

JOINT CASH HOLDING: PERSPECTIVA ÉTICA EN LA GESTIÓN DE TESORERÍA ¹

Leire San José, leire.sanjose@ehu.es, Universidad del País Vasco

Jose Luis Retolaza, aurkilan@euskalnet.net, AURKILAN Business Ethics Research Institute

ABSTRACT:

The focus of this paper is the analysis of cash management on an ethical perspective, specifically, commonly accepted principles of the same; rational behaviour or "selfish" and opportunistic conducts. The review of approaches based on stakeholder theory and the application of this theory to business management, and in particular to treasury management, shows that the treasury management might optimized from a joint cash holding based on mutual trust perspective. In this perspective would mainly reduce transaction costs and reduce the risks assumed by the participants.

KEY WORDS: Cash Holding, Joint Cash Holding, Mutual Trust Perspective, Stakeholder Theory

RESUMEN:

En el presente trabajo se analiza el cash management desde la perspectiva ética; en concreto, los principios comúnmente aceptados de la misma; comportamientos de racionalidad o conductas "egoístas" y oportunistas. La revisión de los planteamientos basados en la teoría de los stakeholders y su aplicación a la gestión empresarial, y en concreto a la gestión de tesorería, pone de manifiesto que la gestión de tesorería podría optimizarse desde un planteamiento de cash holding conjunto basado en la perspectiva de confianza mutua. Bajo esta perspectiva se podrían principalmente reducir los costes de transacción y disminuir los riesgos asumidos por las partes.

PALABRAS CLAVE: Cash Holding, Joint Cash Holding, Perspectiva de la Confianza Mutua, Teoría de Stakeholders

1. INTRODUCCIÓN.

La cada vez mayor complejidad de las organizaciones empresariales y del mundo de los negocios hace necesario el análisis de la gestión empresarial de forma más específica y considerando distintos puntos de vista, como lo es el ético. Se han dedicado importantes esfuerzos a proponer y desarrollar teorías sobre la relevancia que la ética tiene en la empresa (Freeman 1984; Wherane, 1985; Donalson, 1989; DeGeorge, 1989; Donalson & Preston, 1995; Donalson & Dunfee, 1999, entre otros). Sin embargo, las finanzas han sido poco estudiadas hasta el momento desde la ética (Boatright, 1999, 2008), y en consecuencia menos aún el cash management.

¹ Este trabajo se enmarca dentro del Proyecto de Investigación "Joint Cash Holding and Mutual Trust Perspective". La colaboración, apoyo y aportaciones del Catedrático de la Loyola University Chicago John Boatright han sido fundamentales, por ello queremos agradecerse.

La gestión financiera y la gestión de tesorería en concreto, conllevan un fuerte componente ético, por cuanto que la desigualdad de condiciones, la asimetría de la información y el oportunismo orientados a la mejora de resultados pueden generar repercusiones financieras negativas en otros agentes económicos, o para otros grupos de interés.

La perspectiva ética es relevante no sólo en las investigaciones relacionadas con la gobernanza corporativa, sino también en aquellas que se han considerado más técnicas y alejadas del ámbito de la ética, como puede ser la gestión de tesorería. Se debe tener en cuenta que las relaciones de una empresa se gestionan en términos de tesorería o cash que influye notablemente en las decisiones estratégicas y en las operativas. No obstante, esta perspectiva parece actuar como un contrapunto en la gestión, resaltando y valorando más los comportamientos éticos, morales y sociales que la optimización de resultados económicos.

En relación con la gestión de tesorería se da un doble problema. Por una lado dicha gestión afecta no sólo a la propia empresa, sino también a terceros, y en última instancia al conjunto de la sociedad. Por otro lado, cualquier solución que optimice los intereses de las partes a medio/largo plazo, exige una base de confianza mutua, y por lo tanto un fundamento ético. En este sentido, incluso aunque en el cash management no se viera ningún problema ético, sino de gestión no anularía el problema ético que la gestión de la tesorería, o mejor dicho su mala gestión pudiera llegar a tener. Este problema se hace mas evidente si tenemos en cuenta que dicha gestión se basa normalmente en planteamientos “egoístas”, consistentes en maximizar la financiación de nuestra empresa a costa, fundamentalmente, de clientes y proveedores (Van Horne & Wachowicz, 2001; Ross et al., 2005; Brealey et al., 2007). Por ejemplo, el retardo en el pago a proveedores podría suponer problemas financieros para ellos o a su vez impago o retardos a sus trabajadores; y el adelanto en el cobro a clientes les puede suponer un incremento de los costes de las ventas por el coste de la financiación para realizar las citadas ventas.

La pregunta a la que queremos dar respuesta no hace referencia a las técnicas a utilizar para mejorar la tesorería, sino a la repercusión que tiene para otros (stakeholders) la implantación y utilización de herramientas de optimización de la tesorería. Así, proponemos una perspectiva ética de la gestión de tesorería que tiene como pilar básico la confianza mutua, un tema de referencia en las *Ethics in Finance*.

En este orden de ideas, el objetivo del presente trabajo es analizar y profundizar en la relación entre la ética y las finanzas, y más concretamente, sobre la importancia del valor ético en la gestión de tesorería. Las situaciones de iliquidez, insolvencia y quiebra en las que incurren las empresas deben ser analizadas no solo desde la propia gestión empresarial, sino desde una perspectiva más amplia en la que sean considerados los efectos, esencialmente negativos, para todo el grupo de stakeholders. Así, y bajo la perspectiva de la confianza entre los grupos de interés se puede considerar que los resultados, tanto económicos como sociales, pueden ser mejores para todos utilizando las técnicas de cash holding desde una premisa de mutuo beneficio y bien común.

En este sentido, las principales aportaciones del trabajo son dos. Por un lado, desarrollar y aplicar los conceptos éticos a las finanzas desde una perspectiva de optimización de la gestión de tesorería fundamentándola en la mutua confianza de las partes, específicamente, desde la gestión del nivel de tesorería. Este concepto, que se ha denominado en este trabajo como Joint cash holding surge como un planteamiento y un instrumento novedoso,

con grandes posibilidades de desarrollo, no sólo académicas, sino también de aplicabilidad real. En parte, la importancia del trabajo reside en que no se han identificado estudios previos que determinen la importancia de la ética en la gestión de tesorería, así como tampoco, relativos al papel que el concepto de confianza mutua podría tener para la mejora de los resultados económicos y sociales del conjunto de stakeholders.

La estructura del trabajo es la siguiente. Tras esta introducción, en el siguiente apartado se recogen los estudios previos que basados en la teoría de los stakeholders son aplicables a la gestión de tesorería. En la tercera sección se presentan los problemas éticos existentes en el cash management. En la siguiente sección se enfoca la gestión de tesorería desde la perspectiva de la confianza mutua. Los principales resultados para todos los grupos de interés implicados en cuanto a la aplicación teórica de la confianza mutua como herramienta para una gestión conjunta de los flujos de liquidez son recogidos en el apartado quinto. A continuación, se recogen las principales conclusiones obtenidas, y finalmente se presentan las referencias bibliográficas.

2. TEORÍA DE LOS STAKEHOLDERS: REVISIÓN DE LA LITERATURA

Los primeros antecedentes de la teoría de los stakeholders son desarrollados por Dodd (1932) desde la Economía Capitalista argumentando que las empresas deben realizar un servicio social más allá del beneficio para los accionistas. Posteriormente, Bernard (1938) siendo más preciso destaca la importancia de considerar los intereses del personal, ya que éstos son también partícipes de la empresa aportando el factor trabajo. Eells (1960) destaca otro grupo de interés, la sociedad y plantea la necesidad de que las empresas den respuesta a sus intereses y determinen su aportación a la misma. Previamente, pero de forma más genérica Abrams (1951) identifica algunos de los que hoy son los tradicionales grupos de interés, los cuales fueron incorporados posteriormente en las diferentes teorías desarrolladas en torno a los stakeholders. No obstante, el verdadero cambio en cuanto a la importancia de los grupos de interés y su responsabilidad hacia los mismos desde la empresa se desarrolla en el momento que el concepto de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) es dado a conocer. Friedman (1970) introduce este concepto de forma instrumental a fin de maximizar el beneficio para los shareholders, lo que posibilita posteriormente el debate sobre su conceptualización y su alcance. Pero sin duda es Freeman (1984) quien desarrolla el concepto de RSC y lo populariza con su libro *Strategic management: A stakeholder approach*. El propósito de la empresa, desde esta perspectiva consiste en responder, de forma equilibrada, a los intereses de todos sus stakeholders, y no sólo de los shareholders (Evan y Freeman, 1983; Gibson, 2000; Freeman et al., 2007).

Por su parte, Mitroff (1983) define la empresa como el resultado de las interacciones de los stakeholders a lo largo del tiempo. La consideración de la empresa como interacción entre los diferentes grupos de interés se puede relacionar con las diferentes corrientes de gestión estratégica existentes clasificadas por Mintzber (2003). Entre ellas destacamos la escuela ambiental y la de poder. En concreto, la teoría de los stakeholders bajo la premisa de que existe interacción entre empresa y entorno (Jonker y Foster, 2002) y bajo una perspectiva positivista puede determinarse en el marco de la denominada escuela ambiental (Mintzberg, 2003), si bien y desde una perspectiva más negativa se vincula a la escuela de poder. Pudiera parecer difícil el encaje entre la teoría de agencia y la de los stakeholders, no obstante, Mintzberg (1983) ya identifica la posibilidad de diversos

desarrollos de la teoría de agencia e identifica seis planteamientos en dirección estratégica relacionados con esta teoría, que van desde la economía clásica, con un principal y un único objetivo, hasta el extremo defendido por la escuela del poder, o incluso por la del caos, donde hay multitud de agentes, que sustituyen al principal, sin que haya ningún objetivo organizacional. Entre estos extremos podemos encontrarnos: con un principal y múltiples objetivos; con un agente convertido en principal con múltiples objetivos; y con múltiples principales y múltiples objetivos. Así pues la teoría de los stakeholders encuentra un anclaje bastante natural en la teoría de agencia.

Sin embargo, han ido apareciendo diversos aspectos críticos en relación con la teoría de agencia, como son los relativos a la hipotética reducción de costes de transacción (Williamson 1985), a los supuestos de racionalidad (Nelson y Winter, 1982), o al problema de egoísmo y de oportunismo (Donaldson, 1999; Barney, 1991). Esto ha llevado a replantear la teoría de los stakeholders a través de nuevos modelos como: el *convergent stakeholder model* (CST) de Friedman y Miles (2002), el *modelo multifiduciario* de Boatright (1999, 2002), el *Integrative Social Contracts Model* (ISCT) de Donaldson y Dunfee (2002), o el *managing for Stakeholders* (MFS) de Freeman et al. (2007), que enmarcándose en la teoría contractual, se alejan cada vez más de la teoría de agencia.

En los planteamientos actuales de la teoría de los stakeholders la gerencia adquiere también su importancia y relevancia, ya que son los gerentes los que aplican las estrategias empresariales, y por tanto, esa vinculación entre la estrategia y la teoría de los stakeholders adquiere su aplicación directa en la empresa. En concreto, la gerencia es considerada en ese momento como coordinador o árbitro de los diferentes intereses de los stakeholders (Driscoll y Starik, 2004; Freeman et al., 2007). En esta línea se plantea el concepto de multifiducialidad desarrollado por Boatright (1999, 2008), como solución a la *stakeholder paradox*² planteada por Goodpaster (1991), en el cual se sustituye la relación entre principal y agente, propia de la teoría de agencia, por la relación entre un conjunto de principales con intereses diversos y el agente.

Al respecto, la teoría de agencia ha sido revisada bajo el planteamiento de la teoría de los stakeholders, dando lugar a la “Stakeholder theory of the firm”, desarrollada por diversos autores (Brenner y Cochran, 1991; Goodpaster, 1991; Freeman, 1994; Donaldson y Preston, 1995) que, en general, consideran inapropiado el modelo por el que una sola de las partes integrantes de la empresa, el capital, tiene derecho a recibir las rentas de la misma. Así, la teoría de los stakeholders explicita la participación de los diversos grupos que contribuyen al resultado de una empresa, entendiendo que sus intereses no son los mismos, y que todos tienen legítimo derecho a su satisfacción (Kochan y Rubinstein, 2000).

La teoría de los stakeholders tiene un planteamiento plural que admite muy diversos desarrollos, entre los que podemos identificar basándonos en Donaldson y Preston (1995) los siguientes:

1) La focalizada en el rendimiento a largo plazo de la empresa, donde la gestión de los *stakeholders* mantiene un planteamiento **instrumental** en función de los derechos de los propietarios, fundamentada en la teoría de agencia clásica (Jones y Wicks, 1999; Smith, 2003).

² La paradoja de los stakeholders viene a señalar que los agentes no están legitimados para tomar decisiones éticas que contravengan los intereses del principal, ya que su relación se basa en la fiduciaridad.

2) La **descriptiva**, que se centra en el valor intrínseco de los intereses de cada *stakeholder*, entendiendo estos en el sentido de los “*narrow stakeholders*” de Freeman et al. (2007), es decir, aquellos grupos que resultan vitales para la consecución de los objetivos organizacionales; este planteamiento encuentra un adecuado fundamento en la teoría institucional (Clarkson 1995; Donalson y Preston, 1995).

3) La **normativa**, centrada en los derechos de los *stakeholders* entendidos en su sentido más amplio, como afectados por la actuación de la organización, fundamentada en el *stakeholder agency model* (Hill y Jones 1992) y en la *convergent stakeholder theory* (Friedman y Miles 2002); que encontrará su desarrollo más actual en el modelo de multifiducialidad propuesto por Boatright (1997, 2008), en base a la teoría del equilibrio (March y Simon, 1968).

Con posterioridad a la clasificación clásica de Donalson y Preston (1995) han ido emergiendo otros dos planteamientos, que si bien nos podemos ubicar dentro de la aproximación normativa, exceden ampliamente el planteamiento de la teoría clásica de los stakeholders: la denominada como corporación ciudadana y la basada en los derechos humanos, que hemos denominado perspectiva moral. En el primero de estos planteamientos (Nerón y Norman, 2008), se considera que la empresa tiene deberes y derechos de ciudadanía y en consecuencia, la obligación de actuar proactivamente en función del bien común. Así pues, la sociedad en general adquiere un papel central como stakeholder que hasta este momento no se le había otorgado. Este planteamiento es el que más se asemeja al concepto de CSR empleado en Europa; no obstante, la concepción de ciudadanía y su necesaria vinculación con un país limita el potencial del modelo en cuanto a la posible responsabilidad de las empresas sobre los resultados de sus actuaciones en otros países.

Por su parte, la perspectiva moral amplía la acepción de los stakeholders a los afectados por omisión o nonstakeholders, y se fundamenta en la universalidad de los derechos humanos (Etxeberria, 2004; Van de Ven, 2005), vinculada con el concepto de economía solidaria (Retolaza et al., 2005).

La ética financiera en la que se enmarca la propuesta de Joint cash holding encuentra su anclaje en la *Business Ethics*, que intenta trasladar la teoría ética de carácter normativo al contexto específico de los negocios, sustentada en textos como los de Beachamp y Bowie (2003) o Boatright (2008). Sin embargo, se hace necesario clasificar su relación con la Responsabilidad Social Corporativa; en este sentido, y aunque pueda darse una RSC vinculada a la teoría de los shareholders, y por tanto, con una orientación desde el marketing (Peterson y Hermans, 2004), vamos a optar por el planteamiento de Neron y Norma (2008) considerándola como un compromiso fuerte de la empresa, en relación con el conjunto de stakeholders, enmarcada en un continuo que iría desde la filantropía en su menor grado de compromiso a la RSC en el superior.

El Joint cash holding podría vincularse a esta acepción fuerte de la RSC, aunque convendríamos con Freeman et al. (2007) en la conveniencia de sustituir social por stakeholders, en cuanto que social tiene un valor connotativo inespecífico, que puede dar lugar a diversos tipos de actuaciones, mientras que los stakeholders hacen referencia a grupos e intereses concretos; aspecto fundamental en nuestro planteamiento. En cualquier caso, el Joint Cash holding, en línea con la teoría de los stakeholders se debe vincular con la dirección estratégica y no con aspectos sociales o de marketing de la empresa.

3. ÉTICA EN FINANZAS: LA GESTIÓN DE TESORERÍA

En la actualidad las técnicas de cash management y cash holding se están desarrollando desde las teorías financieras, *pecking order* o *trade-off* y teoría de agencia (Opler et al., 1999; Pindado, 2001; Dittmar et al., 2003; Ozkan y Ozkan, 2004; Guney et al., 2007) que son consistentes con el objetivo de maximización de los intereses de los accionistas. Estas técnicas, por lo tanto, no tienen como objeto específico la creación de valor para todos los stakeholders. Sin embargo, esta teoría puede ser complementaria y no contrapuesta con las técnicas de cash holding, ya que busca crear modelos que maximicen el valor obtenido por todos los grupos de interés entre ellos los accionistas. Desde la gestión de tesorería este planteamiento se sustenta en la aceptación 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.

El principal objetivo del cash management es tener el nivel de tesorería que la empresa necesita en el momento adecuado, siendo el óptimo el nivel mínimo necesario (Hunt, 1978; Moir, 1999; Van Horne & Wachowicz, 2001; Ross et al., 2005; Brealey et al., 2007), además los estudios precedentes concluyen que las empresas deben mantener un nivel positivo de cash (Opler et al., 1999; Dittmar et al., 2003; Ozkan y Ozkan, 2004; Guney et al., 2007). En este sentido, será preferible mantener dinero efectivo que la utilización de financiación ajena con un coste superior en presencia de información asimétrica entre las empresas y los inversores externos (Myers y Majluf, 1984); o debido a los problemas de coste de agencia tales como subinversión y sustitución de activos (Myers, 1977; Jensen y Meckling, 1976); y a la existencia de costes de transacción y otras restricciones financieras (Ozkan y Ozkan, 2004). Por lo tanto, los gestores deben determinar el óptimo de cash minimizando el coste asociado con la obtención de financiación ajena en mercados de capitales imperfectos. Sin embargo, surgen también problemas potenciales al mantenimiento de efectivo o equivalentes. Los conflictos de agencia existentes entre los accionistas y los gestores pueden atenuarse si la empresa tiene altos niveles de free cash flow (Jensen, 1986), puesto que los gestores pueden anteponer sus intereses ante los del accionista. Además, se debe reconocer también que el exceso de conservadurismo tiene también sus desventajas, como reflejan los costes de oportunidad que soportan los activos con nula o baja rentabilidad (Awan, 2001). Disponer de activos líquidos supone, por tanto, un coste de oportunidad para la empresa, ya que presenta un menor rendimiento comparado con el obtenido por sus inversiones productivas, a la vez que se puede incurrir tanto en costes de transacción, derivados de la compra-venta de activos financieros, como en desventajas fiscales.

En general, las transacciones de tesorería entre una empresa y los agentes de su entorno deberían ejercerse en condiciones de equidad³, sin embargo las asimetrías de poder e información conllevan la aceptación de acuerdos en condiciones de desigualdad, 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 (Coase, 1937), donde diversas partes llegan a acuerdos libres, dentro de la legalidad vigente, sobre el momento de realizar los cobros y pagos vinculados a diversas transacciones económicas. En principio, no existiría ningún problema ético con este planteamiento, siempre y cuando se dieran los supuestos de igualdad y mercado de capitales perfecto, sin embargo la desigualdad de las partes intervinientes: asimetría de poder, asimetría de la información, conductas oportunistas;

³ Imperativo categórico kantiano

y los fallos del mercado y el coste de oportunidad llevan a que los acuerdos puedan no ser los óptimos para una de las partes, y en muchas ocasiones para ninguna de ellas.

No obstante, el interés en la gestión ética de la tesorería no se circunscribe, aunque sería suficiente, a una teoría de la equidad en las relaciones comerciales, o a la de los intereses de los stakeholders implicados. En este contexto, y considerando el impacto que la tesorería tiene en la insolvencia financiera, la gestión “egoísta” de la misma, como así se podría considerar desde un planteamiento ético, sería un factor determinante en la situación de quiebra, y por tanto, de las consecuencias negativas asociadas a la misma: impagos, despidos, incumplimiento de compromisos (Jhonson, 2006).

La gestión de tesorería por parte de las empresas parece sustentarse en el sentido más clásico de la teoría de juegos (Batlin & Hinko, 1982), un retraso en el pago a proveedores proporcionaría liquidez a corto plazo en la empresa aumentando el disponible, a su vez, un adelanto de cobro a clientes constituirá también un aumento de la liquidez de la empresa. Este planteamiento puede enfocarse desde el modelo de las cinco fuerzas de Porter (1985) y así, identificarlo y tratarlo como un conflicto de intereses y resolverlo en función de la asimetría de poder, siempre y cuando se considere éste de “egoísta” y conlleve conflictos entre las partes.

Sin embargo, existe otra postura más ética, la cual se centra en un planteamiento de colaboración entre los distintos agentes implicados, y cuya aplicación supondría la optimización de la tesorería: la gestión conjunta de la tesorería. Este planteamiento se justifica; por un lado, desde un planteamiento meramente financiera, facilita la gestión del disponible de los agentes implicados, y por otro lado, desde un planteamiento ético, ya que favorece al conjunto de participantes, y en última instancia al “bien común”. Desde el punto de vista financiero, la colaboración conllevaría la determinación de plazos de pagos y cobros consensuados y la disminución de riesgos financieros y costes de transacción, de tal forma que los agentes implicados optimizarían los resultados económicos y financieros. Desde el punto de vista social, disminuiría las repercusiones negativas provenientes de los desajustes monetarios, como lo son; el impago a trabajadores, el retraso en el pago a proveedores, la pérdida de clientes, y en último término la insolvencia financiera.

Esta propuesta de gestión conjunta del disponible ofrece una nueva perspectiva en la solución de los posibles desfases o desajustes que podrían llevar a la empresa a la insolvencia financiera o a quiebra como resultado del desequilibrio financiero. Las empresas bajo esta premisa de colaboración estarían sustentadas en compromisos flexibles, pero a la vez firmes y consensuados, siendo más estables desde el punto de vista financiero. De esta forma, y como veremos en un siguiente apartado todos los stakeholders podrían beneficiarse de esta situación desde una perspectiva de gestión de tesorería.

4. LA PERSPECTIVA DE CONFIANZA MUTUA Y EL CASH HOLDING

La relación de tesorería entre una empresa y los agentes que interactúan con ella es variable en función de la naturaleza de los grupos de interés, así no es la misma relación la que se tiene la empresa con los proveedores,

con los clientes, con el Gobierno, con la banca, con los empleados, con los shareholder, o con la comunidad en general.

En cuanto a la literatura existente, ésta muestra la existencia de relación entre los shareholders y el cash holding de las empresas. Dittmar et al. (2003), encuentran que en los países donde los derechos de los sharehoder están más protegidos, el cash holding de las empresas es inferior, aunque ambas variables interrelacionan con el desarrollo del mercado de capitales del país en cuestión. En esta misma línea otros autores (Pinkowitz, et al., 2006; Kalcheva and Lins, 2007) sugieren que los shareholders buscan directivos que reduzcan los niveles de cash holding. Por su parte, Jensen (1986) también señala este posible conflicto entre shareholders y managements, en cuanto que un incremento del cash holding incrementa el poder de los gestores en detrimento del de los accionistas. Así pues, nos encontraríamos con conflicto potencial en torno al cash holding entre shareholders y directivos, habida cuenta que el cash holding puede favorecer a unos u otros en el marco del tradicional conflicto de agencia entre principales y agentes propuesto por la teoría de agencia (Coase, 1937).

En este contexto, y tanto desde la teoría de los shareholders como de la de los stakeholders puede existir una diferencia de intereses en cuanto a cash holding se refiere. En concreto entre los shareholders y los gestores la diferencia reside en que en el primer planteamiento (shareholders) nos encontramos básicamente ante un problema de gobernanza, mientras que en el segundo (stakeholders) nos encontramos ante un problema de cash holding. Además, los derechos de los shareholders, los posibles intereses de los agentes, y los legítimos derechos e intereses del resto de stakeholders deben tenerse en cuenta.

Este conflicto será primario en cuanto al resto de conflictos de cash, ya que afecta no sólo a la gestión de cash, sino también a la gobernanza, y por tanto, su resolución puede determinar la línea de resolución de los conflictos de cash generados con otros stakeholders, a través de las políticas financieras adoptadas por la empresa. En un planteamiento descriptivo (Freeman, 1984; Boatright, 2002) esto no debería ser así, ya que las políticas financieras debería estar orientadas hacía el conjunto de los stakeholders, pero lo cierto es que desde una perspectiva legal, el derecho a la selección de CEOs (Chief Execute Officers) y a su control descansa en los shareholders. No obstante, cabría preguntarse por la capacidad real para ejercer dichos derechos (Boatright, 2008), ya que en muchos casos el poder real se haya en la gerencia de la empresa.

La propuesta de solución a este conflicto que supone un incremento de los costes proveniente de la divergencia de interese y la falta de confianza entre las partes es la colaboración entre los stakeholders. Esta colaboración soportaría en la búsqueda de un interés conjunto que incremente el valor para cada grupo de interés mediante la reducción de los costes de transacción y la reducción de riesgos. Encontraría su fundamento en la *Mutual Trust Perspective*⁴ (MTP) propuesta por Dees y Cramton (1991), fundamentada en ideas previas de Newcomb (1956) Deutsch (1962) y Berscheid & Walster (1978) y desarrollada con posterioridad por otros autores, (Boatright, 1992, Cramton & Dees, 1993; Strudler, 1995; Mayer et al., 1995; Dees & Cramton, 1995; Higgins, 1996; Svensson, 2006), la cual vendría a decir que “una parte sólo incurrirá en un coste significativo para respetar los intereses o derechos morales de la otra parte, si tiene la creencia, de que la otra, en su situación, asumiría el

⁴ Es injusto exigir a una persona a tener un riesgo significativo o incurrir en un coste importante con respeto a los intereses o derechos morales de los demás, si esa persona no tiene motivos suficientes para confiar en que los demás hagan o vayan a asumir el mismo Riesgo o sacrificio (Dees & Camton, 1991, p. 144).

mismo sacrificio”, planteamiento sustentado en el Imperativo Categórico Kantiano, que se traduce en que “no hagas a los demás lo que no quieres que te hagan a ti”, lo que significa que no harías ninguna acción que no te gustaría que otro agente económico o grupo de interés te hiciera a ti.

A la hora de establecer una relación de Joint cash holding en referencia a la gestión de tesorería debemos constatar la existencia de dos factores, por una parte 1) la expectativa en la respuesta de la otra parte, de otra, 2) el coste. La confianza entre organizaciones no es únicamente un tema decisonal, sino que se incrementa o se produce un decremento basado en las relaciones continuadas de carácter procesal. En este sentido, será más fácil que del primer paso aquella entidad que tenga mayor poder, y menores costes, o para la cual el coste del fracaso de la confianza sea menos significativa.

Esto significa que la incorporación de un Joint cash holding es más fácil ser propuesto por la entidad/stakeholder con más poder; siempre y cuando el coste que asuma por el posible fracaso de esta relación de confianza no sea significativo. Por otra parte la posibilidad de compartir el cash holding tiene que tener claros beneficios para ambas partes, a fin de que la relación de confianza pueda prolongarse a lo largo del tiempo. El incremento progresivo de los beneficios en la aparición de conductas oportunistas.

5. PLANTEAMIENTO ÉTICO DEL CASH HOLDING: RESULTADOS

La existencia de la empresa no se concibe de forma independiente a los stakeholders, ya que al margen de la virtualidad jurídica que la empresa tiene como ente, su realidad ontológica únicamente puede entenderse como una red de relaciones entre los diversos stakeholders, independientemente de que éstos sean considerados de una forma restringida o amplia. En este sentido la empresa responde necesariamente a los intereses de alguno o de varios stakeholders. El problema reside en el equilibrio entre la satisfacción de los diversos intereses de los mismos.

Este equilibrio se estudia desde la ética empresarial, que trata de resolver cuál debe ser y cómo se consigue dicho equilibrio entre las interrelaciones de los intereses de los diferentes stakeholders. En este contexto, se generan diversos problemas, como son; la justificación de los derechos de los potenciales stakeholders, la capacidad real de arbitraje del agente en relación con las demandas contrapuestas de los grupos de interés y la relación con los no-stakeholders. Estos problemas están siendo convenientemente abordados en la actualidad.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que en la empresa la mayoría de los intereses de los participantes, de forma inmediata o mediata, tienen carácter monetario. En general, y al margen de otros componentes psicológicos o profesionales, el incremento de valor y la realización del cobro se encuentran presentes en la práctica totalidad de los intereses legítimos de los stakeholders.

Hasta el momento, la mayoría de los trabajos publicados se centran de forma explícita o implícita en la gestión y el conflicto relacionado con el reparto de valor; sin embargo, la actualización monetaria del valor (cobro) es un

factor de indudable importancia que se encuentra en la base de múltiples conflictos entre intereses supuestamente legítimos.

Sin afán de exhaustividad podemos dividir dicho conflictos en internos y externos (Argandoña, 2008). Los primeros serán referidos a los stakeholders vinculados legalmente y permanentemente a la empresa, podríamos señalar como más significativos los accionistas y trabajadores. Los externos serán aquellos vinculados contractualmente u operativamente, pero cuya permanencia en la empresa es contratada e indeterminada, como por ejemplo, los proveedores, los clientes, los financieros o la administración. En todos estos casos se daría un teórico interés contrapuesto de las partes en el tiempo del cobro, al pagador le beneficia el retraso, mientras que el cobrador le beneficia el adelanto.

La solución a este conflicto puede darse mediante la imposición (posición de fuerza basada en la asimetría de poder), por ejemplo cuando un centro comercial obliga a su proveedor a cobrar a 90 días, o cuando la administración obliga a efectuar los ingresos de IVA trimestralmente. Puede darse también mediante una negociación, cuando los stakeholders implicados negocian el momento del pago de la transacción, por último, podría darse mediante una cesión unilateral, por ejemplo cuando el vendedor retrasa el cobro seis meses como oferta de financiación. En todos estos casos, a pesar de que en unos se da la superación, en otros con negociación, y en los tercero la cesión, hay una característica común, que los interlocutores sólo están teniendo en cuenta su propia gestión de tesorería.

La propuesta que nosotros hacemos es que los distintos interlocutores (stakeholders) asuman como propia, la preocupación por la tesorería de su antagonico, llegando a la solución que mejor beneficia a ambos. Esto que parece imposible de aplicar en gestión de tesorería es está utilizando exitosamente en la gestión de cuentas.

Como se ve, el factor tiempo vinculado al cobro versus pago, se presenta como un elemento fundamental de gestión. De hecho así está asumido desde la teoría financiera, que dedica importantes esfuerzos a la gestión de tesorería o al cash holding, entendiendo que son herramientas claves en la buena marcha de la empresa. Sin embargo, se da la paradoja que desde la ética financiera, se ha tenido en escasa o nula consideración el factor tiempo vinculado a la gestión de cobros y pagos, considerándose un aspecto meramente técnico. Lo que en realidad quiere decir, es que se acepta sin más una fundamentación egoísta de la conducta de la empresa, basada en la optimización propia de la tesorería.

En un mercado perfecto, con un equilibrio de fuerzas entre los diferentes stakeholders, se podría pensar que en los contratos se llegan a acuerdos justos, beneficiosos para ambas partes; pero en la realidad, el mercado es imperfecto y se dan claras asimetrías de información y poder entre los interesados, por lo que aceptar el principio de optimización propia en la gestión de tesorería, eleva a nivel de planteamiento moralmente aceptable la conducta egoísta articulada a través de la asimetría, y vulnera el principio Kantiano comúnmente admitido en las relaciones éticas entre empresas.

Sin embargo, a pesar de que el cash management no ha sido desarrollado desde la ética, y a que investigadores de prestigio lo consideran algo técnico, con poco contenido ético; haría, sin duda un consenso general, en considerar “injusto” que alguien pague a su proveedor varios años después de ejecutado el servicio, salvo que en

el acuerdo entre ambas partes se vea evidente el mutuo beneficio. Indudablemente la limitación en el retraso de pagos requeriría por sí misma de una reflexión ética que pudiera orientar sobre los criterios de bondad, más allá de los propiamente contractuales. En este sentido, por ejemplo, cabe destacar la intervención del Gobierno para limitar el aplazamiento en los pagos de las grandes superficies comerciales.

Sin embargo, nuestro planteamiento va más allá de la reflexión en relación con el factor tiempo, y a la generación de reglas, normas o recomendaciones sobre cómo éste debe gestionarse en la relación entre los stakeholders. Ya que a nuestro entender, sería dar carta de naturaleza a la conducta egoísta como forma de interacción; en cuanto se parte del supuesto de que las empresas, o los diversos stakeholders deben intentar maximizar sus intereses en el ámbito de la gestión de tesorería, a expensas de los intereses de sus antagonistas. Y para que las diferentes asimetrías existentes no generen una situación “injusta” para la parte más débil se recurre a regular los límites. A este planteamiento debemos hacerle varias acotaciones, por una parte, nos parece correcto el establecimiento de límites a las prácticas negativas desde planteamientos éticos y económicos; de otra, nos parecería interesante que la reflexión ética fuera la que fundamentara las posteriores recomendaciones o limitaciones legales. No obstante, la verdadera aportación ética en este ámbito debe consistir en intentar cambiar el planteamiento egoísta en el que se sustentan las relaciones financieras entre entidades y grupos de interés.

En este sentido consideramos de interés la sustitución de los planteamientos egoístas basados en el conflicto, por un planteamiento que busque optimizar el beneficio a largo plazo de los participantes, sustentado en el principio de confianza mutua; sería no sólo más apropiado desde la perspectiva ética, sino también más beneficioso tanto para los participantes como para la sociedad en su conjunto. Así, la gestión conjunta del cash holding por entidades o stakeholders con intereses divergentes, permitiría un incremento del beneficio a largo plazo obtenido por los participantes, y por la sociedad.

6. CONCLUSIONES

Este trabajo plantea un modelo teórico del joint cash holding bajo la premisa de confianza mutua (Mutual Trust Perspectiva), la cual es favorecida por la asimetría de poder. La hipótesis en la que se sustenta esta teoría es en el Joint cash holding, mediante el cual podrían obtenerse resultados más ventajosos para todos los intereses de los stakeholders que influyen o son influenciados por la empresa. Para ello, se efectúa una revisión de la literatura referente a la teoría de stakeholders, así como de la misma en relación con la teoría de agencia, incluso con las teorías más estratégicas. Además, y teniendo en cuenta que la gestión de tesorería siempre se soporta en unos supuestos éticos, el joint cash holding es analizado desde la perspectiva de estas teorías, exponiendo su parte ética.

Las técnicas de cash holding actuales y los modelos de cash management se fundamentan en la obtención de mejores situaciones financieras para la propia empresa que las aplica e implanta. En este contexto estas técnicas de tesorería se centran en el logro de la maximización de beneficios para los shareholders y se plantean desde los denominamos comportamientos “egoístas” por parte de los partícipes. El resto de interesados no son de forma específica considerados, y por ello no se obtiene valor para todos ellos. Así, los resultados de este trabajo

evidencian que la gestión de tesorería es un elemento fundamental en la relación y el equilibrio entre los diversos stakeholders y sus intereses. De esta forma se determina que es necesario que la gestión de la tesorería favorezca la satisfacción equilibrada de los intereses antagónicos de los stakeholders, los cuales en el corto plazo pueden ser complementarios en el largo plazo. En este largo plazo, la gestión conjunta del cash holding entre stakeholder vinculados genera beneficios para cada uno de los stakeholders incrementando la solvencia y la liquidez, y para el conjunto de la sociedad reduciendo la insolvencia financiera. Además, debe tenerse en cuenta que el buen fin de este planteamiento está supeditado a que este sistema de joint cash holding sea establecido por la entidad que mayor poder detente en la relación.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Abrams, F. (1951) "Management responsibilities in a complex world", *Harvard Business Review*, 29(5): 29-34.
- Argandoña, A. (2008): "The ethical dimension of Corporate Social Responsibility", *EBEN-UK Annual Conference*, Cambridge, 1 and 2 April.
- Awan, S. (2001): "Tripartite repo: a flexible friend", *Banker*, Vol. 151, pp. 84-85.
- Barney, J. (1991): "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, 17(1): 99-120.
- Batlin, C.A. & Hinko, S. (1986): "A game Theoretic Approach to cash management", *The Journal of Business*, 1982, vol. 55, N° 3, pp. 367-382.
- Beauchamp, T., & Bowie, N. (2003): *Ethical theory and business* (7th Ed.). New York: Prentice Hall.
- Bernard, C.I. (1938): *The Functions of the Executive*, Cambridge, MA: Harvard.
- Berscheid, E. and Walster, E.H. (1978): *Interpersonal Attraction*, 2nd ed., Addison-Wesley, Reading, MA.
- Boatright, J.R. (1992): "Morality in practice: Dees, Crampton, and Brer Rabbit on a problem of applied ethics", *Business Ethics Quarterly*, vol. 2, N °, pp. 63-73.
- Boatright, J.R. (1997). 'Fiduciary Duty,' in P.H. Werhane and R.E. Freeman (eds), *The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Business Ethics*. Malden, MA: Blackwell.
- Boatright, J.R. (1999): "Does Business Ethics Rest on a Mistake?", *Business Ethics Quarterly*, Vol. 9, No. 4, October, pp. 583-591.
- Boatright, J.R. (2002): "Contractors as stakeholders: Reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contracts firm", *Journal of Banking & Finance*, vol. 26, n° 9, pp. 1837-1852.
- Boatright, J.R. (2008): *Ethics in Finance*, 2nd Edition. Malden, MA: Blackwell
- Bowie, N. (1999): *Business Ethics: A Kantian Perspective*. Oxford: Black well.
- Brealey, R.A.; Myers, S.C. & Allen, F. (2007): *Principles of Corporate Finance*, 9th Edition. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Brenner, S. N. and Cochran, P. L. (1991): "The Stakeholder Theory of the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research", in J.F. Mahon (ed.), *International Association for Business and Society Proceedings*, pp. 449-467.
- Clarkson, M.B.E. (1995): "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance", *The Academy of Management Review*, vol. 20, n° 1, January, pp. 92-117.
- Coase, R.H. (1937): "The Nature of the Firm". *Económica*, November.
- Cramton, P.C. & Dees, J.G. (1993): "Promoting honesty in negotiation: an exercise in practical ethics", *Business Ethics Quarterly*, Vol. 3, N 4, pp. 359-394.
- De George, R.T. (1989): "There is Ethics in Business Ethics; But there's More as Well", *Journal of Business Ethics*, n° 8, pp. 337-339.

- Dees, J. Gregory & Cramton, Peter C. (1991): Shrewd on practice bargaining on the moral frontier: toward on theory, *Business Ethics Quarterly*, vol. 1, N2, pp. 135-167.
- Dees, J.G. & Cramton, P.C. (1995): "Deception and mutual trust: a reply to Strudler", *Business Ethics Quarterly*, vol. 5, N° 4, pp. 823-832.
- Deutsch, M. (1962): "Cooperation and trust: some theoretical notes", in Jones, M.R. (Ed.), *Nebraska Symposium on Motivation*, University of Nebraska Press, Lincoln, NB, pp. 275-319.
- Dittmar, A.; Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003): "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, N° 1, March, pp. 111-133.
- Dodd, E.M. (1932): "For Whom Are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review*, Vol. 45, No. 7 (May, 1932), pp. 1145-1163.
- Donaldson, T. & Dunfee, T. (1999): *Ties That Bind: A Social Contracts Approach to Business*. Boston: Harvard Business School Press.
- Donaldson, T. & Dunfee, T.W. (2002): "Ties that bind in business ethics: social contracts and why they matter", *Journal of Banking & Finance*, vol. 26, pp. 1853-1865.
- Donaldson, T. & Preston, L.E. (1995): "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", *The Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 1, January, pp. 65-91.
- Donaldson, T. (1989): *The Ethics of International Business*. New York: Oxford University Press.
- Donaldson, T. (1999): "Response: Making Stakeholder Theory Whole", *The Academy of Management Review*, Vol. 24, No. 2, April, pp. 237-241.
- Driscoll, C. y Starik, M. (2004): "The primordial stakeholder: advancing the conceptual consideration of stakeholder status for the natural environment", *Journal of Business Ethics*, vol. 49, n° 1, January, pp. 55-73.
- Eells, R. (1960): *The meaning of modern business*. New York: Columbia University Press.
- Etxebarria, X. (2004): "La Empresa Solidaria en el marco de los Derechos Sociales", en Mugarra, A. (Ed) "La Economía Solidaria y su Inserción en la Formación Universitaria"; ed. Instituto de Derechos Humanos. Universidad de Deusto, Bilbao.
- Evan, W. y Freeman, R.E. (1983): "A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism", in Donaldson, T., Werhane, P.H. (Eds), *Ethical Issues in Business*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, pp.166-71.
- Freeman, R.E. (1984): *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman Publishing Inc.
- Freeman, R.E. (1994): "The politics of stakeholder theory", *Business Ethics Quarterly*, vol. 4, n° 4, pp. 409-421.
- Freeman, R.E.; Harrison, J.S. & Wicks, A.C. (2007): *Managing for stakeholders: Survival, reputation and success* (vol. 1). New Haven, Conn.: Yale University Press.
- Friedman, A. & Miles, S. (2002): "Developing Stakeholder Theory" *Journal of Management Studies*, vol. 39, n° 1, January, pp. 1-21.
- Friedman, M. (1970): "The social responsibility of business..." *New York times Magazine*, September 13, pp. 122-126.
- Gibson, K. (2000): "The moral basis of stakeholder theory", *Journal of Business Ethics*, vol. 26, n° 3, pp. 245-257.
- Goodpaster, K. (1991): 'Business Ethics and Stakeholder Analysis', *Business Ethics Quarterly*, vol. 1, n° 1, January, pp. 53-74.
- Guney, Y., Ozkan, A. y Ozkan, N. (2007): "International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings", *Journal of Multinational financial management*, Vol. 17, N°, pp. 45-60.
- Higgins, S.H. (1996): "Toward taming the labor-management frontier: a strategic marketing framework", *Journal of Business Ethics*, Vol. 15, pp. 475-485.
- Hill, C. and Jones, T. (1992): "Stakeholder-Agency Theory", *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 2, March, pp. 131-154.
- Hunt, A.L. (1978): *Corporate Cash Management*, Amacom. New York.

- Jensen, M. (1986) "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M.C. (1986): "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Nº 76, pp. 323-339.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Nº 3, pp. 305-360.
- Jhonson, G.W. (2006): Insolvency and social protection: employee entitlements in the event of employer insolvency, *Working Paper OECD*, www.oecd.org.
- Jones, T.M. & Wicks, A. (1999): "Convergent Stakeholder Theory", *The Academy of Management Review*, vol. 24, nº 2, April, pp. 206-221.
- Jonker, J. y Foster, D. (2002): "Stakeholder excellence? Framing the evolution and complexity of a stakeholder perspective of the firm", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 9, Nº 4, pp. 187-195.
- Kalcheva, I. & Lins, K.V. (2007): "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems", *Review of Financial Studies*, vol. 20, nº 4, pp. 1087-1112.
- Kochan, T.A. & Rubinstein, S.A. (2000): "Toward a Stakeholder Theory of the Firm: The Saturn Partnership" *Organization Science*, vol. 11, no. 4, July-August, pp. 367-386.
- March, J.G., & Simon, H.A. (1958). "Organizations"; traducido al castellano por J.M. Wahl, (1962) con el título de Teoría de la Organización., Ediciones Ariel. Barcelona.
- Mayer, R.C., Davis, J.H. and Schoorman, F.D. (1995), "An integrative model of organizational trust", *Academy of Management Review*, Vol. 20 No. 3, pp. 709-34.
- Mintzberg, H. (1983): *Structures in Pves: Designing effective organizations*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Mintzberg, H. (2003): *Managers Not MBAs*. San Francisco, CA: Berrett-Koehler Publishers.
- Mitroff, I.I. (1983): *Stakeholders of the Organizational Mind*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Moir, L. (1999): *Managing Corporate Liquidity*. Glenlake Publishing Company, Inc. Chicago.
- Myers, S.C (1977): "Determinants of corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol 5, pp. 147-176.
- Myers, S.C. y Majluf, N.S. (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Nº 13, pp. 187-221.
- Nelson, R.R. y Winter, S.G. (1982): *Evolutionary theory of economy change*, Cambridge. The Belknap Press. England.
- Neron, P.Y. y Norman, W. (2008): "Citizenship, inc.: do we really want business to be good corporate citizens?", *Business Ethics Quarterly*, vol. 18, Nº 1, pp. 1-26.
- Newcomb, T.M. (1956): "The prediction of interpersonal attraction", *American Psychologist*, Vol. 11, pp. 575-86.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stultz, R. y Williamson, R. (1999): "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, Nº 52, pp. 3-46.
- Ozkan, A. y Ozkan, N. (2004): "Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies", *Journal of Banking and Finance*, Nº 28, pp. 2103-2134.
- Peterson, R.T. & Hermans, C.M. (2004): "The communication of social responsibility by US banks", *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 22, Nº 3, pp. 199-211.
- Pindado J. (2001): *Gestión de tesorería en la empresa. Teoría y aplicaciones prácticas*. Ediciones Universidad Salamanca. Spain.
- Pinkowitz, L.; Stulz, R. M. and Williamson, R. (2006): "Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash?", *Journal of Finance*, forthcoming.
- Porter, M (1985): *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. Free Press.

- Retolaza, J.L.; Mugarra, A. y Enciso, M. (2005) "Solidarity-based Enterprises: New Comprising Concept for the Enterprise of the Future", Chaves, R. et al. (Eds): *The Future of Cooperatives in a Growing Europe*; Ed. CIRIEC.
- Ross, S.A.; Westerfield, R.W. & Jaffe, J. (2005): *Corporate Finance*, 7th Edition. New York: McGraw Hill.
- Smith, H.J. (2003): "The Shareholders versus Stakeholders debate", *MIT Sloan Management Review*, vol. 44, n° 4, pp.85-91.
- Strudler, A. (1995): "On the Ethics of Deception in Negotiation", *Business Ethics Quarterly*, Vol, 5, N 4, pp. 795-812.
- Svensson, G. (2006): "Multiple informants and asymmetric interactions of mutual trust in dyadic business relationships", *European Business Review*, Vol. 18, N°2, pp. 132-152.
- Van de Ven, B. (2005): "Human rights as a normative basis for stakeholder legitimacy", *Corporate Governance*, Vol. 5, N° 2, pp. 48-59.
- Van Horne, J.C. & Wachowicz, J.M. (2001): *Fundamentals of Financial Management*, 11th Edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Werhane, P. (1985): *Persons, Rights and Corporations*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Williamson, O. (1985) *The Economic Institutions of Capitalism*. ed. The Free Press. New York.