

POLÍTICA DE DIVIDENDOS, RIESGO, ENDEUDAMIENTO Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD: UN ANÁLISIS PARA EL MERCADO ESPAÑOL^{*}

Antonio Minguéz Vera^{}**

WP-EC 2006-03

Correspondencia: Universidad Politécnica de Cartagena, Dpto. Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias de la Empresa, Paseo Alfonso XIII, 50. 30203 Cartagena (Murcia). Telf.: +34-968325761 / fax: +34-968325782 / E-mail: Antonio.minguez@upct.es.

Editor: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.

Primera Edición Febrero 2006

Depósito Legal: V-1112-2006

Los documentos de trabajo del IVIE ofrecen un avance de los resultados de las investigaciones económicas en curso, con objeto de generar un proceso de discusión previo a su remisión a las revistas científicas

^{*} El autor agradece las sugerencias y los comentarios realizados por un evaluador anónimo.

^{**} A. Minguéz Vera: Universidad Politécnica de Cartagena. Correspondencia a: Universidad Politécnica de Cartagena, Dpto. de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias de la empresa, Paseo Alfonso XIII, 50, 30203 Cartagena (Murcia). Telf.: +34 968325761 / fax: +34 968325782 / E-mail: antonio.minguez@upct.es.

POLÍTICA DE DIVIDENDOS, RIESGO, ENDEUDAMIENTO Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD: UN ANÁLISIS PARA EL MERCADO ESPAÑOL

A. Mínguez Vera

RESUMEN

Este trabajo analiza la relación entre el pago de dividendos, el riesgo empresarial, el endeudamiento y la propiedad de los consejeros. Los resultados muestran, en primer lugar, que el pago de dividendos reduce el riesgo y el nivel de endeudamiento y aumenta la propiedad de los consejeros. En segundo lugar, se obtiene que dicho riesgo repercute de forma negativa en el endeudamiento y en el pago de dividendos y positiva en la propiedad de los consejeros. En tercer lugar, se halla que las empresas más endeudadas reparten una cuantía inferior de dividendos y presentan mayor propiedad por parte de los consejeros. Por último, se observa que la citada propiedad incrementa el riesgo y el endeudamiento de la sociedad.

Palabras clave: Dividendos, riesgo, endeudamiento, concentración accionarial

Clasificación JEL: G30, G32

ABSTRACT

This paper analyzes the relationship between the dividend and debt policies, firm risk and the director's ownership. Firstly, the results show that the payment of dividends reduces the risk and the leverage, and increases the ownership. Secondly, the firm risk presents a negative effect on the debt ratio and on the payment of dividends and a positive repercussion on the ownership. Thirdly, we can see that the most indebted companies distribute an inferior quantity of dividends and present a bigger ownership. Finally, it is observed that the mentioned ownership increases the risk and the indebtedness.

Keywords: Quarterly Dividends, risk, debt, ownership

1. INTRODUCCIÓN

El estudio de las políticas de dividendos y endeudamiento, del riesgo empresarial, y de la estructura de propiedad, en relación a las características de la compañía, han sido profusamente tratadas en la literatura científica. No obstante, la mayoría de los estudios previos han analizado los determinantes de todas estas variables de forma independiente. Ejemplos se pueden encontrar en los trabajos de Titman y Wessels (1988), Friend y Lang (1988), Crutchley y Hansen (1989), Chang y Rhee (1990) y Norton (1991), entre otros.

Sin embargo, estas variables no sólo pueden estar relacionadas con las diversas características de la sociedad, sino que además pudieran tener relación entre ellas. Así, han aparecido estudios que analizan algunas de estas relaciones. Por ejemplo, Demsetz y Lehn (1985), Galai y Masulis (1976), Saunders, Strock y Travlos (1990), Amihud y Lev (1981) y May (1995) analizan la relación entre la propiedad accionarial de los *insiders*¹ y el riesgo de la compañía.

Por otro lado, Ravid (1988) señala que existe una relación entre el riesgo de la empresa y el nivel de endeudamiento, mientras que Venkatesh (1989) estudia el efecto de dicho riesgo en el pago de dividendos. Jensen, Solberg y Zorn (1992) contrastan la relación entre la política de dividendos, la propiedad de los *insiders* y el endeudamiento. Otros trabajos que investigan algunas de estas relaciones son los de Bathala, Moon y Rao (1994), Moh'd, Perry y Rimbey (1998), Holder, Langrehr y Hexter (1998), Chen y Steiner (1999), Koch y Shenoy (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002).

El presente artículo se enmarca dentro del reducido grupo de estudios que analizan, de forma conjunta, la relación existente entre la política de dividendos, el nivel de endeudamiento, la propiedad de los consejeros y el riesgo empresarial. Además, se centra en un contexto, como es el español, diferente al mercado anglosajón donde se enmarcan la mayoría de los estudios empíricos previos. No se tiene conocimiento de ningún trabajo previo que realice un estudio de las cuatro variables expuestas de forma simultánea en el mercado español. Además, a diferencia de los trabajos anteriores, se utilizan ecuaciones en diferencias con la intención de eliminar la heterogeneidad inobservable de las empresas, circunstancia que, de no ser tomada en cuenta, puede sesgar las estimaciones realizadas.

Los resultados ponen de manifiesto, en primer lugar, un efecto negativo del pago de dividendos en el riesgo de la empresa y en el ratio de endeudamiento, mientras que la repercusión sobre la propiedad de los consejeros resulta positiva. En segundo lugar, se observa que el riesgo

¹ Directivos y miembros del consejo de administración.

empresarial afecta de forma negativa al pago de dividendos y al endeudamiento y positiva al porcentaje de acciones que poseen los miembros del consejo de administración.

En tercer lugar, se obtiene un efecto positivo y negativo del ratio de endeudamiento en el pago de dividendos y en la propiedad de los consejeros, respectivamente. Sin embargo, la repercusión en el riesgo resulta no significativa. Por último, se muestra que la propiedad de los consejeros influye positivamente en la variabilidad del rendimiento de la empresa y en el ratio de endeudamiento, mientras que la influencia resulta no significativa cuando la variable dependiente es el pago de dividendos.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma: en la sección segunda se exponen los fundamentos teóricos y la evidencia empírica previa. En la sección tercera se describen la muestra y las variables utilizadas en el estudio. En la sección cuarta, se comenta la metodología empleada y se plantean las hipótesis. En el apartado quinto, se muestran los resultados obtenidos. Finalmente, se presentan las conclusiones.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA EMPÍRICA PREVIA

La relación entre la política de dividendos, el endeudamiento y la propiedad de los *insiders* se puede explicar a través de la hipótesis de los flujos libres de caja derivada teoría de la agencia. Así, según Jensen (1986), unos mayores niveles de pago dividendos, deuda y participación accionarial de los *insiders*, reduce la discrecionalidad de los gestores y por tanto los conflictos de agencia dentro de la empresa. Este argumento justifica una relación negativa entre las tres variables reseñadas, ya que serían sustitutivas a la hora de aunar los intereses entre propietarios y gestores.

Además, según Rozeff (1982), cuando los *insiders* tienen un elevado porcentaje de capital de la compañía, preferirán pagar menos dividendos para beneficiarse de la menor imposición de las ganancias de capital. Por otro lado, también es posible que en las compañías donde los consejeros y directivos posean una mayor propiedad, se produzca una expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios a través del pago de menores dividendos. Estas hipótesis confirmarían la relación negativa entre la política de dividendos y la propiedad de los consejeros. En cuanto a la repercusión de la propiedad de los *insiders* en el nivel de endeudamiento, Friend y Lang (1988) afirman que los consejeros y directivos con una elevada participación en la compañía procurarán establecer bajos niveles de endeudamiento, ya que éste aumenta los costes de quiebra y por tanto, el riesgo de los gestores.

Sin embargo, también existen una serie de argumentos que puede explicar algunas relaciones contrarias. Así por ejemplo, un elevado pago de dividendos reduce la posibilidad de autofinanciación, y por tanto incrementa la probabilidad de recurrir al endeudamiento en mayor

medida. Por otro lado, Jensen y Meckling (1976) afirman que el endeudamiento disminuye la necesidad de financiación a través de la emisión de acciones. Este hecho facilita a los *insiders* mantener una proporción significativa del capital de la empresa, por tanto cabe pensar en una relación positiva entre endeudamiento y concentración accionarial.

Kim y Sorenson (1986) proponen dos hipótesis a la hora de explicar el efecto de la propiedad de los *insiders* en el nivel de endeudamiento, diferente a la derivada de los flujos libres de caja. En la primera de ellas, hipótesis de demanda, afirman que en las sociedades donde los *insiders* poseen una mayor participación en el capital, se incrementa la demanda de deuda debido a que éstos desean mantener su posición de control, que se podría diluir en caso de nuevas emisiones de acciones. En la segunda, hipótesis de oferta, argumentan que las empresas controladas por *insiders* presentan unos inferiores costes de agencia de endeudamiento, incrementándose la oferta de deuda a disposición de la compañía. Ambas hipótesis predicen, por tanto, un efecto positivo de la propiedad de los gestores en el nivel de recursos ajenos.

En cuanto a la evidencia empírica, los trabajos de Jensen, Solberg y Zorn (1992), Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) confirman una influencia negativa de la política de dividendos en el endeudamiento. En cuanto al efecto del endeudamiento en la política de dividendos Jensen, Solberg y Zorn (1992) obtienen una repercusión no significativa y negativa en función de cual sea el periodo de tiempo estudiado. Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) muestran evidencia de una relación negativa.

Por otro lado, Chen y Steiner (1999) obtienen una repercusión negativa en Estados Unidos, de la política de dividendos en la propiedad de los *insiders*, mientras que Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) aportan una relación no significativa en un mercado de elevada concentración accionarial como el nipón. En cuanto a la relación contraria, Rozeff (1982), Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) obtienen un efecto negativo.

Jensen, Solberg y Zorn (1992) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) obtienen una influencia no significativa del endeudamiento en la concentración accionarial de los gestores. Sin embargo, Chen y Steiner (1999) presentan evidencia de una relación negativa. Por otro lado, Kim y Sorenson (1986) obtienen una repercusión positiva de la propiedad de los *insiders* en el nivel de endeudamiento, mientras que Friend y Hasbrouck (1987), Fiend y Lang (1988), Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) encuentran una influencia negativa.

La teoría que relaciona el nivel de riesgo con las otras tres variables estudiadas también resulta diversa. Así, la repercusión de la política de dividendos en el riesgo empresarial, cabe esperar que sea negativa. Esta justificación, de acuerdo con Venkatesh (1989), se basa en la teoría de las señales. Por otro lado, también resulta lógico pensar que las empresas cuya rentabilidad se obtiene vía precios, presentan una mayor incertidumbre para el accionista a la hora de liquidar sus

ganancias, que aquellas que reparten una mayor cuantía de dividendos. Los trabajos de Venkatesh (1989) y Chen y Steiner (1999), confirman esta hipótesis.

Kale y Nale (1990) desarrollan un modelo según el cual, el riesgo de la compañía se encuentra negativamente relacionado con el pago de dividendos. Para ello, afirman que las empresas con una mayor variabilidad en su rendimiento, presentan mayores costes de flotación a la hora de emitir nuevas acciones. Por tanto, preferirán pagar un inferior dividendo, evitando las citadas emisiones de acciones a cambio de una mayor retención de beneficios. Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) obtienen un efecto negativo del riesgo de la empresa en el citado pago.

En relación a la repercusión del riesgo en el endeudamiento, Ravid (1988) afirma que un elevado riesgo desincentiva la preferencia de la empresa por la deuda, ya que aumenta la probabilidad de incumplimiento en el pago. De la misma forma, las entidades de crédito pueden ser más reacias a prestar dinero a compañías con una elevada variabilidad en el rendimiento. La evidencia empírica es diversa en este sentido. Así, Baxter (1967), Long y Malitz (1985), Friend y Lang (1988), Crutchley y Hansen (1989), Bathala, Moon y Rao (1994), Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) confirman dicha relación negativa. Sin embargo, en el trabajo Kin y Sorenson (1986) se muestra un efecto positivo. Ferri y Jones (1979), Flath y Knoeber (1980) y Kester (1986) no obtienen relaciones significativas entre ambas variables. Finalmente, Jensen, Solberg y Zorn (1992) encuentran repercusiones negativas y no significativas dependiendo del año en el que se encuadra su muestra.

La influencia del endeudamiento en el riesgo ha sido abundantemente tratada en la literatura científica. Así, aquellas empresas más endeudadas tienen una mayor probabilidad de no hacer frente a los pagos en su vencimiento y por tanto presentan un mayor riesgo para el inversor. Por otro lado, también es posible que este tipo de sociedades tengan un mayor control por parte de los acreedores sobre la labor directiva, y de esta forma presenten un menor riesgo para los propietarios externos. Chen y Steiner (1999) no encuentran que la deuda repercuta significativamente en el riesgo empresarial, mientras en Adams, Almeida y Ferreira (2005) obtienen tanto relaciones positivas, negativas y no significativas en función de cual sea la medida del riesgo utilizada.

En cuanto a la influencia del riesgo sobre la propiedad de los *insiders*, caben dos hipótesis diferentes. Por un lado, tal y como afirman Demsetz (1983) y Demsetz y Lehn (1985), las empresas que operan en mercados arriesgados son más difíciles de controlar externamente. Así, se hace más necesario el uso de la concentración accionarial de los consejeros y directivos para aunar los intereses de éstos y de los propietarios externos. Por otro lado, tal y como se argumenta en el citado artículo de Demsetz y Lehn (1985), un elevado nivel de riesgo también puede desincentivar a los *insiders* a alcanzar una participación elevada en la compañía, ya que una alta variabilidad en el rendimiento les puede repercutir de forma significativa en su riqueza personal. Otros autores, como

Chen y Steiner (1999), predicen una repercusión no lineal de manera que, a bajos niveles de riesgo, dominaría un efecto positivo basado en la reducción de los conflictos de agencia entre accionistas externos e *insiders*. Sin embargo, cuando el grado de variabilidad en el rendimiento es alto, predominaría el efecto contrario.

Jensen, Solberg y Zorn (1992) obtienen una relación no significativa, mientras que Chen y Steiner (1999) muestran evidencia de un efecto no lineal (positiva a bajos niveles de riesgo y negativa cuando dicho riesgo es alto). Por último, Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) presentan evidencia de una repercusión negativa

Finalmente, el efecto de propiedad de los *insiders* en el riesgo de la empresa también puede presentar dos posibles efectos inversos. Por un lado, la alineación de los intereses entre propietarios externos y gestores, debido a la participación de éstos en el capital de la compañía, puede llevarles a la realización de políticas más arriesgadas ya que, al incrementarse el riesgo, se produce una transferencia de riqueza de los acreedores a los accionistas (Chen y Steiner, 1999). Además, tal y como afirman Adams, Almeida y Ferreira (2005), el mayor poder que otorga la propiedad, puede ser utilizado por el *insider* para hacer valer su decisión en el seno de la compañía. De esta forma, es más probable que la estrategia propuesta o implementada por un gestor con un elevado poder, presente un mayor riesgo que si dicha decisión es tomada por consenso.

Por otro lado, Treynor y Black (1976) afirman que las sociedades controladas por los *insiders*, mostrarán una inferior variabilidad en los rendimientos debido a la aversión al riesgo de estos gestores, que presentaran una cartera no diversificada tanto de capital humano como financiero. Esta circunstancia, hará que se esfuercen en reducir el riesgo empresarial.

Saunders, Strock y Travlos (1990) y Chen y Steiner (1999) obtienen un efecto positivo, mientras que Amihud y Lev (1981), May (1995) y Chen, Steiner y Whyte (1998) muestran una repercusión negativa. Por último, Adams, Almeida y Ferreira (2005) encuentran relaciones tanto significativas como no significativas en función de la medida de riesgo propuesta.

3. MUESTRA Y DATOS

La muestra objeto del estudio está compuesta por 65 empresas no pertenecientes al sector financiero que cotizaban en el Mercado Continuo en el período de enero de 1995 a diciembre de 2000.

Los datos relativos a la cuantía de pago de dividendos se recopilaron de los informes suministrados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La información referida a la estructura accionarial se obtuvo a partir del registro de participaciones significativas de

la CNMV, en la que figuran las participaciones directas e indirectas de los consejeros en el capital de la empresa, independientemente de la cuantía de ésta, así como la propiedad de aquellos accionistas que poseen un 5% o múltiplos del capital social. Esta base de datos también nos permite identificar la naturaleza del accionista principal.

Igualmente de la CNMV, se utilizó el registro de consejeros, en el que figura la fecha de nombramiento, la de cese y el cargo de cada uno de los miembros de los consejos de administración de las empresas cotizadas, lo que permite averiguar la identidad de la totalidad de los consejeros para cada periodo. Los datos contables de las empresas fueron obtenidos de la base de datos SABI.² Finalmente, el número de acciones y los precios de cotización provienen del Boletín Anual de Cotización de la Bolsa de Madrid.

Como medida de pago de dividendos, se ha considerado el dividendo por acción, DPA, calculado como el total de dividendos pagados por la empresa entre el número de acciones. El riesgo de la compañía, DTIP, se ha obtenido como la desviación típica de los rendimientos diarios de los precios corregidos de las acciones. El ratio de endeudamiento, END, se ha elaborado a partir del cociente entre el valor contable de la deuda total, y el valor contable del activo total. En cuanto a la propiedad de los consejeros, PCON, se ha calculado como la suma del porcentaje de acciones, en tantos por uno, que directa e indirectamente poseen los miembros del consejo de administración de las sociedades consideradas.

También se ha contemplado, como variables de control, el porcentaje de propiedad directa e indirecta, que poseen aquellos inversores con participaciones significativas considerados como institucionales, INS.³ Igualmente, se ha calculado la suma de la participación en el capital de la empresa de los accionistas que poseen un porcentaje igual o superior al 5%, SPS.

Otras variables de control incluidas son: el valor del inmovilizado neto entre el activo contable total, INSA; el logaritmo de la capitalización bursátil de la compañía, LCAP, obtenido a partir del logaritmo del valor de mercado de las acciones; el logaritmo del activo contable total, LACT; la rentabilidad económica de la sociedad, REC, calculada como el beneficio de explotación entre el activo contable total; la diversificación de los negocios de la empresa, medida por el número de negocios distintos, SIC; y la tasa de crecimiento anual del activo total, CACT.^{4,5}

² Sistema de Análisis de Balances Ibéricos, elaborado por Bureau Van Dijk.

³ Se considera que un inversor posee una participación significativa, cuando ésta supone un 5% o más del capital social.

⁴ El resumen y la descripción de las variables también se incluyen en el anexo 1.

⁵ La selección de las variables de control se ha realizado a partir de diversos trabajos previos, como por ejemplo los de Jensen, Solberg y Zorn (1992), Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002).

En el cuadro 1 figuran los estadísticos descriptivos de las variables. El dividendo por acción, DPA, presenta una media de 0,49 euros, mientras que la desviación típica del rendimiento de los precios de las acciones toma un valor medio de 0,02, cifra cercana al 0,01 presentado por Chen y Steiner (1999) en el mercado norteamericano. El ratio de endeudamiento se sitúa, por término medio, en el 39% aproximadamente. Peasnell, Pope y Young (2003) obtienen un valor medio del 52% para esta variable, mientras que Tejerina y Fortuna (2001) y De Andrés, López y Rodríguez (2002), hallan una media del 50% y del 45% respectivamente, en el mercado español.

La media del porcentaje de acciones que poseen los miembros del consejo de administración, PCON, se sitúa alrededor del 0,11, cifra superior al 0,10 obtenido por Morck, Shleifer y Vishny (1988), para el mercado norteamericano, al 0,09 de Mudambi y Nicosia (1998), en el Reino Unido, y al 0,07 de Fernández, Gómez y Fernández (1998), en el español.

En cuanto a la propiedad de los inversores institucionales, INS, supone un promedio del 6,17%, porcentaje cercano al 8% mostrado por Gerke, Bank y Steiger (2003) para el mercado francés, y muy inferior a la obtenida por los mismos autores en Alemania, Japón, Estados Unidos y Reino Unido. La concentración accionarial de aquellos propietarios que poseen participaciones significativas en la empresa, toma un valor medio del 47%, porcentaje muy similar al 42% hallado por Wiblin y Woo (1999) en Australia.

El ratio de inmovilizado sobre el activo, INSA, presenta una media 46% en este estudio, mientras que los logaritmos de la capitalización bursátil, LCAP y del activo, LACT, se sitúan próximos a 7. La rentabilidad económica, REC, promedio es del 4,7%. Gutiérrez y Tribó (2004), obtienen una media del 9,5% para esta variable, siendo la cifra hallada por Peasnell, Pope y Young (2003) del 7%. Finalmente, el número de negocios diferentes que tiene la empresa, SIC, se sitúa en torno al 1,5 y la tasa de crecimiento del activo, CACT, supone un valor medio de 0,25.

4. METODOLOGÍA E HIPÓTESIS

Para llevar a cabo el estudio se han llevado a cabo una serie de contrastes con el fin de analizar la relación entre las políticas de dividendos y endeudamiento, el riesgo de la empresa y la propiedad de los consejeros.

Cuadro 1.
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

Variables	Media	Mediana	Desv. Típica	Mínimo	Máximo
DPA	0,498	0,321	0,668	0,000	4,958
DTIP	0,023	0,021	0,010	0,000	0,114
END	0,389	0,383	0,215	0,011	0,982
PCON	0,110	0,006	0,194	0,000	0,902
INS	0,062	0,000	0,134	0,000	0,800
SPS	0,472	0,491	0,257	0,000	0,999
INSA	0,468	0,447	0,324	0,000	0,993
LCAP	6,977	7,101	1,798	3,445	10,908
LACT	7,035	7,375	1,720	3,778	10,681
REC	0,047	0,039	0,076	-0,194	0,507
SIC	1,480	1,000	0,595	1,000	3,000
CACT	0,252	0,065	0,954	-0,986	13,081

VARIABLES: DPA (dividendo por acción, en euros), DTIP (desviación típica de la rentabilidad diaria de los precios de las acciones de la empresa), END (deuda total entre activo total), PCON (propiedad accionarial de los miembros del consejo de administración de la empresa, en tantos por uno), INS (participación de los inversores institucionales en el capital social de la empresa, en tantos por uno), SPS (suma de la propiedad de los accionistas que poseen un 5% o más del capital de la empresa, en tantos por uno), INSA (inmovilizado entre activo total, en tantos por uno), LCAP (logaritmo de la capitalización bursátil de la empresa), LACT (logaritmo del activo total), REC (rentabilidad económica, en tantos por uno), SIC (diversificación de los negocios de la empresa, medida a través del número de códigos Sic distintos en sus dos primeros dígitos), CACT (tasa de crecimiento del activo total de la empresa).

Las estimaciones se han realizado utilizando un sistema de ecuaciones simultáneas, a través de la metodología de Mínimos Cuadrados en Tres Etapas, MC3E. Con ello se pretende analizar las posibles relaciones endógenas entre las variables consideradas. Además, las ecuaciones han sido definidas en primeras diferencias (véase Huergo y Moreno, 2005). Ésto nos permite eliminar la heterogeneidad inobservable que pudieran presentar las distintas empresas de la muestra (puesta de manifiesto por Himmelberg, Hubbad y Palia, 1999, entre otros) que además resultaría susceptible de estar correlacionada con las variables dependientes, circunstancia que sesgaría los coeficientes obtenidos.

Así, se plantea un primer modelo donde se analiza el efecto del riesgo empresarial, del endeudamiento y de la propiedad de los consejeros en la política de dividendos:

$$\Delta DPA_i = \beta_0 + \beta_1 \Delta DEPEND_i + \sum \beta_j \Delta VCT_{ji} + \varepsilon_i \quad (1)$$

donde la expresión *DPA* hace referencia al dividendo pagado por acción. *DEPEND*, incluye simultáneamente el riesgo de la empresa, *DTIP*, el ratio de endeudamiento, *END*, y la propiedad de los consejeros, *PCON*. *VCT* contiene a las variables de control, que en este caso son la rentabilidad económica, *REC*, y el crecimiento del activo de la compañía, *CACT*. La expresión ε_i representa al término del error de estimación. Finalmente, todas las variables han sido definidas en primeras diferencias.

El impacto del riesgo en el pago de dividendos será negativo si, como señalan Kale y Nole (1990), las empresas con elevada variabilidad evitan emitir nuevas acciones debido a los elevados costes de flotación. En cuanto al endeudamiento y a la concentración accionarial, también se espera un coeficiente β negativo si se cumple la afirmación de Jensen (1986) según la cual, la política de dividendos, el endeudamiento y la propiedad de los consejeros pueden ser sustitutivos a la hora de reducir los conflictos de agencia entre propietarios y gestores.

Por último, para las variables de control, Jensen, Solberg y Zorn (1992) predicen una relación positiva entre la rentabilidad económica y el pago de dividendos, mientras que Rozeff (1982) señala que el crecimiento de la compañía debe afectar de forma negativa a dicho pago.

En el segundo modelo incluimos como variable dependiente el riesgo de la empresa, *DTIP*, tal y como muestra siguiente expresión:

$$\Delta DTIP_i = \beta_0 + \beta_1 \Delta DEPEND_i + \sum \beta_j \Delta VCT_{ji} + \varepsilon_i \quad (2)$$

donde *DEPEND* hace referencia al dividendo por acción, *DPA*, al ratio de endeudamiento, *END*, y la propiedad de los consejeros, *PCON*. *VCT* incluye, en esta ocasión, el logaritmo del activo total, *LACT*, y la diversificación de los negocios de la empresa, *SIC*. El resto de las especificaciones son las mismas señaladas para el modelo 1.

El efecto del pago de dividendos en el riesgo será positivo si, como afirma Venkatesh (1989), es una señal informativa que reduce la incertidumbre sobre la marcha futura de la compañía. En lo que al endeudamiento se refiere, cuanto mayor sea éste cabe pensar que el riesgo de la empresa será superior, debido a las mayores probabilidades de no poder hacer frente a los pagos. En cuanto a la propiedad de los consejeros, disminuirá la variabilidad del rendimiento si predomina la aversión al riesgo de los *insiders* sobre la alineación de intereses con los accionistas

externos, que una mayor concentración accionarial conlleva. En caso contrario el signo esperado será positivo.

En lo que a las variables de control se refiere, Chen y Steiner (1999) predicen que tanto el logaritmo del activo de la compañía, como la diversificación de los negocios de la misma tendrán una relación negativa con el riesgo.

En el siguiente modelo, se contempla como variable explicada el ratio de endeudamiento, END:

$$\Delta END_i = \beta_0 + \beta_i \Delta DEPEND_i + \sum \beta_j \Delta VCT_{ji} + \varepsilon_i \quad (3)$$

DEPEND incluye el dividendo por acción, *DPA*, el riesgo de la compañía, *DTIP*, y la propiedad de los consejeros, *PCON*. *VCT* hace referencia al ratio de inmovilizado sobre activo, *INSA* y a la rentabilidad económica, *REC*. El resto de las expresiones coinciden con las comentadas en los modelos anteriores.

Si se cumplen los argumentos de los flujos de caja libres de Jensen (1986), la política de dividendos y la concentración accionarial de los consejeros repercutirán negativamente en el nivel de deuda. En lo relativo al riesgo, y en función de los argumentos de Ravid (1988), aquellas compañías con mayor variabilidad en el rendimiento, tendrán menos preferencia por el uso de la deuda. Por tanto, es de esperar que se derive un signo negativo en esta relación.

La influencia de variable *INSA* sobre el endeudamiento será positiva en función de los argumentos expresados por Scott (1976), mientras que la repercusión de la rentabilidad económica se espera negativa, tal y como señalan Myers y Majluf (1984).

En el último de los modelos, se contempla como variable independiente la propiedad de los consejeros, *PCON*. La igualdad propuesta es la siguiente:

$$\Delta PCON_i = \beta_0 + \beta_i \Delta DEPEND_i + \sum \beta_j \Delta VCT_{ji} + \varepsilon_i \quad (4)$$

donde *DEPEND* hace referencia al dividendo por acción, *DPA*, al riesgo de la compañía, *DTIP*, y al ratio de endeudamiento, *END*. *VCT* incluye las variables de control, concretamente la propiedad de los inversores institucionales, *INS*, la participación en el capital de aquellos propietarios con un porcentaje de acciones significativo, *SPS*, y la capitalización bursátil de la compañía, *LCAP*.

El efecto esperado de las políticas de dividendos y endeudamiento sobre la propiedad de los consejeros será negativo, en el caso de que sean sustitutivas a la hora de reducir los conflictos de agencia entre propietarios y gestores. En cuanto al riesgo, se espera una repercusión positiva si en aquellas compañías con mayor variabilidad en el rendimiento, se hace más necesaria la concentración accionarial de los miembros del consejo para reducir los conflictos de agencia. Sin embargo, para que se dé esta circunstancia los *insiders* deben superar la reticencia a alcanzar una participación significativa en empresas con elevado riesgo.

Tal y como consideran Brickley, Lease y Smith (1988), Pound (1988) y McConnell y Servaes (1990), si los grupos institucionales realizan un control efectivo de la labor directiva, cabe esperar una relación negativa entre el porcentaje de acciones que poseen estos inversores y la propiedad de los consejeros. De igual forma, y de acuerdo con los argumentos de Shleifer y Vishny (1986) es de suponer un efecto negativo de la propiedad de los accionistas con participaciones significativas y la participación accionarial de los miembros del consejo de administración. Finalmente, Demsetz y Lehn (1985) argumentan que las sociedades con una mayor capitalización bursátil pueden presentar un menor porcentaje de acciones en manos de sus consejeros.

5. RESULTADOS

La estimación de los modelos del 1 al 4, utilizando la metodología de Mínimos Cuadrados en Tres Etapas, se muestra en los cuadros del 2 al 5, respectivamente.

Los resultados relativos al cuadro 2 muestran, en primer lugar, una repercusión negativa y significativa del riesgo de la compañía, DTIP, en el pago de dividendos, DPA. Por tanto, parece que los mayores costes de flotación para las nuevas emisiones de acciones que pueden tener aquellas empresas con un riesgo más elevado, desincentiven el pago de dividendos. Jensen, Solberg y Zorn (1992) obtienen una repercusión negativa y no significativa, dependiendo del periodo de tiempo analizado.

Sin embargo, no se obtienen relaciones significativas, cuando se contrasta la influencia de la propiedad de los consejeros en el pago de dividendos, DPA. Concretamente, se observa un signo positivo y no significativo. Este resultado se puede derivar de dos relaciones contrarias. Por un lado, el efecto sustitución de ambas variables a la hora de reducir los conflictos de agencia. Por otro, la posible preferencia de los gestores sobre el pago de dividendos, en detrimento de las ganancias de capital.

Cuadro 2.
REGRESIÓN MC3E RELATIVA AL EFECTO DEL RIESGO EMPRESARIAL, DTIP LA PROPIEDAD DE LOS CONSEJEROS, PCON Y DEL ENDEUDAMIENTO, END, EN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS, DPA

Variable	Coefficiente	t-value	p-value
Constante	-0,019	-0,33	0,745
DTIP	-73,587	-6,44	0,000
PCON	2,400	1,33	0,183
END	-0,949	-2,64	0,008
REC	1,074	2,13	0,033
CACT	-0,428	-0,48	0,634
Chi2	115,46***		

En tercer lugar, se observa que el endeudamiento, END, restringe el pago de dividendos, DPA. La razón puede estar en el hecho de que las políticas de dividendos y endeudamiento, sean mecanismos sustitutivos a la hora de reducir los flujos de caja libres en manos de los *insiders*. Además, es posible que las compañías más endeudadas tengan más dificultad a la hora de financiarse con recursos ajenos, por lo que tendrán una mayor necesidad de acudir a la autofinanciación. Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) obtienen resultados similares para los mercados estadounidense y nipón, respectivamente.

Por último, tal y como predice Jensen, Solberg y Zorn (1992), la rentabilidad económica ejerce un efecto positivo en la política de dividendos. Sin embargo, el crecimiento del activo presenta el signo negativo esperado pero resulta no significativo.

En el cuadro 3, se muestran los resultados del modelo que presenta el riesgo de la compañía, DTIP, como variable dependiente. En él se puede observar una repercusión negativa de la política de dividendos en la variabilidad del rendimiento de las acciones. Por tanto, parece que el desembolso de dividendos se considera una señal informativa sobre la marcha de la empresa que reduce la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de sus acciones. Este efecto es similar al obtenido por Venkatesh (1989) y Chen y Steiner (1999).

Cuadro 3.
REGRESIÓN MC3E RELATIVA AL EFECTO DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS,
DPA, DE LA PROPIEDAD DE LOS CONSEJEROS, PCON Y DEL ENDEUDAMIENTO,
END, EN RIESGO EMPRESARIAL, DTIP

Variable	Coefficiente	t-value	p-value
Constante	-0,001	-0,43	0,666
DPA	-0,009	-60,4	0,000
PCON	0,019	13,37	0,000
END	-0,006	-1,45	0,146
LACT	-0,001	-2,11	0,035
SIC	0,001	0,99	0,322
Chi2	224,40***		

En cuanto a la propiedad de los consejeros, PCON, se obtiene un efecto positivo y significativo. Así, es posible que dicha propiedad incremente el riesgo debido a la mayor alineación de intereses con los propietarios externos. Chen y Steiner (1999) presentan resultados similares en el mercado norteamericano.

Sin embargo, se muestra una repercusión no significativa del porcentaje de deuda sobre activo, END, en la desviación típica del rendimiento de las acciones, DTIP. Este resultado puede justificarse por la posible compensación de dos efectos contrarios. Por un lado, el mayor endeudamiento incrementa la probabilidad de impago y por tanto el riesgo. Por otro, dicho endeudamiento puede implicar un mayor control por parte de los acreedores sobre la labor directiva y por tanto, un menor riesgo para los accionistas externos. Chen y Steiner (1999) tampoco obtienen un signo significativo en esta relación.

Las variables de control, ponen de manifiesto el signo negativo y significativo esperado para el logaritmo del activo, LACT, ya que aquellas empresas de mayor tamaño suelen presentar un riesgo inferior. Chen y Steiner (1999) obtienen el mismo signo pero en su estudio no resulta significativo. En cuanto a la diversificación de los negocios de la compañía, SIC, no se obtiene una relación significativa al contrario que en el trabajo de Chen y Steiner (1999), donde la influencia resulta negativa.

En el cuadro 4 se muestra la repercusión de la política de dividendos, del riesgo y de la propiedad de los consejeros en el ratio de endeudamiento. Respecto al pago de dividendos, se observa un coeficiente negativo y altamente significativo. Así, cabe pensar que las políticas de dividendos y endeudamiento son sustitutivas a la hora de reducir los flujos libres de caja a disposición de los *insiders* y por tanto, los conflictos de agencia entre éstos y los propietarios externos. La evidencia obtenida coincide con la aportada por los diversos estudios previos (Jensen, Solberg y Zorn, 1992; Chen y Steiner, 1999; y Meric, Kyj, Meric y Lacke, 2002).

Sin embargo, se observa una relación positiva entre la concentración accionarial de los consejeros, PCON, y el nivel de deuda, END. Así, es posible que los *insiders* prefieran un mayor endeudamiento para evitar que se diluya su propiedad en la empresa. Este resultado esta en consonancia con los argumentos aportados por Leland y Pyle (1977) y Kim y Sorenson (1986).

En cuanto al riesgo empresarial, DTIP, parece que aquellas empresas con un mayor variabilidad en los rendimientos presentan más dificultades a la hora de alcanzar un elevado ratio de endeudamiento, tal y como muestra el signo negativo y significativo encontrado. A similares conclusiones llegan los trabajos de Jensen, Solberg y Zorn (1992); Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002).

Cuadro 4.
REGRESIÓN MC3E RELATIVA AL EFECTO DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS, DPA, DE LA PROPIEDAD DE LOS CONSEJEROS, PCON Y DEL RIESGO EMPRESARIAL, DTIP, EN EL ENDEUDAMIENTO, END.

Variable	Coeficiente	t-value	p-value
Constante	-0,014	-0,47	0,640
DPA	-0,697	-6,04	0,000
PCON	0,841	7,65	0,000
DTIP	-53,361	-6,57	0,000
INSA	-0,174	-2,41	0,016
REC	0,677	1,87	0,062
Chi2	78,12***		

Finalmente, las variables de control, INSA y REC presentan unos signos negativo y positivo respectivamente. Así, es posible que las empresas con mayor inmovilizado tengan acceso a más fuentes de financiación alternativas. Además, las compañías más rentables quizás precisen más deuda para alinear los intereses de directivos y gestores y eliminar la discrecionalidad de los flujos libres de caja.

Por último, en el cuadro 5 se muestra la repercusión de las políticas de dividendos y endeudamiento, así como del riesgo empresarial en la participación accionarial de los miembros del consejo de administración. Los resultados ponen de manifiesto un efecto positivo de las tres variables independientes en dicha propiedad de los consejeros.

Así, parece que aquellas empresas que realizan un mayor pago de dividendos, incentiva a los consejeros a la hora de obtener una participación significativa en el capital de la sociedad. Jensen, Solberg y Zorn (1992) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) encuentran una relación no significativa, mientras que Chen y Steiner (1999) la obtienen negativa.

En cuanto al efecto del riesgo empresarial, se cumple la hipótesis de Demsetz (1983) y Demsetz y Lehn (1985) según la cual, en compañías con una mayor variabilidad de sus rendimientos, y por tanto con unos mayores conflictos de agencia, se hace más necesaria la propiedad de los *insiders* para aunar los intereses entre propietarios y gestores.⁶ En el mercado español, Crespi (1998) obtiene una influencia positiva del riesgo en la concentración accionarial.

Por otro lado, las empresas con más facilidad de acceso a deuda necesitan recurrir en menor medida a las ampliaciones de capital, por lo que los *insiders* tienen menos dificultades para mantener una participación significativa en la compañía. De ahí puede derivarse el efecto positivo del endeudamiento en la propiedad de los consejeros. Jensen, Solberg y Zorn (1992) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) no encuentran relaciones significativas para estas variables.

En lo relativo a las variables de control, se obtiene que la propiedad de los grupos institucionales, INS, no se encuentra significativamente relacionada con la participación de los consejeros. Esta evidencia se sitúa en la línea de aquellos argumentos que afirman que estos inversores no realizan un control efectivo de la labor directiva, tal y como muestran Cronqvist and Nilsson (2000). Por contra, Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) obtienen un valor negativo y significativo para esta variable. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el peso de los inversores institucionales en el mercado español, aunque ha ido ganando peso con el tiempo, es nimio en relación a las cifras que presentan los mercados norteamericano y japonés.

⁶ Adicionalmente, de acuerdo con el trabajo de Chen y Steiner (1999), se analizó la posibilidad de la existencia de una repercusión no lineal del riesgo empresarial en la propiedad de los consejeros. Sin embargo, no se obtuvo evidencia de dicha relación. Los resultados no se muestran por motivos de síntesis.

Cuadro 5.
REGRESIÓN MC3E RELATIVA AL EFECTO DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS, DPA, DEL RIESGO EMPRESARIAL, DTIP Y DEL ENDEUDAMIENTO, END, EN LA PROPIEDAD DE LOS CONSEJEROS, PCON.

Variable	Coefficiente	t-value	p-value
Constante	0,011	0,39	0,694
DPA	0,382	4,15	0,000
DTIP	45,374	7,83	0,000
END	0,378	2,13	0,034
INS	-0,001	-0,20	0,841
SPS	0,075	1,52	0,128
LCAP	0,038	1,81	0,070
Chi2	85,07***		

Para la propiedad de aquellos accionistas que poseen un 5% o más del capital de la empresa, SPS, se observa una relación positiva pero no significativa. En cuanto al logaritmo de la capitalización bursátil de la compañía, LCAP, se obtiene un signo positivo y significativo, aunque sólo al 10%. Es posible, que en las empresas de mayor capitalización, los consejeros se vean más incentivados a obtener una participación significativa en la compañía, ya que pueden acceder al control de la misma con una mayor facilidad. Además, las acciones de dichas firmas gozarán de una mayor liquidez de mercado.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo se estudia la relación entre el riesgo empresarial, la propiedad de los consejeros y las políticas de endeudamiento y dividendos. Que tengamos conocimiento, la mayoría de los estudios previos se centran en el mercado anglosajón. Éste se caracteriza por tener una menor concentración accionarial, mayor protección del inversor y una mayor presencia de los mecanismos externos de control. Al contrario que estos trabajos, se formulan las distintas ecuaciones en primeras diferencias, lo que permite eliminar la heterogeneidad inobservable que las empresas de la muestra pueden presentar. En el caso de que dicha heterogeneidad se encuentre relacionada con las variables independientes, sesgaría los resultados obtenidos. Además, se emplea

la estimación por Mínimos Cuadrados en Tres Etapas, que permite controlar la endogeneidad de las variables empleadas, realizándose las estimaciones simultáneamente.

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto, en primer lugar, que el riesgo es inferior en compañías que presentan un mayor pago de dividendos, posiblemente debido al contenido informativo de estos últimos. Igualmente, se observa que dicho pago afecta de forma negativa al endeudamiento, ya que las empresas que retienen más beneficios necesitan apelar en menor cuantía a los recursos ajenos. Por otro lado, se halla una influencia positiva cuando la variable dependiente es la propiedad de los consejeros.

Además, se observa que el riesgo de la compañía determina negativamente la política de dividendos. Por tanto, parece que aquellas empresas con mayor variabilidad pagan una inferior cuantía de dividendos. Igualmente, parece que el riesgo influye de forma negativa en el endeudamiento ya que, posiblemente, en sociedades con mayor variabilidad en el rendimiento es más probable que se produzca impago. Finalmente, en cuanto a la influencia del riesgo, se obtiene que éste determina de forma positiva la propiedad de los consejeros, quizás porque dicha propiedad se puede hacer más necesaria a la hora de reducir los conflictos de agencia entre propietarios externos e *insiders*, en aquellas compañías con mayor incertidumbre.

En relación al impacto de la política de endeudamiento, no se obtiene evidencia de que influya en el riesgo empresarial. Esta repercusión se puede justificar por dos efectos contrarios, por un lado, un endeudamiento elevado incrementa la probabilidad de impago. Por otro, reduce el riesgo de los accionistas externos, al ejercer los acreedores de las sociedades más endeudadas un mayor control de los *insiders*. Sí que se obtiene una influencia significativa y negativa, cuando se analiza la relación entre el endeudamiento y el pago de dividendos, por tanto, parece que ambas políticas son sustitutivas a la hora de reducir los conflictos de agencia en la empresa. En relación a la propiedad de los consejeros, un alto ratio de endeudamiento facilita a los consejeros mantener una participación significativa en la compañía.

Por último, la propiedad de los consejeros no influye significativamente en el pago de dividendos. Este resultado se puede derivar, de nuevo, de dos relaciones contrarias. Por un lado, el efecto sustitución de ambas variables a la hora de reducir los conflictos de agencia. Por otro, la posible preferencia de los gestores sobre el pago de dividendos, en detrimento de las ganancias de capital. Sí se obtienen relaciones positivas y significativas cuando las variables dependientes son el riesgo empresarial y el endeudamiento. Por tanto, es posible que una mayor propiedad de los consejeros en la empresa alinee los intereses de éstos y de los propietarios externos. En cuanto al endeudamiento, es probable que los consejeros propietarios incrementen la deuda para evitar que se diluya su propiedad con nuevas emisiones de acciones

Anexo 1.
DEFINICIÓN DE VARIABLES

Variable	Definición
DPA	Dividendo por acción
DTIP	Desviación típica del rendimiento diario de los precios corregidos de las acciones de la empresa
END	Deuda total sobre activo total
PCON	Propiedad accionarial de los miembros del consejo de administración de la empresa
INS	Participación de inversores institucionales en el capital social de la empresa,
SPS	Suma de las participaciones de los accionistas que poseen un 5% o más en el capital de la empresa
INSA	Inmovilizado sobre activo total
LCAP	Logaritmo de la capitalización bursátil de la empresa
LACT	Logaritmo del activo total de la empresa
REC	Rentabilidad económica, calculada como beneficio de explotación entre activo total
SIC	Diversificación de la actividad de la empresa, medida por el número de negocios distintos teniendo en cuenta los dos primeros dígitos del código SIC
CACT	Tasa de crecimiento del activo total de la empresa

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R. B.; Almeida, H. y D. Ferreira (2005): "Powerful CEOs and their impact on corporate performance", *Review of Financial Studies*, pendiente de publicación.
- Amihud, Y. y B. Lev (1981): "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, vol. 12, pp. 605-617.
- Bathala, C. T.; Moon, K. P. y R. P. Rao (1994): "Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holding: an agency perspective", *Financial Management*, vol. 23, pp. 38-50.
- Baxter, N. (1967): "Leverage, risk of ruin, and the cost of capital", *Journal of Finance*, vol. 22, pp. 395-403.
- Brickley, J.; Lease, R. C. y C. W. Smith (1988): "Ownership structure and voting on antitakeover amendments", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 267-291.
- Chang, R. P. y S. G. Rhee (1990): "The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions", *Financial Management*, vol. 19, pp. 21-31.
- Chen, C. R. y T. L. Steiner (1999): "Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy", *Financial Review*, vol. 34, pp. 119-136.
- Chen, C. R.; Steiner, T. L. y A. M. Whyte (1998): "Risk-taking behaviour and managerial ownership in depository institutions", *Journal of Financial Research*, vol. 19, pp. 1-16.
- Crespí Cladera, R. (1998): "Determinants of Ownership Structure: A Panel Data Approach to the Spanish Case", *Social Science Research Network (SSRN) Working Papers*, Nueva York.
- Cronqvist, H. y M. Nilsson (2003): "Agency cost of controlling minority shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, pp. 695-719.
- Crutchley, C. y R. S. Hansen (1989): "A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends", *Financial Management*, vol. 18, pp. 36-46.
- De Andrés Alonso, P.; López Iturriaga, F. J. y J. A. Rodríguez Sanz (2002): "Financial decisions and growth opportunities: A Spanish firms panel data analysis", *European Financial Management Association (EFMA) Meeting*, Londres.
- Demsetz, H. (1983): "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 375-390.
- Demsetz, H. y K. Lehn (1985): "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155-1177.
- Ferri, M. y W. Jones (1979): "Determinants of financial structure: A new methodological approach", *Journal of Finance*, vol. 34, pp. 631-644.
- Flath, D. y C. R. Knoeber (1980): "Taxes, failure cost, and optimal industry capital structure: An empirical test", *Journal of Finance*, vol. 35, pp. 99-117.

- Fernández, A. I.; Gómez Ansón, S. y C. Fernández Méndez (1998): “El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español”, *Investigaciones Económicas*, Vol. 22, pp. 501-516.
- Friend, I. y J. Hasbrouck (1987): “Determinants of capital structure”, en Chen, A., ed., *Research in Finance*, Greenwich, CT, JAI Press.
- Friend, I. y L. H. P. Lang (1988): “An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure”, *Journal of Finance*, vol. 43, pp. 271-282.
- Galai, D. y R. W. Masulis (1976): “The option pricing model and the risk factor of stock”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 53-81.
- Gerke, W.; Bank, M. y M. Steiger (2003): “The changing role of institutional investors – A German perspective”, en Hopt, K. J. y E. Wymeersch (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, 357-385. New York: Oxford University Press.
- Gutiérrez Urtiaga, M. y J. A. Tribó Giné (2004): “Private benefits extraction in closely-held corporations: The case for multiple large shareholders”, *Social Science Research Network (SSRN) Working Papers*, Nueva York.
- Himmelberg, C. P.; Hubbad, R. G. y D. Palia (1999): “Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 353-384.
- Huergo, E. y L. Moreno (2005): “La productividad en la industria española: Evidencia macroeconómica”, *Economic Working Papers*, ewp-io/0504001.
- Holder, M. E.; Langrehr, F. W. y J. L. Hexter (1998): “Dividend policy determinants: An investigation of the influences of stakeholder theory”, *Financial Management*, vol. 27, pp. 73-82.
- Holderness, C. G. y D. P. Sheehand (1988): “the role of majority shareholders in publicly held corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 317-346.
- Jensen, M. C. (1986): “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover”, *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. y W. H. Meckling (1976): “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, G. R.; Solberg, D. P. y T. S. Zorn (1992): “Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, pp. 247-263.
- Kale, J. R. y T. H. Nole (1990): “Dividends, uncertainty, and underwriter costs under asymmetric information”, *Journal of Financial Research*, vol. 13, pp. 265-277.
- Kester, W. C. (1986): “Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations”, *Financial Management*, vol. 15, pp. 5-16.
- Kim, W. S. y E. H. Sorenson (1986): “Evidence on the impact of the agency cost of debt on corporate debt policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, pp. 131-144.

- Koch, P. D. y C. Shenoy (1999): "The information content of dividend and capital structure policies", *Financial Management*, vol. 28, pp. 16-35.
- Leland, H. E. y E. H. Pyle (1977): "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 371-388.
- Long, M. S. e I. B. Malitz (1985): "Investment patterns and financial leverage", en Friedman, B. M., ed., *Corporate capital structures in the United States*, Chicago, IL, The University of Chicago Press.
- May, D. O. (1995): "Do managerial motives influence firm risk reduction strategies? *Journal of Finance*, vol. 50, pp. 1291-1308.
- McConnell, J. J. y H. Servaes (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 595-612.
- Meric, G.; Kyj, L.; Meric, I. y C. Lacke (2002): "Simultaneous determination of capital structure, dividend policy, and insiders ownership in Japanese corporations", Financial Management Association (FMA) International Congress, Copenhagen.
- Moh'd, M. A.; Perry, L. G. y J. N. Rimbey (1988): "The impact of ownership structure on corporate debt policy: A time-series cross-sectional analysis", *Financial Review*, vol. 33, pp. 85-98.
- Morck, R.; Shleifer, A. y R. W. Vishny (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, pp. 897-88.
- Mudambi, R. y C. Nicosia (1998): "Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry", *Applied Financial Economics*, Vol. 8, pp. 175-80.
- Myers, S. C. y N. S. Majluf (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 187-221.
- Norton, E. (1991): "Factors affecting capital structure decisions", *Financial Review*, vol. 26, pp. 431-446.
- Peasnell, K.; Pope, P. y S. Young (2003): "Managerial equity ownership and the demand for outside directors", *European Financial Management*, Vol. 9, pp. 231-250.
- Pound, J. (1988): "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 237-265.
- Ravid, S. A. (1988): "On interactions of production and financial decisions", *Financial Management*, vol. 17, pp. 87-99.
- Rozeff, M. S. (1982): "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios", *Journal of Financial Research*, vol. 5, pp. 249-259.
- Saunders, A.; Strock, F. y N. Travlos (1990): "Ownership structure, deregulation, and bank risk-taking", *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 643-654.
- Scott, J. H. (1976): "A theory of optimal capital structure", *Bell Journal of Economics*, vol. 7, pp. 33-53.
- Shleifer, A. y R. W. Vishny (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-488.

- Tejerina Gaite, F. y J. M. Fortuna Lindo (2001): “El consejo de administración y las entidades de crédito en el gobierno de la empresa”, *XI Congreso Nacional de la Asociación Científica de Economía y Dirección de Empresa (ACEDE)*, Zaragoza.
- Titman, S. y R. Wessels (1988): “The determinants of capital structure choice”, *Journal of Finance*, vol. 43, pp. 1-19.
- Treynor, J. y F. Black (1976): *Corporate investment decisions*, Modern Developments in Financial Management. Praeger, Nueva York.
- Venkatesh, P. (1989): “The impact of dividend initiation on the information content of earnings announcements and return volatility”, *Journal of Business*, vol. 62, pp. 175-198.
- Wiblin, M. y L. A. Woo (1999): “Are all agency resolution mechanisms performance enhancing”, *6th Multinational Finance Society Congress*, Toronto.