In: 23. Bled eConference eTrust: Implications for the Individual, Enterprises and Society (Bled) 2010, Bled, Slovenia.
- Söllner, M., & Leimeister, J. M. (2013). What we really know about antecedents of trust: A critical review of the empirical information systems literature on trust. In Gefen, D. *Psychology of Trust: New Research*. Hauppauge, New York, USA: Nova Science Publishers.
- Stokes, K., Clarence, E., Anderson, L., & Rinne, A. (2014). *Making sense of the UK collaborative economy*. Nesta. Recuperado de https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/making_sense_of_the_uk_collaborative_economy_14.pdf
- Stone, M. (1974). Cross-validators choice and assessment of statistical predictions. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 36(2), 111-147.
- Stoner, J. A., Freeman, R. E., Sacristan, P. M., & Gilbert, D. R. (1996). *Administración*. México DF: Prentice Hall.

- Strauss, L. (1950). On the spirit of hobbes' political philosophy. *Revue Internationale De Philosophie*, 4(14), 405-431.
- Sun, H. (2010). Sellers' trust and continued use of online marketplaces. *Journal of the Association for Information Systems*, 11(4), 182-211.
- Sundararajan, A. (2014). *Peer-to-peer businesses and the sharing (collaborative) economy: Overview, economic effects and regulatory issues*. Recuperado de http://smallbusiness.house.gov/uploadedfiles/1-15-2014_revised_sundararajan_testimony.pdf.
- Sung Kim, M. (2012). Corporate transparency of business group firms in the absence of internal market benefits. In Heibatollah Sami, J. J. Ch. (ed.) *Transparency and Governance in a Global World (International Finance Review, Volume 13)* (pp. 39-67). Emerald Group Publishing Limited. doi:10.1108/S1569-3767(2012)0000013005
- Tashakkori, A., & Creswell, J. W. (2007). Editorial: The New Era of Mixed Methods. *Journal of Mixed Methods Research*, 1(1), 3-7.
- Tashakkori, A., & Teddlie, C. (2010). *Handbook of mixed methods in social & behavioral research*. California: Sage.
- Temme, D., Kreis, H., & Hildebrandt, L. (2006). *PLS Path Modeling: A Software Review*. SFB 649 Discussion Papers, HU Berlin.
- Templar, S., Findlay, C., & Hofmann, E. (2016). *Financing the end-to-end supply chain: A reference guide to supply chain finance*. London, UK: Kogan Page Publishers.
- Toffler, A. (1980). *La tercera ola* [The third wave] (Adolfo Martín Trans.). Bogotá, Colombia: Ediciones Nacionales.
- Toms, J. (2002). Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: Some UK evidence. *The British Accounting Review*, 34(3), 257-282.
- Tong, Z. (2014). Deviations from optimal corporate cash holdings and the valuation from a shareholder's perspective. *Applied Economics*, 46(30), 3695-3707.
- Treleaven, P. (2015). Financial regulation of FinTech. *Journal of Financial Perspectives*, 3(3), 114-121.

- Ullah, H., Saeed, G., & Zeb, A. (2014). Corporate ownership structure and firm excess cash holdings: Evidenced from emerging markets, Pakistan. *Abasyn University Journal of Social Sciences*, 7(2), 228-244.
- Van Dijk, T. A. (1990). Social cognition and discourse. In Giles, H. and Robinson, W.P. (Eds) *Handbook of Language and Social Psychology* (pp. 163-183). Chichester, Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management*. Harlow, Essex, England: Pearson Education.
- Van Zolingen, S. J., & Klaassen, C. A. (2003). Selection processes in a delphi study about key qualifications in senior secondary vocational education. *Technological Forecasting and Social Change*, 70(4), 317-340.
- Venkataraman, S. (2002). Stakeholder value equilibration and the entrepreneurial process. *Ethics and Entrepreneurship*, 3, 45-57.
- Verschueren, I., & Deloof, M. (1999). *Intragroup debt, intragroup guarantees, and the capital structure of belgian firms*. Working paper 99/73. Universiteit Gent.
- Vetter, J., & Schwandtner, C. (2008). Cash pooling under the revised german private limited companies act (GmbHG). *German LJ*, 9, 1155.
- Vroom, V. R. (1964). *Work and motivation*. New York: Wiley.
- Vryza, M., & Fryxell, G. E. (1997). The interaction of trust and control mechanisms in the management of successful international joint ventures. Paper presented at the *Annual Meeting of the Academy of Management*, Boston, MA.
- Wandfluh, M., Hofmann, E., & Schoensleben, P. (2016). Financing buyer–supplier dyads: An empirical analysis on financial collaboration in the supply chain. *International Journal of Logistics Research and Applications*, 19(3), 200-217.
- Wang, W., & Benbasat, I. (2008). Attributions of trust in decision support technologies: A study of recommendation agents for E-commerce. *Journal of Management Information Systems*, 24(4), 249-273. doi:10.2753/MIS0742-1222240410
- Wangrow, D. B., Schepker, D. J., & Barker III, V. L. (2015). Managerial discretion: An empirical review and focus on future research directions. *Journal of Management*, 41(1), 99-135.

- Weaver, G. R., & Trevino, L. K. (1994). Normative and empirical business ethics: Separation, marriage of convenience, or marriage of necessity? *Business Ethics Quarterly*, 4(2), 129-143.
- Webler, T., Levine, D., Rakel, H., & Renn, O. (1991). A novel approach to reducing uncertainty: The group delphi. *Technological Forecasting and Social Change*, 39(3), 253-263.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Whipple, J. M., & Frankel, R. (2000). Strategic alliance success factors. *Journal of Supply Chain Management*, 36(2), 21-28. doi:10.1111/j.1745-493X.2000.tb00248.x
- Whipple, J. M., Griffis, S. E., & Daugherty, P. J. (2013). Conceptualizations of trust: Can we trust them? *Journal of Business Logistics*, 34(2), 117-130. doi:10.1111/jbl.12014
- Whitener, E. M., Brodt, S. E., Korsgaard, M. A., & Werner, J. M. (1998). Managers as initiators of trust: An exchange relationship framework for understanding managerial trustworthy behavior. *Academy of Management Review*, 23(3), 513-530.
- Wijnberg, N. M. (2000). Normative stakeholder theory and aristotle: The link between ethics and politics. *Journal of Business Ethics*, 25(4), 329-342.
- Wilcox, J. B., Howell, R. D., & Breivik, E. (2008). Questions about formative measurement. *Journal of Business Research*, 61(12), 1219-1228. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.01.010>
- Williams, M. (2001). In whom we trust: Group membership as an affective context for trust development. *Academy of Management Review*, 26(3), 377-396.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and hierarchies :Analysis and antitrust implications : A study in the economics of internal organization*. New York: The Free Press.
- Williamson, O. E. (1979). Transaction-cost economics: The governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261.
- Williamson, O. E. (1987). *The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting*. New York: The Free Press.
- Williamson, O. E. (1991). Comparative economic organization: The analysis of discrete structural alternatives. *Administrative Science Quarterly*, 36, 269-296.

- Williamson, O. E. (1993a). Calculativeness, Trust, and Economic Organization. *The Journal of Law & Economics*, 36(1), Part 2. J. M. Olin. (Ed.), *Centennial Conference in Law and Economics* at the University of Chicago (Apr., 1993), (pp. 453-486) Chicago.
- Williamson, O. E. (1993b). Contested exchange versus the governance of contractual relations. *The Journal of Economic Perspectives*, 7(1), 103-108.
- Williamson, O. E. (1993c). Opportunism and its critics. *Managerial and Decision Economics*, 14(2), 97-107. doi:10.1002/mde.4090140203
- Williamson, O. E. (1995). The institutions and governance of economic development and reform. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1994*. *The World Bank*, 171-196.
- Wilson, D. T. (1995). An integrated model of buyer-seller relationships. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 23(4), 335.
- Wold, H. (1980). Model construction and evaluation when theoretical knowledge is scarce. J. Kmenta and J. B. Ramsey (eds), *Evaluation of econometric models* (pp. 47-74). London: Academic Press.
- Wold, H. (2004). Partial least squares. *Encyclopedia of statistical sciences*. John Wiley & Sons, Inc. doi:10.1002/0471667196.ess1914.pub2
- Woolthuis, R. K., Hillebrand, B., & Nooteboom, B. (2005). Trust, contract and relationship development. *Organization Studies*, 26(6), 813-840.
- Yin, R. K. (1989). Case study research: Design and methods, revised ed. *Applied Social Research Series*, 5. Thousand Oaks, California: Sage Publications.
- Yin, R. K. (1994). Case study research: Design and methods. *Applied Social Research Series*, 5. London: Biography, Sage Publications.
- Yin, R. K. (2013). *Case study research: Design and methods*. Thousand Oaks, California: Sage publications.
- Yoshino, M. Y., & Rangan, U. S. (1996). *Las alianzas estratégicas: Un enfoque empresarial a la globalización*. Madrid. Ariel.
- Zaheer, A., & Harris, J. D. (2006). Interorganizational trust. En Shenkar, O. and Reuer, J.J. (Eds.). *Handbook of Strategic Alliances*, (pp. 169-197). Thousand Oaks, CA: Sage Publications.

- Zaheer, A., McEvily, B., & Perrone, V. (1998). Does trust matter? exploring the effects of interorganizational and interpersonal trust on performance. *Organization Science*, 9(2), 141-159. doi:10.1287/orsc.9.2.141
- Zaheer, A., & Venkatraman, N. (1995). Relational governance as an interorganizational strategy: An empirical test of the role of trust in economic exchange. *Strategic Management Journal*, 16(5), 373-392. doi:10.1002/smj.4250160504
- Zajac, E. J., & Olsen, C. P. (1993). From transaction cost to transactional value analysis: Implications for the study of interorganizational strategies*. *Journal of Management Studies*, 30(1), 131-145. doi:10.1111/j.1467-6486.1993.tb00298.x
- Zazo, J. I. G. (2006). Metodología de la economía de la empresa: Algunas nociones. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 12(3), 13-27.
- Zeydabadinezhad, M., Sarokolaei, M. A., & Shoul, A. (2013). The effect of assets' liquidation regarding the limitations of financing on cash flow sensitivity of cash. *International Journal of Advanced Studies in Humanities & Social Science*, 1(5), 445-451.
- Zucker, L. G. (1986). Production of trust: Institutional sources of economic structure, 1840-1920. *Research in Organizational Behavior*, 8, 53-111.

ANEXOS

ANEXO A1 CARTA DE PRESENTACIÓN CUESTIONARIO

ANEXO A2 CUESTIONARIO ONLINE

ANEXO A3 CRITERIOS DE DECISIÓN PARA LA DISTINCIÓN ENTRE MODELOS DE INDICADORES FORMATIVOS Y MODELOS DE INDICADORES REFLECTIVOS.

ANEXO A4 ANÁLISIS DE LA MATRIZ IMPORTANCIA-DESEMPEÑO (*IMPORTANCE-PERFORMANCE MATRIX ANALYSIS –IPMA-*)

ANEXO A1

CARTA DE PRESENTACIÓN CUESTIONARIO

Apreciado/a,

El grupo de investigación [ECRI](#) (Ethics in Finance & Governance) de la **Universidad del País Vasco** en colaboración con [ASSET](#) está realizando un estudio sobre un modelo de **gestión colaborativa de la tesorería** denominado **MUTUAL CASH HOLDING (MCH)**.

La idea central en torno al cual gira este modelo, **MCH**, es que **los resultados tanto económicos como sociales, son mejores para todas las empresas que colaboran entre sí, si se realiza una gestión compartida de tesorería basada en la confianza mutua y el bien común**. Se trata de una **innovación financiera corporativa** que permite reducir costes, riesgos y mejorar las posibilidades de financiación complementaria de las empresas.

La metodología, para recoger los datos de análisis, se desarrolla a través de un **cuestionario** donde pretendemos **medir el grado de importancia que los financieros otorgan a una serie de componentes para cada una de las seis variables o condiciones identificadas como necesarias para que se puedan dar procesos colaborativos entre empresas en la gestión de tesorería**.

El cuestionario se estructura en **seis apartados**: expectativas de beneficio, confianza, transparencia, garantía, gestión y beneficio mutuo.

Agradeceríamos valorar **del uno al cinco** (desde 1 muy en desacuerdo hasta 5 muy de acuerdo) cada uno de los ítems que se le planteará a continuación. El tiempo aproximado de la encuesta es **de cinco minutos**.

Le agradecemos de antemano su colaboración.

Se despiden atentamente,



ANEXO A2

CUESTIONARIO ONLINE



Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué? Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

[Abandonar->](#)
[Continuaré más tarde](#)

1.- CUESTIONARIO

UPV/EHU con la colaboración de ASSET han creado este cuestionario para saber la importancia que el profesional financiero otorga a los componentes de las variables/condiciones necesarias para el desarrollo de relaciones colaborativas entre organizaciones en la gestión de tesorería.

El cuestionario está estructurado en seis apartados que se corresponden con seis variables: expectativas, confianza, transparencia, garantía, gestión y beneficio mutuo.

El cuestionario no le llevará más de cinco minutos.

Se trata de que usted exprese hasta que punto está de acuerdo o en desacuerdo con tales afirmaciones.

Puntúe de 1 a 5, sabiendo que

El 5 significa muy de acuerdo

El 4 significa de acuerdo

El 3 no tiene aún una opinión definida respecto al contenido de la frase

El 2 no está de acuerdo

El 1 está muy en desacuerdo

Gracias.

[Siguiete->](#)

	11%
--	-----

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online

encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com



Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué?
Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

Abandonar->

Continuaré más tarde

2.- Datos Generales de la Empresa

*1. Sector de la empresa

*2. ¿Cuántos empleados tiene su empresa?

*3. Fecha de constitución de la empresa

*4. ¿Cual es su cargo en la empresa?

*5. Género

Hombre

Mujer

<-Anterior

Siguiente->

22%

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com



Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué? Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

Abandonar->

Continuaré más tarde

3.- EXPECTATIVAS

***6. Para que se generen expectativas positivas que posibiliten las relaciones colaborativas de tesorería entre un conjunto de organizaciones debe/n**

	1. Muy en desacuerdo	2. No está de acuerdo	3. No tiene aún una opinión definida	4. De acuerdo	5. Muy de acuerdo
Existir sinergias potenciales de tesorería entre las entidades participantes	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Existir complementariedad de ciclos positivos y negativos de tesorería	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Existir complementariedad en la fecha de devengo de los cobros y pagos	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Poder cuantificar previamente el ahorro/beneficio que supondría para cada entidad	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Reducir los costes en relación con la financiación bancaria	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Esperar obtener beneficios complementarios a los resultados financieros	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

<-Anterior

Siguiente->

33%

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online

encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com



Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué?
Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

Abandonar->

Continuaré más tarde

4.- CONFIANZA

***7. Para que se genere la suficiente confianza como para implantar un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre un conjunto de organizaciones:**

	1. Muy en desacuerdo	2. No está de acuerdo	3. No tiene aún una opinión definida	4. De acuerdo	5. Muy de acuerdo
Las entidades participantes deben tener un buen sistema de dirección y gestión	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben valorar positivamente al resto de entidades	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben evitar cualquier tipo de conducta oportunista	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben mostrar una predisposición a la confianza hacia el resto de entidades	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben estar dispuestas a posponer resultados presentes a cambio de beneficios futuros	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben tener un equipo de dirección competente e ntegro	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

<-Anterior

Siguiente->

44%

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online

encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com



Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué? Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

Abandonar->

Continuaré más tarde

5.- TRANSPARENCIA

***8. Para mejorar la transparencia del sistema colaborativo de gestión de tesorería entre un conjunto de organizaciones:**

	1. Muy en desacuerdo	2. No está de acuerdo	3. No tiene aún una opinión definida	4. De acuerdo	5. Muy de acuerdo
Las entidades participantes deben facilitar información completa sobre los valores y competencias de los directivos	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben facilitar información en tiempo real de la situación económica y financiera	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben transmitir de forma inmediata cualquier riesgo en la que hayan podido incurrir	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben presentar públicamente Memorias de sostenibilidad en formato GRI o similar	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes deben facilitar el acceso actualizado al cuadro de indicadores de gestión de la entidad	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Las entidades participantes debefacilitar información actualizada del cumplimiento del plan de tesorería	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

<-Anterior

Siguiente->

56%

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online

encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com

Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué? Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

[Abandonar->](#)
[Continuaré más tarde](#)

6.- GARANTÍA

***9. Para que el sistema colaborativo de gestión de tesorería funcione, es necesario/a:**

	1. Muy en desacuerdo	2. No está de acuerdo	3. No tiene aún una opinión definida	4. De acuerdo	5. Muy de acuerdo
Que el sistema disponga de la liquidez suficiente para hacer frente a cualquier eventualidad	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Que haya un sistema de garantías reales que pueda compensar los riesgos en los que se incurra	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Que el volumen de la tesorería implicado sea un porcentaje reducido en relación con el volumen total de tesorería	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Blindar el sistema contra posibles conductas oportunistas de sus miembros	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Una normativa que regule el sistema colaborativo de gestión de tesorería	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Simetría de riesgo entre las entidades participantes	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

[<-Anterior](#)
[Siguiente->](#)

67%

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online

encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com

Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué? Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

[Abandonar->](#)
[Continuaré más tarde](#)

7.- GESTIÓN

***10. Para que el sistema colaborativo de gestión de tesorería funcione, es necesario que:**

	1. Muy en desacuerdo	2. No está de acuerdo	3. No tiene aún una opinión definida	4. De acuerdo	5. Muy de acuerdo
Las entidades participantes dispongan de un sistema de gestión eficiente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
El coste de la gestión suponga un pequeño porcentaje del beneficio bruto obtenido	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Los costes de gestión de este sistema sean inferiores a los costes de gestión de sistemas alternativos de financiación	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Exista una simetría de información sobre la gestión	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Existan adecuados mecanismos de control de la gestión, que permitan anticipar riesgos	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Haya planes de contingencia ante posibles errores e imprevistos	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

[<-Anterior](#)
[Siguiente->](#)

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online

encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com

Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué? Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

[Abandonar->](#)
[Continuaré más tarde](#)

8.- BENEFICIO MUTUO

***11. Para que el sistema colaborativo de gestión de tesorería sea aceptado, es necesario/a:**

	1. Muy en desacuerdo	2. No está de acuerdo	3. No tiene aún una opinión definida	4. De acuerdo	5. Muy de acuerdo
La existencia de beneficios no directamente económicos: estratégicos, de aprovisionamiento, nuevos mercados, fidelidad de relaciones...	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Que todas las entidades participantes salgan beneficiadas	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Establecer indicadores que permitan cuantificar los beneficios obtenidos, de forma periódica	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Que haya una previsión de mantener los beneficios futuros	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Visualizar la obtención inmediata de algún beneficio	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Cierta simetría en los beneficios obtenidos entre las diferentes entidades participantes	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

[<-Anterior](#)
[Siguiente->](#)

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online

encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com



Y cuando se acaben las fuentes de financiación tradicionales ¿Qué?
Mutual Cash Holding. Nuevos modelos de gestión.

Abandonar->

Continuaré más tarde

12. Si quiere participar en el sorteo de un iPad Mini

Nombre y apellidos:

E-mail de contacto:

¡¡Muchas gracias por su colaboración!!.

Dirección de ASSET

<-Anterior

Fin->

100%

Encuestafacil.com no es responsable de ningún contenido enviado y/o incluido en esta encuesta.

Crea gratis tus encuestas online

encuestafacil.com

¿Necesita tu empresa una red privada corporativa?. Prueba makeanet.com

ANEXO A3

CRITERIOS DE DECISIÓN PARA LA DISTINCIÓN ENTRE MODELOS DE INDICADORES FORMATIVOS Y MODELOS DE INDICADORES REFLECTIVOS

ANEXO 3 CRITERIOS DE DECISIÓN PARA LA DISTINCIÓN ENTRE MODELOS DE INDICADORES FORMATIVOS Y MODELOS DE INDICADORES REFLECTIVOS.

Desde hace más de tres décadas los investigadores han ido otorgando una mayor importancia a la consideración de la validez de constructo como condición necesaria para el desarrollo posterior de la teoría dado que establece el grado de correspondencia entre los constructos y sus medidas (Bagozzi, 1981; Anderson & Gerbing, 1988). En este sentido, en un modelo teórico se identifican, por una parte, los constructos, que por su naturaleza son variables no observables, y por otra parte, los indicadores o medidas, que son variables observables definidas a través de una medida. Estos indicadores son diseñados para capturar el dominio de contenido de un constructo. El modelo teórico plantea relaciones entre los constructos que sólo pueden ser contrastadas a través de relaciones observables que se supone existen entre las variables (Escrig, 2002). Por esta razón, es necesario, por una parte, distinguir el modelo de medida del modelo estructural y, por otra parte, llevar a cabo una correcta especificación del modelo de medida como paso previo al análisis del modelo estructural (Bagozzi, 1981).

Esta tendencia se ha ido acentuando a medida que se han ido desarrollando los modelos de ecuaciones estructurales debido a dos razones: 1) Estos modelos dedican especial atención a la distinción entre el modelo de medida y el modelo estructural. 2) Estos modelos proporcionan unos rigurosos test de fiabilidad de constructo, validez de convergencia, y validez discriminante.

La mayor parte de la investigación desarrollada en el campo de las ciencias sociales se ha basado en planteamientos clásicos que asumen la dirección de causalidad desde el constructo hacia sus indicadores, es decir, modelos de medida reflectivos. Sin embargo, los métodos utilizados tradicionalmente para determinar la fiabilidad y validez de constructo no son apropiados para constructos donde la dirección de causalidad es precisamente la opuesta (Bollen & Lennox, 1991). Por esta razón, Diamantopoulos & Winklhofer (2001) sugieren procedimientos específicos para el desarrollo de medidas formativas y la correspondiente evaluación de constructos.

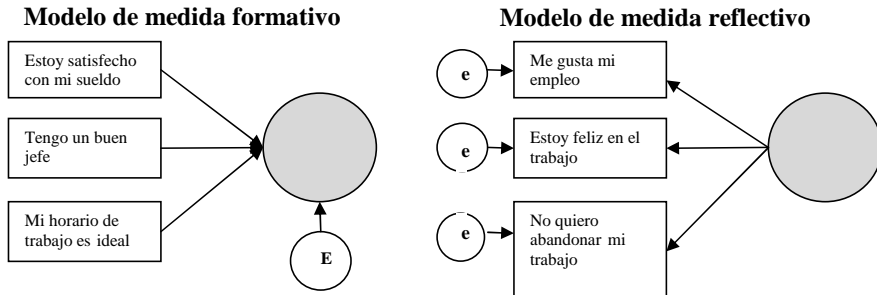
Además, diversos estudios (Law & Wong, 1999; Jarvis *et al.*, 2003) demuestran que existen consecuencias potencialmente serias derivadas de una incorrecta especificación del modelo de medida, hasta el punto de llevar a conclusiones imprecisas o diferentes acerca de las relaciones estructurales entre constructos. Por ello, se precisa que el investigador reflexione profundamente sobre la dirección de causalidad entre los constructos y sus correspondientes medidas y se asegure de que el tipo de modelo de medida utilizado es el más apropiado.

Los constructos no son inherentemente formativos ni reflectivos por naturaleza, y la mayoría pueden ser modelados con indicadores formativos o reflectivos dependiendo de las explicaciones teóricas del investigador acerca de cómo deben relacionarse las medidas en base a la definición conceptual del constructo (Mackenzie, Podsakoff & Podsakoff, 2011). La decisión de si un constructo debe ser medido mediante indicadores formativos o reflectivos dependerá completamente de la conceptualización del constructo que utilice el investigador. Por ejemplo, el constructo “satisfacción con el trabajo” ha sido conceptualizado de ambas maneras, es decir, como un constructo unidimensional con tres indicadores reflectivos (Cammann *et al.* 1983) y como un constructo con múltiples indicadores formativos (Law & Wong, 1999). La clave es la forma en que el constructo y los indicadores están relacionados dependiendo del contenido del indicador y de cómo el constructo es conceptualizado por el investigador. Así, si “satisfacción con el puesto de trabajo” es conceptualizado como una actitud positiva general hacia el puesto de trabajo, entonces debería ser medido reflectivamente con ítems tales como “Me gusta mi puesto de trabajo”. Sin embargo, si este constructo es conceptualizado como una combinación de actitudes hacia varios componentes del puesto de trabajo tales como satisfacción con salario, horario, supervisor, colaboradores, beneficios, responsabilidades, etc., entonces debería ser medido formativamente con ítems del siguiente tipo “Estoy satisfecho con mi sueldo”¹. En la figura A3.1. se muestra cómo el constructo “satisfacción con el puesto trabajo” puede ser operacionalizado como formativo ²o reflectivo.

¹ Confusing Reflective & Formative Scales - Part 3. Blog de Cheryl Jarvis recuperado el 30 de diciembre de 2015 de <http://scaleresearch.siu.edu/petpeeve9.html>

² En esta figura los indicadores formativos que constituyen el modelo de medida se consideran causales, por lo que existe error de medida a nivel de constructo.

Figura A3.1. Satisfacción con el puesto de trabajo como constructo formativo y reflectivo



Fuente: Elaboración propia

El principio básico es que la operacionalización tiene que encajar conceptualmente con la definición de constructo, es decir, si se conceptualiza como formativo, debe modelarse como formativo, no como reflectivo. El resultado de una especificación errónea del modelo de medida implica poner en peligro la validez de constructo y llevar a conclusiones equivocadas derivadas de los resultados como puede ser rechazar hipótesis verdaderas, aceptar falsas, o calcular erróneamente la magnitud o incluso la dirección causal de las relaciones entre las variables. En nuestro ejemplo, si el directivo de la empresa está contrastando el impacto de la satisfacción con el puesto de trabajo en la retención de empleados, una errónea especificación del modelo de medida del constructo “satisfacción con el puesto de trabajo” puede inducir al directivo a pensar que el efecto es mayor o menor o incluso en la dirección opuesta de lo que es en la realidad, tomando finalmente decisiones inapropiadas.

A pesar de los diversos intentos por proporcionar unas reglas de elección entre indicadores formativos y reflexivos (Bagozzi & Fornell, 1982; Bollen & Lennox, 1991; Chin, 1998b), la propuesta más completa e integradora es la ofrecida por Jarvis, MacKenzie & Podsakoff (2003).

En la tabla A3.1. se resumen los criterios para distinguir entre un modelo con indicadores formativos y un modelo con indicadores reflectivos.

Tabla A3.1. Criterios de elección tipo de modelo de medida

Criterio	Decisión	Referencia
Dirección causal entre indicador y constructo	<ul style="list-style-type: none"> • Del constructo a los indicadores: reflectivos • Del indicador a los constructos: formativos 	Diamantopoulos and Winklhofer (2001)
¿Es el constructo una característica o rasgo que explica los indicadores o es una combinación de los indicadores?	<ul style="list-style-type: none"> • Si es rasgo: reflectivos • Si es combinación: formativos 	Fornell y Bookstein (1982)
¿Representan los indicadores consecuencias o causas del constructo?	<ul style="list-style-type: none"> • Si consecuencias: reflectivos • Si causas: formativos 	Rosstiter (2002)
Asumiendo que todos los ítems están codificados del mismo modo, ¿es necesariamente cierto que el cambio de uno de los indicadores en una dirección implique cambios similares en el resto?	<ul style="list-style-type: none"> • Afirmativo: reflectivos • Negativo: formativos 	Chin (1998)
¿Son los ítems mutuamente intercambiables?	<ul style="list-style-type: none"> • Afirmativo: reflectivos • Negativo: formativos 	Jarvis, McKenzie, and Podsakoff (2003)
¿Tienen los indicadores los mismos antecedentes y consecuencias?	<ul style="list-style-type: none"> • Afirmativo: Reflectivos • Negativo: Formativos 	Jarvis, McKenzie, and Podsakoff (2003)

Fuente: Adaptado de Jarvis et al., 2003 p. 203; Hair et al., 2014, p. 47

El primer criterio se refiere a la dirección de causalidad entre constructo y sus indicadores. En el caso de indicadores reflectivos, considerados como manifestaciones del constructo, la dirección de la causalidad va desde el constructo a los indicadores, lo cual implica que cambios en el constructo deberían provocar cambios en los indicadores pero no viceversa. Por el contrario, si los indicadores utilizados son formativos, el constructo queda determinado por sus medidas (MacCallum & Browne, 1993), por lo que cambios en los indicadores deberían causar cambios en el constructo y no viceversa. En este caso, las medidas representan características definitorias o rasgos conceptuales que de manera conjunta explican el significado del constructo (MacKenzie, Podsakoff & Jarvis, 2005).

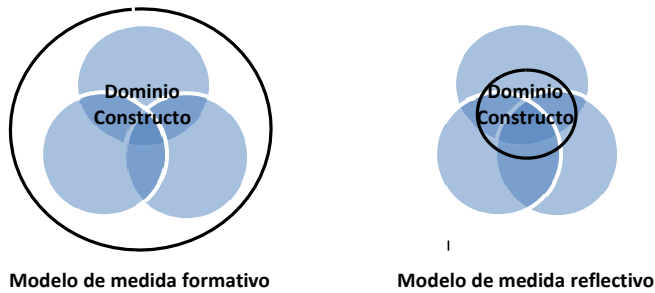
El segundo criterio hace referencia a la naturaleza conceptual del constructo. En el caso de los indicadores reflectivos, el constructo es una variable latente que explica la variación de las variables manifiestas, considerándose conceptualmente a éstas últimas como variables dependientes dentro del modelo de medida. El constructo valorado mediante una medida reflectiva se denomina constructo latente común. En el caso de los indicadores formativos, al determinar de manera conjunta y combinada el

significado conceptual y empírico de la variable latente, el constructo se convierte en la variable dependiente en el modelo de medida y recibe el nombre de constructo latente agregado (Barroso, Cepeda y Roldán, 2007).

El tercer criterio está vinculado con la relación causa/efecto entre el constructo y los indicadores. Los ítems reflectivos son considerados como consecuencia, efecto o reflejo del constructo latente al que representan. Sin embargo, los indicadores formativos causan e influyen conjuntamente al constructo latente (Rossiter, 2002).

El cuarto criterio está relacionado con la posibilidad de que las medidas sean conceptualmente intercambiables. Dado que los indicadores reflectivos comparten un tema común y se consideran manifestaciones equivalentes del mismo constructo, se espera que sean intercambiables. Sin embargo, los indicadores formativos, al ser determinantes exógenos del constructo, no requieren compartir un concepto común, por lo que pueden capturar aspectos únicos del dominio conceptual de la variable latente. Por ello, no se espera que sean intercambiables entre sí. Los indicadores formativos, tomados de manera conjunta, determinan el significado del constructo. Es más, la eliminación de cualquiera de los ítems puede tener serias consecuencias para la naturaleza del constructo, ya que podría alterar su dominio conceptual y cambiar (MacKenzie, Podsakoff & Jarvis, 2005; Barroso *et al.*, 2007) e incluso omitir parte del significado de la variable (Bollen y Lennox, 1991). Como consecuencia de ello, la amplitud de cobertura del dominio del constructo es de gran importancia para asegurar que el dominio de contenido del constructo en cuestión está capturado adecuadamente (Diamantopoulos y Winklhofer, 2001). La figura A3.2. ilustra la principal diferencia entre las perspectivas de medida formativa y reflectiva. El círculo negro representa el dominio del constructo, que es el dominio de contenido del constructo que se intenta medir. Los círculos sombreados representan el ámbito capturado por cada indicador. La perspectiva de medida reflectiva tiende a maximizar la coincidencia entre los indicadores intercambiables, mientras que la perspectiva formativa intenta cubrir totalmente el dominio del constructo (círculo negro) a través de los diferentes indicadores formativos (círculos sombreados), los cuales deberían estar poco solapados.

Figura A3.2. Diferencia entre medidas formativas y reflectivas



Fuente: Hair et al., 2014, p. 44

El quinto criterio está asociado con la covarianza de las medidas. Dado que los indicadores reflectivos comparten un tema común, se requiere que presenten una alta covariación. Por el contrario, los indicadores formativos no requieren covariar entre sí. De hecho, los modelos de medida formativos no plantean ninguna predicción acerca de las correlaciones que debieran existir entre las medidas. Según Bollen (1984), no existe ningún patrón específico de signo (positivo o negativo) o de magnitud (alta media o baja) que caracterice las correlaciones entre las medidas formativas.

Por último, el sexto criterio plantea la similitud de las redes nomológicas de los indicadores. La red nomológica para los indicadores reflectivos puede ser diferente, mientras que en el caso de indicadores formativos no debería diferir (Jarvis, Mackenzie y Podsakoff, 2003). Los indicadores reflectivos, al ser reflejos o manifestaciones del mismo constructo subyacente, deberían presentar los mismos antecedentes y consecuencias, puesto que además se asumen que son intercambiables. Por el contrario, las medidas formativas no necesitan tener los mismos antecedentes y consecuencias (Barroso *et al.* 2007).

A continuación se presenta la tabla A3.2. que recoge las reglas de decisión siguiendo consideraciones tanto teóricas como empíricas para determinar si un constructo es formativo o reflectivo propuesto por Coltman, Devinney Midgley & Venaik (2008).

Tabla A.3.2. Aplicación reglas de decisión para determinar si un constructo es formativo o reflectivo en modelo medida MCH.

CONSIDERACIONES TEÓRICAS	FORMATIVO	LITERATURA RELEVANTE	ACEPTAR
<p>1. Naturaleza de constructo. El constructo latente, existe o es formado?</p>	<p>Constructo latente formado. Constructo latente es determinado como una combinación de sus indicadores.</p>	<p>Borsboom et al. (2003, 2004)</p>	<p>✓</p>
<p>2. Dirección de causalidad del constructo a la medida implicada según definición conceptual. Definen los ítems a) características o b) manifestaciones del constructo Cambios en los indicadores causarían cambios en el constructo? Cambios en el constructo causarían cambios en los indicadores?</p>	<p>Dirección de causalidad del ítem al constructo. Ítems definen características del constructo. Cambios en los ítems deberían causar cambios en el constructo. Cambios en el constructo no deberían causar cambios en los indicadores.</p>	<p>Bollen and Lennox (1991); Chin (1998); Edwards and Bagozzi (2000); Rossiter (2002); Jarvis et al (2003)</p>	<p>✓</p>
<p>3. Intercambiabilidad de los indicadores Deberían tener los indicadores el mismo o similar contenido? Comparten un mismo tema común? Alteraría la omisión de un indicador el dominio conceptual del constructo?</p>	<p>No es necesario que los indicadores sean intercambiables. No es necesario que los indicadores tengan el mismo o similar contenido. No es necesario que compartan un tema común. La omisión de un indicador puede alterar el dominio conceptual del constructo.</p>	<p>Rossiter (2002); Jarvis et al. (2003)</p>	<p>✓</p>

CONSIDERACIONES EMPÍRICAS			
<p>4.Covariación/correlación entre indicadores</p> <p>Debería estar asociado un cambio en un indicador con cambios en otros indicadores?</p>	<p>No es necesario que los indicadores covarien unos con otros. Los ítems pueden tener cualquier patrón de intercorrelación pero deberían poseer la misma relación direccional.</p> <p>No necesariamente.</p> <p><i>Test empírico:</i> no se puede establecer empíricamente la fiabilidad de los indicadores.; recomendable realizar algunos análisis preliminares para contrastar la direccionalidad entre los indicadores y constructo.</p>	<p>Cronbach (1951); Nunnally y Bernstein (1994); Churchill (1979); Diamantopoulos y Siguaw (2006)</p>	<p>✓</p>
<p>5.Red nomológica de los indicadores de constructo</p> <p>Se espera que los indicadores tengan los mismos antecedentes y consecuencias?</p>	<p>Red nomológica de los indicadores puede diferir.</p> <p>No se requiere que los indicadores tengan los mismos antecedentes y consecuencias.</p> <p><i>Test empírico:</i> se puede establecer empíricamente validez nomológica usando un modelo MIMIC, y/o vínculo estructural con otra variable criterio.</p>	<p>Bollen y Lennox (1991); Diamantopoulos y Winklhofer (2001); Diamantopoulos y Siguaw (2006)</p>	
<p>6.Error de medida y colinealidad</p> <p>Se puede identificar el término de error en los ítems?</p>	<p>El término de error no puede ser identificado si el modelo de medida formativo es estimado de manera aislada.</p> <p>No si el modelo de medida es estimado de manera aislada</p> <p><i>Test empírico:</i> el test tetrad vanishing puede ser utilizado para determinar si los ítems formativos se comportan tal y como se había previsto</p> <p>La colinealidad debería ser determinada por diagnósticos estándar tales como FIV o índice de condición.</p>	<p>Bollen y Tang (2000); Diamantopoulos (2006)</p> <p>Bucic & Gudergan (2004) Venaik, Midgley & Devinney (2005) Perreira, Debb-Sossa, Harri & Bollen (2005) Glanville & Paxton (2007) Cadieux, Roy & Desmarais (2006) Wilson, Callaghan & Stainforth (2007) Gudergan, Ringle, Wende, y Will (2008) Klein & Rai (2009); Wilson, Vocino, Adam & Stella (2011) Aldás-Manzano (2014)</p>	<p>✓</p>

Fuente: adaptado de *Coltman et al. (2008)*

La tabla A3.2. incorpora un criterio adicional respecto a la tabla A3.1. la tabla anterior y se refiere al error de medida y a la colinealidad. Así como en el enfoque reflectivo se intenta maximizar la coincidencia o solapamiento entre los indicadores intercambiables, no existe ningún nivel esperado de intercorrelación entre indicadores formativos considerado como modelo (Diamantopoulos, Riefler & Roth, 2008). Dado que hay una causa común para los ítems del constructo, no se exige ningún requerimiento de correlación entre los indicadores, e incluso pueden ser completamente independientes. De hecho, la existencia de multicolinealidad entre indicadores formativos puede implicar un serio problema ya que puede obstaculizar la diferenciación de las distintas influencias que cada indicador ejerce en el constructo (Bollen y Lennox, 1991). Como consecuencia de la multicolinealidad, los pesos de los indicadores en el constructo pueden resultar inestables y poco significativos. Por último, al contrario que los indicadores reflectivos, los indicadores formativos carecen de término de error. En este sentido, en un modelo de constructo con indicadores reflectivos, el término de error está representado a nivel de indicadores, pero en el caso de un modelo con indicadores formativos-causales, el error está representado a nivel de constructo (véase figura A3.1.). En ocasiones, se podría ignorar el término de perturbación como ocurre en el caso de los indicadores formativos-compuestos³, donde el constructo es tratado como una perfecta combinación lineal ponderada de las medidas formativas seleccionadas. Muchos autores consideran preciso contar con un censo de indicadores más que una muestra de los mismos cuando se miden variables formativas (Bollen & Lennox, 1991). Esta situación se presenta cuando se emplea la técnica Partial Least Squares (PLS), la cual está restringida a estimar constructos formativos sin términos de error (Diamantopoulos, 2011). En la práctica, esta circunstancia no es fácil de defender ya que, para ello, el investigador debería estar completamente seguro de que todas las posibles causas de la variable latente han sido consideradas por los indicadores (Diamantopoulos, 2006). Por esta razón, en las investigaciones que incluyen medidas formativas y son llevadas a cabo aplicando la

³ Recientemente, algunos autores distinguen entre dos tipos de indicadores formativos (Henseler, Hubona & Ray, 2016; Sarstedt *et al.*, 2016; Hair *et al.*, 2017): compuestos y causales. Los indicadores formativos-compuestos constituyen una combinación lineal que forman completamente la correspondiente variable compuesta, la cual es considerada como una variable proxy para el concepto latente, sin que los indicadores tengan que estar relacionados conceptualmente. Los indicadores formativos-causales no forman la variable latente sino que la causan, por lo que tienen que corresponderse con la definición teórica del concepto objeto de estudio. Los indicadores formativos-causales asumen que el concepto está totalmente medido a través de un conjunto de indicadores y un término de error. Los indicadores formativos-compuestos ven la medida como una aproximación al concepto teórico sin asumir la existencia de un término de error .

técnica PLS es absolutamente esencial establecer un nivel aceptable de validez de medida antes de continuar con el análisis estructural de las relaciones. En concreto, los investigadores deben prestar especial atención a la validez de contenido de los indicadores, lo cual se evalúa determinando hasta qué punto los indicadores representan el dominio entero del contenido o como mínimo sus principales aspectos (Hair *et al.*, 2014).

En adelante, nos referiremos al modelo de medida formativo para describir modelos de medida que comprenden indicadores formativos-compuestos.

En el caso de los indicadores que constituyen el modelo de medida del modelo MCH, todos ellos son formativos ya que cumplen los criterios de decisión presentados en la anterior guía, a excepción del criterio referido a la red nomológica que no ha sido aplicado por no haberse podido realizar un test de validez nomológica. Además, por la manera en la que se han planteado las cuestiones o ítems en el cuestionario, los constructos han sido medidos de manera formativa por los indicadores.

En resumen, la decisión de si un constructo debe ser medido mediante indicadores formativos o reflectivos va a depender fundamentalmente de la conceptualización del constructo y del objetivo de estudio. Dado que una especificación incorrecta del modelo de medida formativo considerándolo reflectivo, puede dar como resultado unos estadísticos de ajuste poco fiables, no se debería tomar tal decisión en base a este tipo de criterios empíricos. En este apartado se presenta una guía orientativa que puede ayudar a tomar la decisión en base a razonamientos teórico/conceptuales. Aunque existen métodos empíricos que permiten determinar qué perspectiva aplicar⁴ la decisión final no debe sustentarse en este tipo de métodos sino que debe utilizarse como complemento de las consideraciones teóricas resumidas en la guía orientativa ofrecida en este apartado.

⁴ Gudergan, Ringle, Wende, & Will (2008) proponen el denominado *Confirmatory tetrad analysis for PLS-SEM* (CTA-PLS). Es un procedimiento estadístico, que permite contrastar la hipótesis nula de que las medidas del constructo son reflectivas por naturaleza mediante PLS. El rechazo de esta hipótesis implica que deberían utilizarse indicadores formativos para la operacionalización del constructo.

ANEXO A4

ANÁLISIS DE LA MATRIZ IMPORTANCIA-DESEMPEÑO (*IMPORTANCE-PERFORMANCE MATRIX ANALYSIS –IPMA-*)

ANEXO 4. ANÁLISIS DE LA MATRIZ IMPORTANCIA-DESEMPEÑO (IMPORTANCE-PERFORMANCE MATRIX ANALYSIS –IPMA-).

Una característica del método PLS-SEM es la extracción de las puntuaciones de las variables latentes. El análisis de la matriz importancia-desempeño –IPMA- es muy útil con el objeto de ampliar los resultados básicos obtenidos en PLS-SEM mediante el uso de las puntuaciones de las variables latentes (Fornell, Johnson, Anderson, Cha, & Bryant, 1996; Höck, Ringle & Sarstedt, 2010; Kirstensen, Martensen, & Gronholdt, 2000; Slack, 1994; Völckner, Sattler, Hennig-Thurau, & Ringle, 2010). Esta extensión de los resultados toma como punto de partida las estimaciones de PLS-SEM para las relaciones del modelo *path* y añade una dimensión adicional al análisis al tener en cuenta los valores medios de las variables latentes. Para cada variable latente endógena concreta considerada como constructo objetivo en el análisis, IPMA contrasta los efectos totales del modelo estructural (importancia) y los valores medios de las puntuaciones de la variable latente (desempeño) con el objeto de destacar las áreas de la actividad gerencial más significativas en las que conviene introducir mejoras. Es decir, los resultados permiten identificar los determinantes con una importancia relativa alta y desempeño relativo bajo. Éstas serán las áreas a mejorar mediante actuaciones de marketing o gerenciales (Hair et al., 2014).

El IPMA combina en una representación gráfica las siguientes dos dimensiones para cada constructo endógeno:

- La importancia de las variables latentes sobre el constructo seleccionado como objetivo. Esta dimensión se mide a través de los efectos totales (suma de los efectos directos e indirectos) de las variables latentes sobre el constructo endógeno objetivo.
- El desempeño o *performance* de cada constructo endógeno. Esta dimensión se mide a través de los valores medios de las puntuaciones de las variables latentes. Estos valores se reescalan para hacer que sean comparables entre diferentes escalas. Así, toman valores comprendidos entre 0 (grado de desempeño más bajo) y 100 (grado de desempeño más alto)

Los requisitos necesarios para poder aplicar el análisis IPMA son:

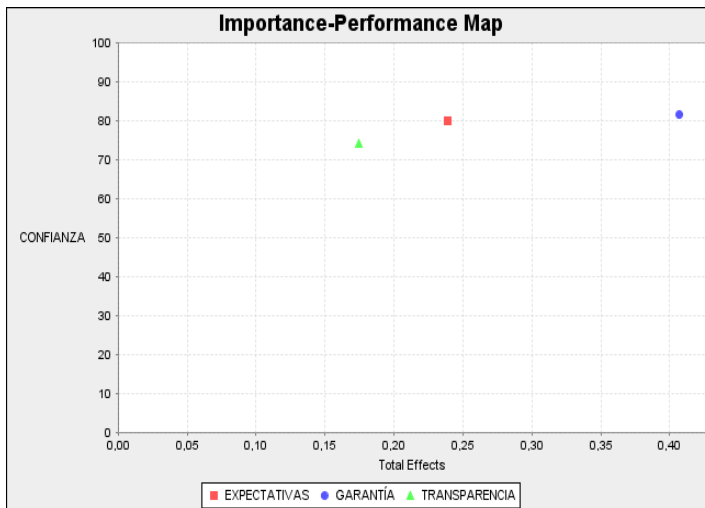
1. Todos los indicadores tienen que tener la misma dirección.

2. Los pesos (medidas formativas) y las cargas (medidas reflectivas) esperadas tienen que tener valores estimados positivos.

En nuestro caso se cumplen ambos requisitos por lo que procedemos a calcular los resultados del análisis IPMA que PLS-SEM ofrece.

En la figura A5.1. se representa el análisis combinado importancia-desempeño de las variables Garantía, Expectativas y Transparencia sobre la variable endógena Confianza.

Figura A4.1. Representación IPMA para Confianza



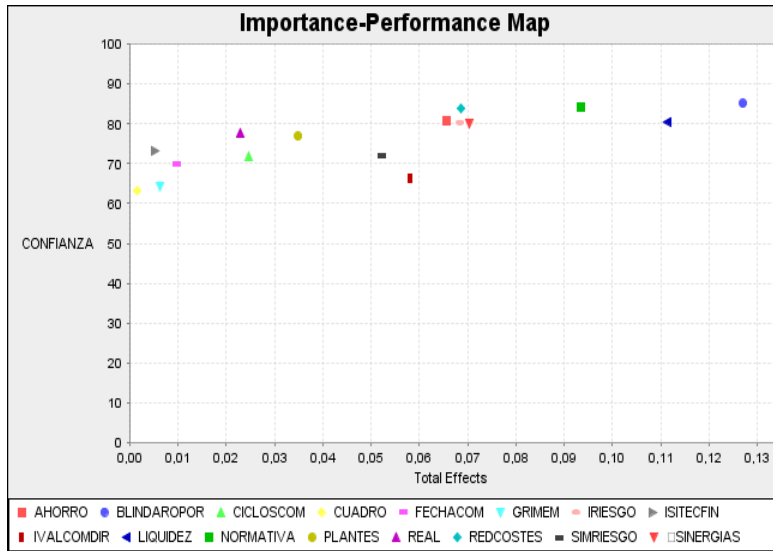
Fuente: : elaboración propia a partir de Ringle, C. M., Wende, S., and Becker, J.-M. 2015. "SmartPLS 3." Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>

En una situación de *ceteris paribus*, el análisis IPMA para el constructo endógeno Confianza se interpreta del siguiente modo: suponiendo un incremento de un punto en el grado de desempeño de la variable Expectativas, esto daría lugar a un incremento en la performance del constructo Confianza en una cuantía igual al efecto total (0,239).

La variable Garantía es la variable que ejerce un efecto más importante sobre Confianza, mientras que Expectativas y Transparencia, con importancia relativa similar, ejercen menor influencia. Es decir, para el establecimiento de confianza entre las empresas que quieren desarrollar relaciones colaborativas de tesorería entre empresas, la aportación de garantías es muy importante. El grado de desempeño de Garantía también se sitúa en el nivel más elevado y casi al mismo nivel de *performance* se sitúan Expectativas y Transparencia, por lo que no requieren actuaciones de mejora en estos aspectos.

En concreto, tal y como se puede apreciar en la figura A5.2. el blindaje contra comportamientos oportunistas de los miembros del MCH (BLINDAROPOR), la liquidez ofrecida por el sistema frente a imprevistos (LIQUIDEZ) y la existencia de una normativa reguladora del sistema (NORMATIVA) son los factores que mayor garantía aportan y que, por tanto, generan un mayor grado de confianza en el sistema MCH.

Figura A4.2. Representación IPMA de los indicadores correspondientes a variables predecesoras de Confianza



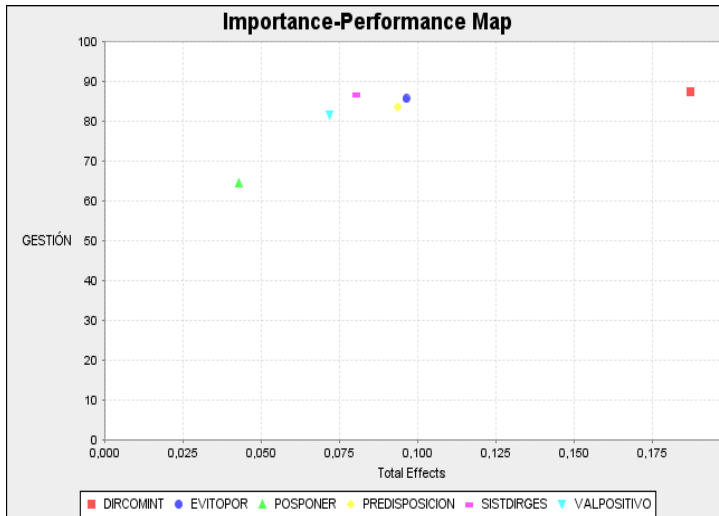
Fuente: : elaboración propia a partir de Ringle, C. M., Wende, S., and Becker, J.-M. 2015.

"SmartPLS 3." Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>

En general, el grado de performance de todos los indicadores que miden las variables predecesoras del constructo endógeno Confianza es elevada, situándose al mismo nivel. No se identifica un área que necesite de actuaciones de mejora pero sí se puede decir que hay que intensificar los esfuerzos de la dirección de la empresa en aras de mantener los blindajes ante comportamientos oportunistas, un nivel de liquidez del sistema mínimo que garantice la confianza en el mismo y la existencia y cumplimiento de una normativa regulatoria.

A continuación se muestra la figura A5.3. que representa el análisis IPMA para el constructo Gestión.

Figura A4.3. Representación IPMA de los indicadores correspondientes a la variable Confianza predecesora de Gestión



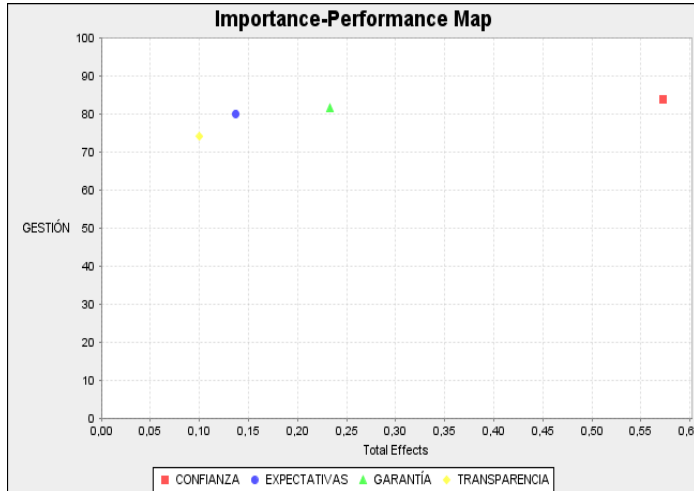
Fuente: : elaboración propia a partir de Ringle, C. M., Wende, S., and Becker, J.-M. 2015. "SmartPLS 3." Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>

La representación gráfica muestra que la actuación de un equipo de dirección competente e íntegro en las empresas participantes (DIRCOMINT), es el indicador de la Confianza que ejerce un efecto más importante en la gestión del sistema colaborativo de MCH. El resto de los indicadores tienen una importancia similar, a excepción de la medida que recoge la disposición de las empresas participantes a posponer resultados presentes a cambio de beneficios futuros (POSPONER), que tiene una influencia poco importante en el sistema de gestión del MCH.

Todos las medidas identificadas como causas necesarias para que se genere la suficiente Confianza para poder implantar un sistema colaborativo de gestión de tesorería entre un conjunto de organizaciones presentan un nivel de performance similar, además de ser elevado, a excepción del indicador POSPONER. Al tratarse de un motivo poco importante no requiere actuaciones de mejora en este sentido. Sin embargo, la actuación de la gerencia debe orientarse hacia el mantenimiento del resto de los factores que permiten construir Confianza en el MCH ya que tienen un grado de importancia y performance elevado. En este sentido, hay que reforzar todas las actuaciones gerenciales encaminadas hacia el mantenimiento de equipos de dirección competentes e íntegros en cada una de las entidades participantes en el MCH, ya que generará un grado de confianza tal en el sistema que influirá positivamente en la gestión del sistema.

La figura A4.4. representa el análisis IPMA de todos los constructos predecesores del constructo Gestión.

Figura A4.4. Representación IPMA para Gestión



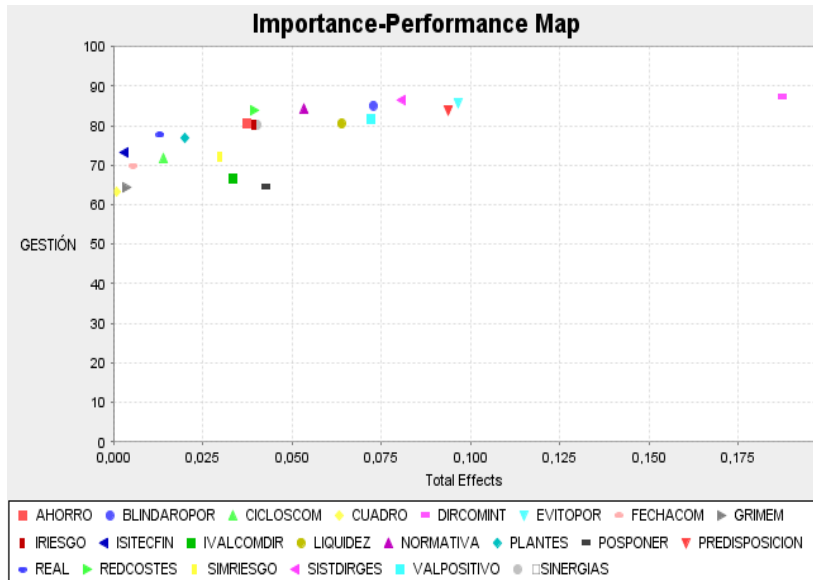
Fuente: : elaboración propia a partir de Ringle, C. M., Wende, S., and Becker, J.-M. 2015.

"SmartPLS 3." Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>

El constructo predecesor que tiene una mayor importancia sobre la Gestión es su inmediato predecesor, es decir, Confianza. Con bastante menor grado de importancia le sigue el constructo Garantía, y finalmente, con grado de importancia similar, los constructos Expectativas y Transparencia. Todos ellos presentan un grado de performance similar, si bien Transparencia se sitúa por debajo del valor medio.

Para poder analizar el efecto combinado de la importancia-performance que los indicadores de todos los constructos predecesores de Gestión tiene sobre este constructo, nos fijaremos en la figura A4.5.

Figura A4.5. Representación IPMA de los indicadores correspondientes a todas las variables predecesoras de Gestión



Fuente: elaboración propia a partir de Ringle, C. M., Wende, S., and Becker, J.-M. 2015.

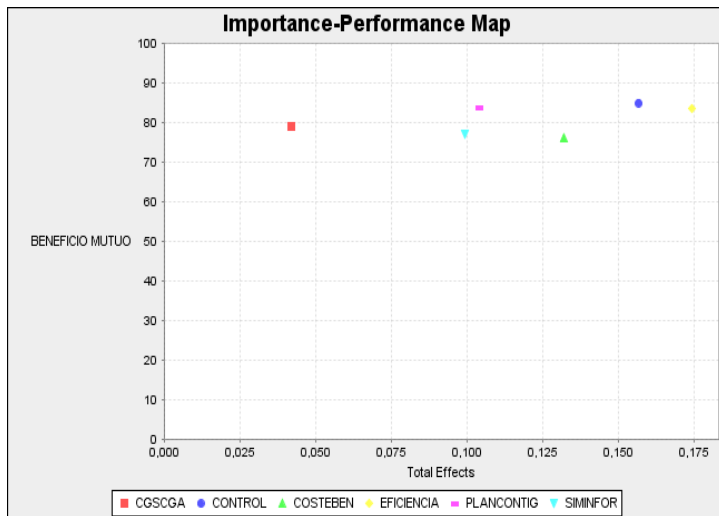
"SmartPLS 3." Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>

Hay que destacar el elevado grado de importancia que tiene la existencia de equipos competentes e íntegros en las empresas participantes en el MCH (DIRCOMINT) para la Gestión de este modelo gracias a la Confianza que genera en el sistema. El resto de las medidas causales de Confianza, a excepción de la disposición a posponer resultados presentes a cambio de beneficios futuros (POSPONER), junto con la existencia de liquidez suficiente para hacer frente a cualquier eventualidad (LIQUIDEZ) y el blindaje del sistema frente a conductas oportunistas de sus miembros (BLINDAROPOR), ambas variables causales de Garantía, ejercen un efecto importante en la Gestión del sistema. Además, muestran un similar grado de performance respecto al que tiene el ítem (DIRCOMINT). Por ello, la gerencia debería dar prioridad a actuaciones que permitan mantener estos factores en esos niveles con el fin de aportar la garantía y generar la confianza suficiente para que se pueda desarrollar una buena gestión del sistema MCH.

La presentación pública de las memorias de sostenibilidad en formato GRI o similar (GRIMEM) y el acceso actualizado al cuadro de indicadores de gestión por parte de las entidades participantes en el sistema (CUADRO), son los indicadores que menor importancia y grado de performance presentan por lo que no se espera que esfuerzos orientados en estas dos líneas de actuación sean necesarios en orden a mejorar la gestión que asegure un funcionamiento adecuado del sistema colaborativo de gestión de tesorería.

Por último, se realiza el análisis IPMA para el constructo endógeno Beneficio Mutuo. En la figura A4.6. se muestra la representación gráfica del análisis IPMA para Gestión, variable predecesora inmediata de Beneficio Mutuo.

Figura A4.6. Representación IPMA de los indicadores correspondientes a la variable Gestión predecesora de Beneficio Mutuo



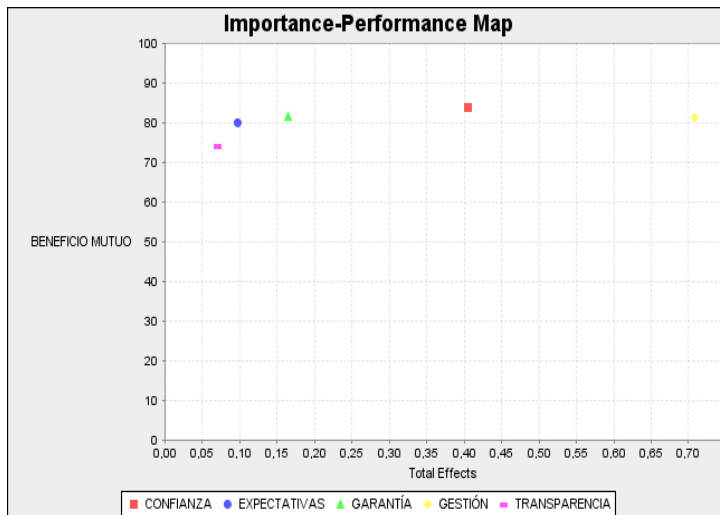
Fuente: : elaboración propia a partir de Ringle, C. M., Wende, S., and Becker, J.-M. 2015.

"SmartPLS 3." Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>

El indicador de la variable predecesora Gestión que ejerce un efecto más importante sobre Beneficio Mutuo es la disposición de un sistema de gestión eficiente por parte de las entidades participantes en el sistema (EFICIENCIA). Así mismo, la existencia de mecanismos de control adecuados de gestión que permitan anticipar riesgos (CONTROL) y la generación de un coste de la gestión que suponga un pequeño porcentaje del beneficio bruto obtenido (COSTEBEN), son variables observables que manifiestan un efecto importante en la obtención de Beneficios Mutuos. Sin embargo, el hecho de que los costes de gestión de este sistema sean inferiores a los costes de gestión generados en sistemas alternativos de financiación (CGSCGA) no representa un aspecto importante en la obtención de Beneficios Mutuos. El grado de performance es similar para todos los indicadores. Por lo tanto, la gerencia debería realizar esfuerzos por mantener la eficiencia en la gestión de las entidades participantes, así como por promover mecanismos de control de la gestión adecuados que permitan anticipar riesgos y generar unos costes de gestión que representen un pequeño porcentaje del beneficio bruto obtenido.

La figura A4.7. ofrece la representación del análisis importancia-performance de todos los constructos predecesores de la variable endógena Beneficio Mutuo.

Figura A4.7. Representación IPMA para Beneficio Mutuo



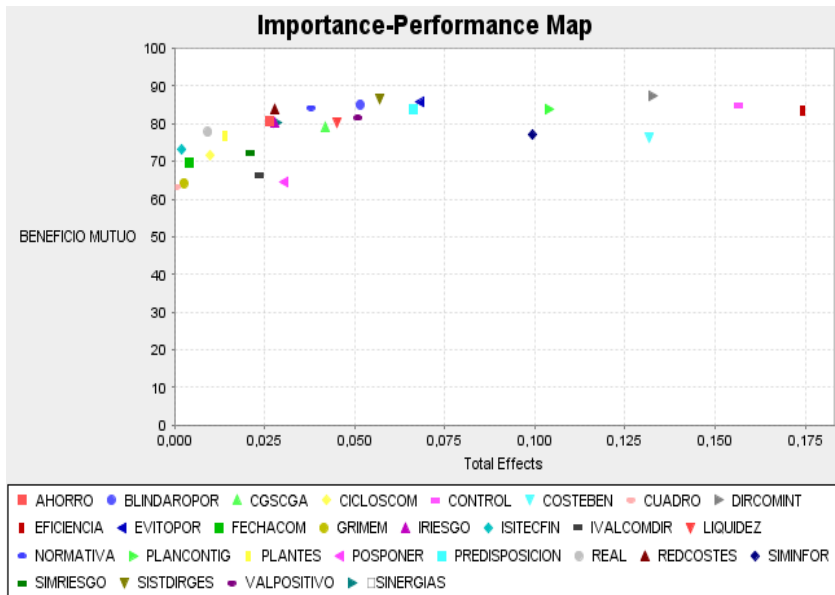
Fuente: : elaboración propia a partir de Ringle, C. M., Wende, S., and Becker, J.-M. 2015.

"SmartPLS 3." Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>

En la representación gráfica se observa a Gestión como el más importante constructo predecesor de Beneficio Mutuo, seguido de Confianza con un grado de importancia medio-alto, de Garantía con un grado medio-bajo, y, finalmente, de Expectativas y Transparencia con un nivel bajo de importancia. En cuanto al grado de performance, todos los constructos se sitúan en o por encima de la media, excepto Transparencia. Por lo tanto, la gerencia debería mantener la intensidad de sus actuaciones en aras de reforzar una gestión que permita el adecuado funcionamiento del sistema colaborativo de tesorería, así como de construir la base de una confianza suficiente que permita implantar tal sistema entre el conjunto de organizaciones implicadas.

Para poder saber las actuaciones más concretas a desarrollar con el fin de reforzar la Gestión y la Confianza en el modelo MCH, vamos a analizar la figura A5.8. en el cual se muestra el análisis importancia-performance de todos los indicadores que miden las variables predecesoras de Beneficio Mutuo.

Figura A4.8. Representación IPMA de los indicadores correspondientes a todas las variables predecesoras de Beneficio Mutuo



Fuente: elaboración propia a partir de Ringle, C. M., Wende, S., and Becker, J.-M. 2015.

"SmartPLS 3." Boenningstedt: SmartPLS GmbH, <http://www.smartpls.com>

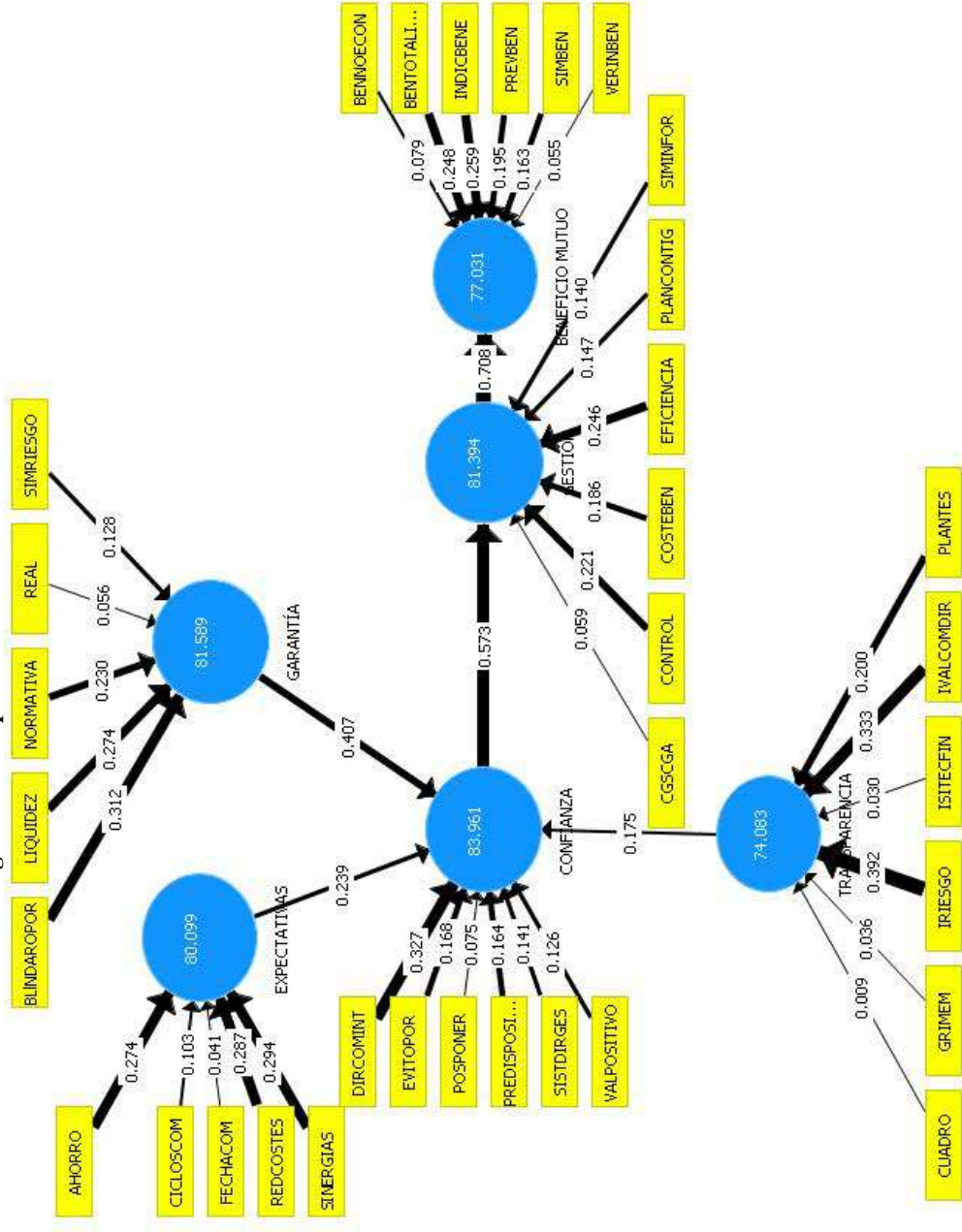
La variable que tiene una mayor importancia en la consecución de Beneficios Mutuos dentro del modelo MCH, indicador de Gestión, es la disposición de un sistema de gestión eficiente por parte de las entidades participantes (EFICIENCIA); seguido, a su vez, del indicador de Gestión que mide la existencia de mecanismos de control adecuados, que permitan anticipar riesgos (CONTROL). Les siguen en orden de importancia (media-alta) el también indicador de Gestión que mide si el hecho de que el coste de la gestión del modelo MCH representa un pequeño porcentaje del beneficio bruto (COSTEBEN) ayuda al funcionamiento del sistema colaborativo de tesorería y el ítem correspondiente a Confianza referido a la disposición de un equipo de dirección competente e íntegro (DIRCOMINT). Con un grado de importancia medio se sitúan los indicadores de Gestión PLANCONTIG y SIMINFOR, relativos a la existencia de un plan de contingencia ante posibles errores e imprevistos y una simetría de información sobre la gestión.

En general, se puede afirmar que todos los indicadores de Gestión, a excepción de la generación de unos costes de gestión de MCH inferiores a los costes de gestión de sistemas alternativos de financiación (CGSCGA), junto con el indicador de Confianza relativo a la disposición de un equipo de dirección competente e íntegro (DIRCOMINT) tienen un efecto de importancia media-alta en la obtención de Beneficios Mutuos dentro del modelo MCH. Con un grado de importancia medio se sitúan el resto de indicadores de Confianza, mientras que los indicadores de Gestión se localizan en un nivel de importancia medio-bajo. Por último, las medidas de Transparencia y Expectativas ocupan los puestos de importancia más baja. En concreto, los ítems menos importantes son: la facilitación al acceso actualizado al cuadro de indicadores de gestión de la entidad (CUADRO), la presentación pública de Memorias de sostenibilidad en formato GRI o similar (GRIMEM), la existencia de complementariedad en las fechas de devengo de los cobros y pagos (FECHACOM) y, de ciclos positivos y negativos de tesorería (CICLOSCOM).

Por ello, en general, para que el sistema colaborativo de gestión de tesorería sea aceptado es necesario obtener unos Beneficios Mutuos para lo cual la gerencia debería orientar sus actuaciones fundamentalmente en la dirección de mantener todas aquellas variables que facilitan una adecuada gestión del modelo MCH, así como de incentivar la disposición de un equipo de dirección competente e íntegro en cada una de las entidades participantes.

A modo de resumen la figura A5.8. muestra la representación *path* del análisis IPMA donde se pueden ver en el modelo de medida los pesos reescalados de los indicadores, en el modelo estructural los efectos totales subestándar y en el interior de los círculos correspondientes a los constructos, el valor de *performance* de las variables latentes en términos porcentuales. El grosor de la línea de los *paths* varía en función del efecto total (modelo estructural) o del peso (modelo medida) según el caso.

Figura A4.8. Representación Path del análisis IPMA



Fuente: elaboración propia

