

POLÍTICA DE DIVIDENDOS, RIESGO, ENDEUDAMIENTO Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Un análisis para el mercado español*

*Antonio Mínguez Vera***

RESUMEN

Este artículo 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 endeudamiento y aumenta la propiedad de los consejeros. En segundo lugar, se obtiene que dicho riesgo repercute de manera 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, tienen un riesgo menor y presentan mayor propiedad por parte de los consejeros. Por último, se observa que la citada propiedad incrementa el riesgo, el endeudamiento y el pago de dividendos de la sociedad.

ABSTRACT

This paper analyzes the relationship between the dividend and debt policies, firm risk and the directors' ownership. Firstly, 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, they show a lower risk level and they present a bigger ownership. Finally, it is observed that the mentioned ownership increases the risk, dividend payments and the indebtedness.

* *Palabras clave:* dividendos, riesgo, endeudamiento, concentración accionaria. *Clasificación JEL:* G30, G32. Artículo recibido el 9 de mayo y aceptado el 22 de noviembre de 2006.

** Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias de la Empresa, Universidad Politécnica de Cartagena, España (correo electrónico: antonio.minguez@upct.es).

INTRODUCCIÓN

El estudio de las políticas de dividendos y endeudamiento, del riesgo empresarial y de la estructura de propiedad, en relación con las características de la compañía, han sido profusamente tratadas en la bibliografía científica. No obstante, la mayoría de los estudios anteriores analiza los determinantes de todas estas variables de manera independiente. Ejemplos se encuentran 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 accionaria 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 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 She-noy (1999), y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002).

El presente artículo se enmarca dentro del reducido grupo de estudios que analizan, de manera conjunta, la relación entre la política de dividendos, el endeudamiento, la propiedad de los consejeros y el riesgo empresarial. Además, se centra en un contexto, como es el español, diferente del mercado anglosajón donde se enmarca la mayoría de los estudios empíricos anteriores. No se tiene conocimiento de ningún trabajo que realice un estudio de las cuatro variables expuestas de modo simultáneo 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 em-

¹ Directivos y miembros del consejo de administración.

presas, circunstancia que, de no ser tenida 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 la proporción de endeudamiento, mientras que la repercusión en la propiedad de los consejeros resulta positiva. En segundo lugar, se observa que el riesgo empresarial afecta de manera negativa el pago de dividendos y el endeudamiento y positiva el porcentaje de acciones que poseen los miembros del consejo de administración. En tercer lugar, se obtiene un efecto negativo de la proporción de endeudamiento en el pago de dividendos y en el riesgo, y uno positivo en la propiedad de los consejeros. Por último, se muestra que la propiedad de los consejeros influye positivamente en la variabilidad del rendimiento de la empresa, en el pago de dividendos y en la proporción de endeudamiento.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente manera. En la sección I se expone los fundamentos teóricos y la evidencia empírica anterior. En la sección II se describe la muestra y las variables utilizadas en el estudio. En la sección III se comenta la metodología empleada y se plantea las hipótesis. En la IV se muestra los resultados obtenidos. Finalmente, se presenta las conclusiones.

I. FUNDAMENTOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA EMPÍRICA ANTERIOR

La relación entre la política de dividendos, el endeudamiento y la propiedad de los *insiders* se puede explicar por medio de la hipótesis de los flujos libres de caja proveniente de la teoría de la agencia. Así, según Jensen (1986), mayores pagos de dividendos, deuda y participación accionaria 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 alto 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 en

que los consejeros y directivos posean una mayor propiedad, se produzca una expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios mediante el 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 endeudamiento, Friend y Lang (1988) afirman que los consejeros y directivos con una gran participación en la compañía procurarán establecer bajo endeudamiento, ya que éste aumenta los costos de quiebra y, por tanto, el riesgo de los gestores.

Sin embargo, también existe una serie de argumentos que explica algunas relaciones contrarias a las aportadas por las teorías anteriores. Así por ejemplo, un gran 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 por medio 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 accionaria.

Kim y Sorenson (1986) proponen dos hipótesis a la hora de explicar el efecto de la propiedad de los *insiders* en el endeudamiento, diferentes de la proveniente de los flujos libres de caja. En la primera de ellas, hipótesis de demanda, afirman que en las sociedades en las que 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 los *insiders* presentan unos inferiores costos de agencia de endeudamiento, lo que incrementa 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.

La teoría que relaciona el riesgo con las otras tres variables estudiadas también resulta diversa. Así, la relación entre la política de dividendos y 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.

Kale y Nole (1990) establecen un modelo en el que 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 costos de flotación a la hora de emitir nuevas acciones. Por tanto, preferirán pagar un menor dividendo, evitando las citadas emisiones de acciones a cambio de una mayor retención de ganancias. Por otro lado, Ravid (1988) afirma que un alto riesgo desincentiva la preferencia de la empresa por la deuda, ya que aumenta la probabilidad de incumplimiento en el pago. De la misma manera, las entidades de crédito pueden ser más reacias a prestar dinero a compañías con una alta variabilidad en el rendimiento.

La influencia del endeudamiento en el riesgo ha sido abundantemente abordada en la bibliografía científica. Así, las empresas más endeudadas tienen mayor probabilidad de no hacer frente a los pagos en su vencimiento y por tanto presentan un mayor riesgo para el inversionista. Por otro lado, también es posible que este tipo de sociedades tenga un mayor control por parte de los acreedores en la labor directiva, y de esta manera presente un menor riesgo para los propietarios externos.

En cuanto a la influencia del riesgo en 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, es más necesario el uso de la concentración accionaria 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 alto riesgo también puede desincentivar a los *insiders* a alcanzar una participación grande en la compañía, ya que una alta variabilidad en el rendimiento puede repercutir de manera significativa en su riqueza personal. Otros autores, como Chen y Steiner (1999), predicen una repercusión no lineal de manera que, con riesgo bajo, dominaría un efecto positivo basado en la reducción de los conflictos de agencia entre accionistas

CUADRO 1. *Evidencia empírica anterior*

<i>Variable independiente</i>	<i>Variable dependiente</i>	<i>Trabajos anteriores</i>	<i>Signo</i>
Política de divididos	Riesgo	Venkatesh (1989). Chen y Steiner (1999)	Negativo
	Endeudamiento	Jensen, Solberg y Zorn (1992), Chen y Steiner (1999), Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)	Negativo
	Propiedad de los <i>insiders</i>	Chen y Steiner (1999)	Negativo
Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)		No significativo	
Riesgo	Política de divididos	Chen y Steiner (1999), Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)	Negativo
	Endeudamiento	Baxter (1967), Long y Malitz (1985), Friend y Lang (1988), Crutchley y Hansen (1989), Bathala, Moon y Rao (1994), Chen y Steiner (1999), Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)	Negativo
		Kin y Sorenson (1986)	Positivo
		Ferri y Jones (1979), Flath y Knoeber (1980), Kester (1986)	No significativo
		Jensen, Solberg y Zorn (1992)	Negativo o no significativo
		Jensen, Solberg y Zorn (1992)	No significativo
	Propiedad de los <i>insiders</i>	Chen y Steiner (1999)	No Lineal
		Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)	Negativo
Endeudamiento	Política de divididos	Chen y Steiner (1999), Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)	Negativo
		Jensen, Solberg y Zorn (1992)	Negativo o no significativo
	Riesgo	Chen y Steiner (1999)	No significativo
		Adams, Almeida y Ferreira (2005)	Positivo, negativo o no significativo
	Propiedad de los <i>insiders</i>	Jensen, Solberg y Zorn (1992), Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)	No significativo
		Chen y Steiner (1999)	Negativo
Propiedad de los <i>insiders</i>	Política de divididos	Rozeff (1982), Chen y Steiner (1999), Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)	Negativo
	Riesgo	Saunders, Strock y Travlos (1990), Chen y Steiner (1999)	Positivo
		Ameihud y Lev (1981), May (1995), Chen, Steiner y Whyte (1998)	Negativo
		Adams, Almeida y Ferreira (2005)	No significativo y significativo
	Endeudamiento	Kim y Sorenson (1986)	Positivo
		Friend y Hasbrouck (1987), Fiend y Lang (1988), Chen y Steiner (1999)	Negativo
		Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002)	

externos e *insiders*. Sin embargo, cuando el grado de variabilidad en el rendimiento es alto predomina el efecto contrario.

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 llevarlos 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 manera, es más posible que la estrategia propuesta o aplicada por un gestor con un gran 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 menor 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.

En cuanto a la evidencia empírica relacionada con las cuatro variables objeto de este estudio, resulta abundante. Por ello, y para facilitar su lectura, se ha incluido de manera esquemática en el cuadro 1. Como podemos observar, no existe unanimidad en cuanto a los resultados obtenidos. Sin embargo, sí se puede afirmar que existe una relación predominantemente negativa entre las diversas variables analizadas. Esta circunstancia puede deberse a que éstas sean sustitutivas a la hora de reducir los conflictos de agencia que se producen en el seno de la empresa.

La mayoría de la evidencia previa se encuentra enmarcada en un contexto anglosajón (*common law*), diferente al denominado *civil law*, en el cual se incluye el mercado español. Por ello, resulta interesante comprobar si las relaciones obtenidas en la citada evidencia coinciden con las que se presentan en este estudio. Las diferencias entre ambos sistemas radican en cuatro puntos fundamentales. Los países encuadrados en el sistema anglosajón suelen tener una es-

estructura de propiedad más dispersa, una mayor participación en el accionariado de los inversionistas institucionales, una mayor protección del inversionista y un mayor peso relativo en los mecanismos de control externos.²

En el cuadro 2 se realiza una comparación de diversos países situados en ambos sistemas por medio de la dispersión del accionariado y de la propiedad que los inversionistas institucionales poseen en la compañía. De este modo, el sistema anglosajón estaría representado primordialmente por los mercados británico y estadounidense. Como se puede observar en la primera columna de datos, los Estados Unidos y el Reino Unido presentan una estructura de propiedad muy dispersa, por lo que los mecanismos de control externo cobran gran importancia a la hora de reducir los conflictos de agencia. Por lo contrario, la concentración accionaria en España resulta muy alta, incluso en comparación con los estados de su entorno (Alemania y Francia, máximos representantes del *civil law*).

En la última columna del citado cuadro 2 se pone de manifiesto una alta presencia de los inversionistas institucionales en los Estados Unidos y el Reino Unido. Sin embargo, para Alemania y Japón los porcentajes decrecen de manera evidente. Por último, se observa una baja participación en Francia y en España, donde apenas llega a 6%. Esta evidencia puede estar relacionada con el grado de desarrollo de los mercados secundarios de capitales y es posible que

CUADRO 2. *Comparación de la estructura de propiedad por países*

(Porcentaje)

<i>País</i>	<i>Concentración de la propiedad</i>	<i>Propiedad de las instituciones</i>
Francia	36.5 ^a	8.0 ^b
Alemania	36.8 ^a	30.3 ^b
Japón	25.1 ^a	35.8 ^b
España	47.2 ^c	6.2 ^c
Reino Unido	24.5 ^a	50.1 ^b
Estados Unidos	20.5 ^a	44.5 ^b

^a La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1999) para los años 1995, 1996 y 1997.

^b Gerke, Bank y Steiger (2003) para 1995.

^c Datos obtenidos por el autor para los años 1995 a 2000.

² Véase un mayor detalle de ambos sistemas en La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (2002).

influya en el gobierno corporativo y en la relación entre las variables estudiadas, ya que este tipo de inversionistas desempeñan un importante papel a la hora de ejercer la labor supervisora de los *insiders* (Diamond, 1984).

II. 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 periodo de enero de 1995 a diciembre de 2000, lo que implica 65 observaciones anuales y 390 totales.

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 accionaria 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 los accionistas que poseen 5% o múltiplos del capital social. Esta base de datos también nos permite identificar la naturaleza del accionista principal.

Igualmente a la CNMV, se utilizó el registro de consejeros, con 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, su antigüedad en el cargo y el tamaño del consejo de administración. La identidad del presidente y de los ejecutivos principales (CEO) se obtuvieron de las bases de datos Dicodi, Duns, Nueva Empresa y Who's Who in Spain, así como del citado registro de consejeros de la CNMV. Los datos contables de las empresas fueron obtenidos de la base de datos SABI.³ 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 considera 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 presenta como la desviación propia de los rendimientos dia-

³ Sistema de Análisis de Balances Ibéricos, elaborado por Bureau Van Dijk.

rios de los precios corregidos de las acciones. La proporción de endeudamiento (*END*) se elabora 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 calcula 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 considera, como variables de control, la antigüedad relativa de los consejeros en su cargo, *ACON*, obtenida como la media de la permanencia de los consejeros en su puesto de trabajo, dividido por la antigüedad total de la compañía; el logaritmo del tamaño del consejo de administración, *LNCON*, una variable ficticia (*dummy*) indicativa de la coincidencia de los cargos de CEO⁴ y presidente del consejo de administración en una misma persona, *CEOPRE*; el porcentaje de propiedad directa e indirecta, que poseen los inversionistas con participaciones significativas considerados como institucionales, *INS*.⁵ Igualmente, se calcula la suma de la participación en el capital de la empresa de los accionistas que poseen un porcentaje igual o mayor a 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*; la tasa de crecimiento anual del activo total, *CACT*; la *Q* de Tobin, obtenida como el valor de mercado de los activos de la empresa entre el valor contable de los mismos. Esta última variable representa una medida de rendimiento y de oportunidades de crecimiento. Finalmente, se incluye la variabilidad de los precios de las acciones de la compañía, *VAPRE*.^{6, 7}

⁴ *Chief Executive Officer* o Director General de la compañía.

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

⁶ El resumen y la descripción de las variables también se incluyen en el apéndice 1.

⁷ La selección de las variables de control se ha realizado a partir de diversos trabajos anteriores, 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 se presenta los estadísticos descriptivos de las variables. El dividendo por acción, *DPA*, tiene una media de 0.49 euros, mientras que la desviación propia 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 estadounidense. La proporción de endeudamiento se sitúa, por término medio, en 39% aproximadamente. Peasnell, Pope y Young (2003) obtienen un valor medio de 52% para esta variable, mientras que Tejerina y Fortuna (2001) y De Andrés, López y Rodríguez (2002), hallan una media de 50 y de 45%, respectivamente, en el mercado español.

La media del porcentaje de acciones que poseen los miembros del consejo de administración, *PCON*, se sitúa alrededor de 0.11, cifra superior al 0.10 obtenido por Morck, Shleifer y Vishny (1988) para el mercado estadounidense, al 0.09 de Mudambi y Nicosia (1998) en el Reino Unido, y a 0.07 de Fernández, Gómez y Fernández (1998) en el español. En cuanto a la antigüedad relativa de los consejeros, *ACON*, la cifra presenta un valor del 13.8%, mientras que el tamaño del consejo, *NCON*, se encuentra muy próximo a las 11 personas en promedio, siendo este tamaño congruente con las recomendaciones del Código Olivencia que cifran la dimensión óptima entre 5 y 15 miembros. Por otro lado, en 41% de los casos coinciden en una misma persona los cargos de presidente y CEO.

En cuanto a la propiedad de los inversionistas institucionales, *INS*, supone un promedio de 6.17%, porcentaje cercano al 8% mostrado por Gerke, Bank y Steiger (2003) para el mercado francés, y muy inferior al obtenido por los mismos autores en Alemania, Japón, Estados Unidos y Reino Unido. La concentración accionaria de los propietarios que poseen participaciones significativas en la empresa, toma un valor medio de 47%, porcentaje muy similar al 42% hallado por Wiblin y Woo (1999) en Australia.

La proporción de inmovilizado en el activo, *INSA*, presenta una media de 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 de 4.7%. Gutiérrez y Tribó (2004) obtienen una media de 9.5% para esta variable, y la cifra hallada por Peasnell, Pope y Young (2003) es de 7%. El número de negocios diferentes que tiene la empresa, *SIC*, se sitúa en torno de

1.5 y la tasa de crecimiento del activo, *CACT*, supone un valor medio de 0.25. Finalmente, la *Q* de Tobin, toma un valor medio de 1.6, próximo al 1.1 obtenido por Demsetz y Villalonga (2001) en el mercado estadounidense y al 1.96 aportado por Hillier y McColgan (2002) en el Reino Unido, mientras que la variabilidad de los precios de las acciones se aproxima a 2.6.

III. METODOLOGÍA E HIPÓTESIS

Para realizar el estudio se realizó 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. Las estimaciones se obtuvieron utilizando un sistema de ecuaciones simultáneas, por medio de la metodología de mínimos cuadrados en tres etapas, *MC3E*. Con ello se pretende analizar las posibles relaciones endógenas entre las variables consideradas. Esta metodología es utilizada en la mayoría de los trabajos que estudian relaciones simultáneas entre las variables, y es señalada como la más eficiente (véase Schmidt, 1976). Además, las ecuaciones fueron definidas en primeras diferencias (véase Huergo y Moreno, 2005). Esto nos permite eliminar la heterogeneidad inobservable que pudieran presentar las distintas empresas de la muestra (puesta de manifiesto por Himmelberg, Hubbard 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 en el que se analiza el efecto del riesgo empresarial, del endeudamiento y de la propiedad de los consejeros en la política de dividendos:

$$DPA_i = \alpha_0 + \alpha_1 DEPEND_i + \alpha_2 VCT_{ji} + \epsilon_i \quad (1)$$

en que la expresión *DPA* hace referencia al dividendo pagado por acción. *DEPEND* incluye simultáneamente el riesgo de la empresa, *DTIP*, la proporción de endeudamiento, *END*, y la propiedad de los consejeros, *PCON*. *VCT* contiene las variables de control, que en este caso son la antigüedad relativa de los consejeros, *ACON*, el logaritmo del número de consejeros, *LNCON*, la variable ficticia indicativa de la coincidencia de los cargos de CEO y presidente del consejo, *CEOPRE*, la

rentabilidad económica, REC , el crecimiento del activo de la compañía, $CACT$, y la Q de Tobin. La expresión ϵ_{it} representa el término del error de estimación. Finalmente, todas las variables han sido definidas en primeras diferencias.

El efecto del riesgo en el pago de dividendos será negativo si, como señalan Kale y Nole (1990), las empresas con alta variabilidad evitan emitir nuevas acciones debido a los altos costos de flotación. En cuanto al endeudamiento y a la concentración accionaria, también se espera un coeficiente 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.

En cuanto a las variables de control, la antigüedad relativa de los consejeros, el tamaño del consejo de administración y la coincidencia de los cargos de presidente y CEO pueden ser indicativas de una mayor o menor presencia de conflictos de agencia en el seno de la empresa. Así por ejemplo, un consejo demasiado numeroso podría dificultar la comunicación, la coordinación, el procesamiento de información y, en definitiva, todo el proceso de toma de decisiones. Además, puede provocar el problema del *consejero polizón*, el cual se inhibiría de sus funciones de control teniendo una actuación más simbólica que activa (Hermalin y Weisbach, 2001). En cuanto a la concurrencia de los puestos de presidente y CEO, los códigos de buen gobierno, entre ellos el español, recomiendan la separación de ambos cargos con el fin de reducir el poder del principal responsable e incrementar la capacidad supervisora del consejo de administración. Un argumento similar es utilizado por Jensen (1993) para justificar la dualidad de los máximos dirigentes de la empresa (presidente del consejo y CEO). Si es cierta la hipótesis de los flujos libres de caja, un consejo más grande y la coincidencia de los cargos de los dos citados dirigentes en una misma persona provocarán mayor conflicto de agencia y menor pago de dividendos.

Sin embargo, la influencia de la permanencia no resulta tan clara *a priori*. Por un lado, Hermalin y Weisbach (1991) afirman que una mayor permanencia de los consejeros en su cargo debería estar asociada a un adecuado desempeño de su labor supervisora y, por tanto, a unos menores conflictos de agencia. Por otro lado, algunos autores

como Vancil (1987) indican que una gran antigüedad puede ser consecuencia de un efecto de “atrincheramiento” derivado de la imposibilidad de cesar a los miembros del consejo ineficientes por el poder que éstos pueden ostentar en la compañía y, por tanto, incrementaría los conflictos de agencia.

Para la rentabilidad económica Jensen, Solberg y Zorn (1992) predicen una relación positiva respecto al pago de dividendos, mientras que Rozeff (1982) señala que el crecimiento de la compañía debe afectar de manera negativa dicho pago. Finalmente, la variable Q de Tobin refleja las expectativas de rentabilidad de la sociedad. Por un lado, una mayor rentabilidad esperada puede incrementar el pago de dividendos ya que será más fácil mantener la política en el futuro.⁸ Por otro lado, una empresa con grandes expectativas de rendimiento, quizá sea más reacia a pagar dividendos ya que necesitará mayores recursos para hacer frente a sus inversiones altamente rentables. Por último, Baker y Wurgler (2004a y b) afirman que las sociedades tienen en cuenta el valor adicional que el mercado les asigna por pagar dividendos, respecto a las que no lo hacen, a la hora de fijar esta política.

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

$$DTIP_i = \alpha_0 + \alpha_1 DEPEND_i + \alpha_2 VCT_j + \alpha_3 i \quad (2)$$

en la que $DEPEND$ hace referencia al dividendo por acción, DPA , a la proporción de endeudamiento, END , y la propiedad de los consejeros, $PCON$. VCT incluye, en esta ocasión, el logaritmo del activo total, $LACT$, la diversificación de los negocios de la empresa, SIC , la Q de Tobin y la variabilidad del precio de las acciones, $VAPRE$. 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 respecto a 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

⁸ En este sentido, los directivos de las compañías son reacios a cancelar un incremento de dividendos previamente fijado.

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* en la alineación de intereses con los accionistas externos que una mayor concentración accionaria trae consigo. 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. Por otro lado, es lógico pensar que las compañías con mayores expectativas de crecimiento y variabilidad de precios presenten a su vez un mayor riesgo.

En el siguiente modelo se considera como variable explicada la proporción de endeudamiento, *END*:

$$END_i = \beta_0 + \beta_1 DEPEND_i + \beta_2 VCT_{ji} + \beta_3 \dots + \beta_k \dots \quad (3)$$

DEPEND incluye el dividendo por acción, *DPA*, el riesgo de la compañía, *DTIP*, y la propiedad de los consejeros, *PCON*. *VCT* hace referencia a la antigüedad relativa de los consejeros, *ACON*, al logaritmo del número de miembros del consejo de administración, *LNCON*, a la variable ficticia indicativa de la coincidencia de los cargos de CEO y presidente del consejo, *CEOPRE*, a la proporción de inmovilizado sobre activo, *INSA*, a la rentabilidad económica, *REC*, y a la *Q* de Tobin. 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 accionaria de los consejeros repercutirán negativamente en la deuda. En lo relativo al riesgo, y en función de los argumentos de Ravid (1988), las 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.

En cuanto a las variables *ACON*, *LNCON* y *CEOPRE* su repercusión en el endeudamiento dependerá de su capacidad para reducir los conflictos de agencia. En función de lo expresado en la ecuación (1), una disminución en los citados conflictos provocaría un efecto negativo en la proporción de endeudamiento y viceversa.

CUADRO 3. *Estadísticos descriptivos*^a

<i>Variables</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desviación característica</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
<i>DPA</i>	0.498	0.321	0.668	0.000	4.958
<i>DTIP</i>	0.023	0.021	0.010	0.000	0.114
<i>END</i>	0.389	0.383	0.215	0.011	0.982
<i>PCON</i>	0.110	0.006	0.194	0.000	0.902
<i>ACON</i>	0.138	0.094	0.114	0.001	0.532
<i>NCON</i>	10.960	10.000	4.442	2.000	26.000
<i>LNCON</i>	1.004	1.000	0.182	0.301	1.415
<i>CEOPRE</i>	0.410	0.000	0.493	0.000	1.000
<i>INS</i>	0.062	0.000	0.134	0.000	0.800
<i>SPS</i>	0.472	0.491	0.257	0.000	0.999
<i>INSA</i>	0.468	0.447	0.324	0.000	0.993
<i>LCAP</i>	6.977	7.101	1.798	3.445	10.908
<i>LACT</i>	7.035	7.375	1.720	3.778	10.681
<i>REC</i>	0.047	0.039	0.076	0.194	0.507
<i>SIC</i>	1.480	1.000	0.595	1.000	3.000
<i>CACT</i>	0.252	0.065	0.954	0.986	13.081
<i>Q</i>	1.586	1.279	1.063	0.332	7.755
<i>VAPRE</i>	2.596	0.545	6.089	0.001	59.778

^a *DPA*: dividendo por acción, en euros; *DTIP*: desviación característica de la rentabilidad diaria de los precios de las acciones de la empresa; *END*: deuda total entre activo total; *PCON*: propiedad accionaria de los miembros del consejo de administración de la empresa, en tantos por uno; *ACON*: antigüedad media de los miembros del consejo de administración dividido entre la antigüedad total de la empresa; *NCON*: número de consejeros; *LNCON*: logaritmo del número de consejeros, *CEOPRE*: ficticia que toma valor unitario cuando los cargos de presidente del consejo de administración y CEO coinciden en una misma persona, y cero en caso contrario; *INS*: participación de los inversionistas institucionales en el capital social de la empresa, en tantos por uno; *SPS*: suma de la propiedad de los accionistas que poseen 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 con el número de códigos SIC distintos en sus dos primeros dígitos; *CACT*: tasa de crecimiento del activo total de la empresa; *Q*: *Q* de Tobin, obtenida como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los activos de la empresa; *VAPRE*: variabilidad del precio de la acción.

La influencia de variable *INSA* en 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). Finalmente, Baker y Wurgler (2002) predicen un efecto negativo de la oportunidad de crecimiento de la empresa en el endeudamiento de la misma. Sin embargo, mayores expectativas también pueden facilitar el acceso a la deuda.

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

$$PCON_i = \alpha_0 + \alpha_1 DEPEND_i + \alpha_2 DTIP_i + \alpha_3 VCT_{ji} + \alpha_4 \epsilon_i \quad (4)$$

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

El efecto esperado de las políticas de dividendos y endeudamiento en la propiedad de los consejeros será negativo, en el caso de que sean sustitutivas al momento de reducir los conflictos de agencia entre propietarios y gestores. En cuanto al riesgo, se espera una repercusión positiva si en las compañías con mayor variabilidad en el rendimiento es más necesaria la concentración accionaria 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 alto 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 inversionistas y la propiedad de los consejeros. De igual manera, 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 accionaria de los miembros del consejo de administración. 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. Finalmente, Helwege, Pirinsky y Stulz (2005) afirman que las oportunidades de crecimiento de la empresa puede incrementar el comportamiento oportunista de los *insiders*, lo que haría necesaria una mayor concentración accionaria. Sin embargo, tam-

bién puede provocar un mayor alineamiento de intereses entre *insiders* y *outsiders*, lo que haría necesaria una propiedad menor.

Además, se realiza una estimación por medio de efectos fijos, utilizando la metodología de datos de panel, ya que según afirma Woolridge (2002) resulta más eficiente que el de primeras diferencias. Ésta también nos permite eliminar la heterogeneidad inobservable pero, lo contrario que la estimación por mínimos cuadrados en tres etapas, no tendría en cuenta la simultaneidad a la hora de determinar las relaciones entre las variables.

IV. 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 4 al 7, respectivamente. Los resultados relativos al cuadro 4 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 costos de flotación para las nuevas emisiones de acciones que pueden tener las empresas con un riesgo más grande desincentivan el pago de dividendos. Jensen, Solberg y Zorn (1992) obtienen una repercusión negativa y no significativa, según el periodo de tiempo analizado.

En segundo lugar, se obtiene un efecto positivo cuando se contrasta la influencia de la propiedad de los consejeros en el pago de dividendos, *DPA*. Este resultado puede derivar de la posible preferencia de los gestores en el pago de dividendos, en detrimento de las ganancias de capital y difiere del obtenido por Chen y Steiner (1999) en el mercado estadounidense. Por tanto, parece que la política de dividendos y la propiedad de los consejeros no son mecanismos sustitutos al momento de reducir los conflictos de agencia. Esta circunstancia puede motivarse por la menor presencia de mecanismos de control en el mercado español, al ser los mecanismos externos sólo testimoniales, y por la importancia que la concentración accionaria de los consejeros puede tener como mecanismo reductor de los conflictos de agencia.

En tercer lugar, se observa que el endeudamiento, *END*, restringe el pago de dividendos, *DPA*. La razón puede estar en que las políticas

CUADRO 4. *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*

<i>Variable</i>	<i>Coficiente</i>	<i>Valor t</i>	<i>Valor p</i>
Constante	0.016	0.22	0.824
<i>DTIP</i>	75.241	4.84	0.000***
<i>PCON</i>	4.463	1.72	0.085*
<i>END</i>	0.888	1.81	0.071*
<i>ACON</i>	0.047	0.11	0.909
<i>LNCON</i>	0.005	0.02	0.988
<i>CEOPRE</i>	0.067	0.69	0.488
<i>REC</i>	1.132	1.68	0.095*
<i>CACT</i>	1.232	0.95	0.343
<i>Q</i> ₂	0.135	2.43	0.015**
	97.74***		

* Significativo a 10 por ciento.

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

de dividendos y endeudamiento, sí 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 al momento 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 japonés, respectivamente.

Empero, las diferentes variables de gobierno corporativo (*ACON*, *LNCON* y *CEOPRE*) no parecen ejercer efecto alguno en la política de dividendos; esto puede derivar del hecho de que la propiedad de los consejeros se considera como el mecanismo de control interno más importante.

Como predicen 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. Por último, la *Q* de Tobin ejerce una influencia positiva en el pago de dividendos. Por tanto, parece que las mayores oportunidades de crecimiento en la empresa hacen que los gestores incrementen el *payout*, ya que será más improbable que tengan que cancelar su política de remuneración a los accionistas.

CUADRO 5. *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*

<i>Variable</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Valor t</i>	<i>Valor p</i>
Constante	0.001	0.42	0.673
DPA	0.007	5.46	0.000***
PCON	0.021	12.54	0.000***
END	0.006	1.71	0.087*
LACT	0.001	2.78	0.005***
SIC	0.001	1.05	0.294
Q	0.001	3.58	0.000***
VPRE	0.001	0.05	0.960
2	224.40***		

* Significativo a 10 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

En el cuadro 5 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, es posible que el desembolso de dividendos se considere una señal informativa respecto a la marcha de la empresa que reduce la incertidumbre del comportamiento futuro de sus acciones. Este efecto es similar al obtenido por Venkatesh (1989), y Chen y Steiner (1999).

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 estadounidense.

Por otro lado, se muestra una repercusión negativa del porcentaje de deuda en activo, *END*, en la desviación propia del rendimiento de las acciones, *DTIP*. Este resultado se justifica porque el endeudamiento puede implicar un mayor control por parte de los acreedores en la labor directiva y por tanto, obligarles a que asuman un menor riesgo en defensa de sus intereses. Adams, Almeida y Ferreira (2005) obtienen un resultado no concluyente. Lo contrario que en el mercado estadounidense, la banca se encuentra muy implicada en el control de las empresas españolas, lo que puede justificar la diferencia observada.

CUADRO 6. 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	Coefficiente	Valor t	Valor p
Constante	0.007	0.32	0.751
DPA	0.308	3.23	0.001***
PCON	0.425	4.02	0.000***
DTIP	29.545	4.91	0.000***
ACON	0.091	0.62	0.553
LNCON	0.156	1.97	0.048**
CEOPRE	0.006	0.21	0.834
INSA	0.227	3.57	0.000***
REC	0.032	0.11	0.916
Q ₂	0.055	3.55	0.000***
	78.12***		

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

Las variables de control ponen de manifiesto el signo negativo y significativo esperado para el logaritmo del activo, *LACT*, ya que las 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 encuentra una relación significativa, lo contrario que en el trabajo de Chen y Steiner (1999), en el que la influencia resulta negativa. Para las oportunidades de crecimiento se observa que las compañías con mayores expectativas presentan a su vez un mayor riesgo. Finalmente, la variabilidad del precio de las acciones no causa un efecto significativo.

En el cuadro 6 se muestra la repercusión de la política de dividendos, del riesgo y de la propiedad de los consejeros en la proporción de endeudamiento. Respecto al pago de dividendos se observa un coeficiente negativo y muy 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. También es posible que un mayor reparto de dividendos ocasione una mayor necesidad de apelar al endeudamiento, al renunciar a una autofinanciación mayor. La evidencia obtenida coincide con la apor-

tada por los diversos estudios anteriores (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 accionaria de los consejeros, *PCON*, y la deuda, *END*. Así, es posible que los *insiders* prefieran un mayor endeudamiento para evitar que se diluya su propiedad en la empresa. Este resultado está en consonancia con los argumentos aportados por Leland y Pyle (1977) y Kim y Sorenson (1986).

En cuanto al riesgo empresarial, *DTIP*, parece que las empresas con mayor variabilidad en los rendimientos presentan más dificultades a la hora de alcanzar una proporción alta 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).

Finalmente, para las variables de control el tamaño del consejo influye de manera negativa en la proporción de endeudamiento. Así cabe pensar que las empresas más grandes, con mayores consejos, tienen más posibilidad de obtener otras fuentes financieras de la deuda. *INSA* también presenta un signo positivo, poniendo de nuevo en evidencia que las compañías de mayor dimensión tienen más facilidad de acceder al endeudamiento. Finalmente, compañías con mayores oportunidades de crecimiento tendrán mayor posibilidad de obtención de créditos, de ahí el efecto positivo de la variable *Q*.

Por último, en el cuadro 7 se muestra la repercusión de las políticas de dividendos y endeudamiento, así como del riesgo empresarial en la participación accionaria 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 las empresas que realizan un mayor pago de dividendos incentivan 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

CUADRO 7. 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	Valor t	Valor p
Constante	0.008	0.40	0.691
DPA	0.258	4.25	0.000***
DTIP	38.363	8.71	0.000***
END	0.305	2.24	0.025**
INS	0.001	0.16	0.871
SPS	0.107	2.18	0.029**
LCAP	0.046	2.18	0.029**
Q ₂	0.057	3.60	0.000***
	85.07***		

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

con unos mayores conflictos de agencia, es más necesaria la propiedad de los *insiders* para aunar los intereses entre propietarios y gestores.⁹ En el mercado español Crespí (1998) obtiene una influencia positiva del riesgo en la concentración accionaria.

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 sociedad. De ahí puede derivar 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 los argumentos que afirman que estos inversionistas no realizan un control efectivo de la labor directiva, tal y como muestran Cronqvist y Nilsson (2003). Por lo contrario, 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 inversionistas institucionales en el

⁹ Además, 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 8. Regresión con efectos fijos de la relación entre la política de dividendos, DPA, el riesgo de la empresa, DTIP, el endeudamiento, END, y la propiedad accionaria de los consejeros, PCON

<i>Variable</i>	DPA	DTIP	END	PCON
Constante	0.007 (0.17)	0.001 (0.05)	0.001 (0.03)	0.002 (0.22)
DPA		0.002 (1.86*)	0.023 (1.23)	0.019 (1.20)
DTIP	10.838 (2.02**)		0.172 (0.16)	0.654 (0.64)
END	0.289 (1.18)	0.002 (0.66)		0.127 (2.28**)
PCON	0.445 (0.72)	0.002 (0.66)	0.195 (2.83***)	
ACON	2.378 (1.82*)		0.439 (1.49)	
LNCON	0.117 (0.27)		0.066 (0.59)	
CEOPRE	0.051 (0.37)		0.006 (0.19)	
INS				0.001 (0.15)
SPS				0.184 (3.95***)
INSA			0.072 (1.59)	
LCAP				0.421 (2.48***)
LACT		0.005 (4.10***)		0.030 (1.60)
REC	2.384 (4.18***)		0.281 (1.72*)	
SIC	0.001 (0.29)	0.001 (0.04)		
CACT	0.191 (0.57)			
Q	0.083 (1.44)	0.001 (0.34)	0.010 (0.65)	0.024 (1.77*)
VAPRE		0.001 (0.05)		
F	4.69***	3.76***	2.79***	6.12***
Prueba de Hausman	11.62	7.21	8.63	6.32

* Significativo a 10 por ciento.

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

mercado español, aunque ha ido ganando peso con el tiempo, es nímio en relación con las cifras que presentan los mercados estadounidense y japonés.

Para la propiedad de los accionistas que poseen 5% o más del capital de la empresa, *SPS*, se observa una relación positiva, debido a que en las compañías con una mayor concentración de la propiedad es más probable que los consejeros presenten una participación significativa. Además, se observa que la propiedad de los consejeros y de los accionistas mayoritarios no son mecanismos sustitutivos al momento de reducir los conflictos de agencia.

En cuanto al logaritmo de la capitalización bursátil de la sociedad, *LCAP*, se obtiene un signo positivo y significativo. 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 mayor facilidad. Además, las acciones de dichas empresas gozarán de mayor liquidez de mercado. Por último, las oportunidades de crecimiento afectan también de manera positiva a la propiedad de los consejeros, ya que en este tipo de empresas con mayores costos de agencia, se hace más necesaria la participación accionaria de los *insiders* como mecanismos de control.

Finalmente, en el cuadro 8 se presentan los resultados de aplicar la metodología de efectos fijos. Los resultados, como se observa, resultan más pobres ya que se pierden casi todas las relaciones significativas. Sin embargo, tal y como demuestra la prueba de Hausman, que presenta un valor no significativo, estas estimaciones no resultan adecuadas a las características de la presente muestra, además de no tener en cuenta una cuestión importante como es la simultaneidad en la determinación de las cuatro variables estudiadas.

CONCLUSIONES

En este trabajo se estudia la relación entre el riesgo empresarial, la propiedad de los consejeros y las políticas de endeudamiento y dividendos. Según nuestro conocimiento, la mayoría de los estudios anteriores se centra en el mercado anglosajón. Éste se caracteriza por tener una menor concentración accionaria, mayor protección del in-

versionista y mayor presencia de los mecanismos externos de control. Lo contrario de 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 encontrara 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 menor 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 manera 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 las empresas con mayor variabilidad pagan una menor cuantía de dividendos. Asimismo, parece que el riesgo influye de manera negativa en el endeudamiento, ya que es posible que en sociedades con mayor variabilidad en el rendimiento es más probable que se produzca el impago. Finalmente, en cuanto a la influencia del riesgo, se obtiene que éste determina de manera positiva la propiedad de los consejeros, quizá porque dicha propiedad se puede hacer más necesaria a la hora de reducir los conflictos de agencia entre propietarios externos e *insiders* en las compañías con mayor incertidumbre.

En relación con el efecto de la política de endeudamiento, se obtiene pruebas de que influye negativamente en el riesgo empresarial. Esta repercusión se justifica por el hecho de que el endeudamiento reduce el riesgo de los accionistas externos, al ejercer los acreedores de las sociedades más endeudadas un mayor control de los *insiders*. También se obtiene una influencia significativa y negativa cuando se analiza la relación entre el endeudamiento y el pago de dividendos, y por tanto es posible que ambas políticas sean sustitutivas a la hora de reducir los conflictos de agencia en la empresa. En relación con la

propiedad de los consejeros, una alta proporción de endeudamiento facilita a los consejeros mantener una participación significativa en la compañía.

Por último, la propiedad de los consejeros influye positivamente en el pago de dividendos. Así parece que existe una posible preferencia de los gestores en el pago de dividendos, en detrimento de las ganancias de capital. También se obtienen relaciones positivas y significativas cuando las variables dependientes son el riesgo empresarial y el endeudamiento. Por tanto, cabe la posibilidad de 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.

Las principales diferencias de los resultados obtenidos en relación con el mercado estadounidense son que en éste se observan predominantemente relaciones negativas entre las variables (aunque no de manera unánime). Sin embargo, en el español, como se acaba de apuntar, se obtienen algunas relaciones positivas. Éstas se explican porque en este mercado los otros sistemas de control (como los externos) se encuentran poco desarrollados y en ocasiones los mecanismos internos deben complementarse y no sustituirse.

APÉNDICE. *Definición de variables*

<i>Variable</i>	<i>Definición</i>
<i>DPA</i>	Dividendo por acción
<i>DTIP</i>	Desviación característica del rendimiento diario de los precios corregidos de las acciones de la empresa
<i>END</i>	Deuda total sobre activo total
<i>PCON</i>	Propiedad accionaria de los miembros del consejo de administración de la empresa
<i>ACON</i>	Antigüedad media de los miembros del consejo de administración dividido entre la antigüedad total de la empresa
<i>LNCON</i>	Logaritmo del número de consejeros
<i>CEOPRE</i>	Ficticia que toma valor unitario cuando los cargos de presidente del consejo de administración y CEO coinciden en una misma persona, y cero en caso contrario
<i>INS</i>	Participación de inversionistas institucionales en el capital social de la empresa
<i>SPS</i>	Suma de las participaciones de los accionistas que poseen 5% o más en el capital de la empresa
<i>INSA</i>	Inmovilizado sobre activo total
<i>LCAP</i>	Logaritmo de la capitalización bursátil de la empresa

APÉNDICE (*conclusión*)

<i>Variable</i>	<i>Definición</i>
<i>LACT</i>	Logaritmo del activo total de la empresa
<i>REC</i>	Rentabilidad económica, calculada como beneficio de explotación entre activo total
<i>SIC</i>	Diversificación de la actividad de la empresa, medida por el número de negocios distintos teniendo en cuenta los dos primeros dígitos del código SIC
<i>CACT</i>	Tasa de crecimiento del activo total de la empresa
<i>Q</i>	<i>Q</i> de Tobin, obtenida como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los activos de la empresa
<i>VAPRE</i>	Variabilidad del precio de las acciones.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R. B., H. Almeida y D. Ferreira (2005), "Powerful CEOs and their Impact on Corporate Performance", *Review of Financial Studies*, próxima 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.
- Baker, M. P., y J. Wurgler (2002), "Market Timing and Capital Structure", *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1-32.
- , y — (2004a), "Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives", *Journal of Financial Economics*, vol. 73, 271-288.
- , y — (2004b), "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 1125-1165.
- Bathala, C. T., K. P. Monn 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., R. C. Lease 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.
- , — y A. M. Whyte (1998), "Risk-Taking Behaviour and Managerial Ownership in Depository Institutions", *Journal of Financial Research*, volumen 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., F. J. López Iturriaga 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.
- , y K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, pp. 1155-1177.
- , y B. Villalonga (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, pp. 209-233.
- Diamond, D. W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, vol. 51, pp. 393-414.
- Fernández, A. I., S. Gómez Ansón 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, páginas 501-516.
- 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.
- Friend, I., y J. Hasbrouck (1987), "Determinants of Capital Structure", A. Chen (comp.), *Research in Finance*, Greenwich, JAI Press.
- , 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., M. Bank y M. Steiger (2003), "The Changing Role of Institutional Investors – A German Perspective", K. J. Hopt y E. Wymeersch (comps.), *Capital Markets and Company Law*, Nueva York, Oxford University Press.
- Gutiérrez Urriaga, 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.
- Helwege, J., C. Pirinsky y R. Stulz (2005), "Why do Firms Become Widely Held?", *Working paper*.

- Hermalin, B., y M. S. Weisbach (1991), "The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Corporate Performance", *Financial Management*, volumen 20, pp. 101-112.
- , y — (2001), "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers Series*, w8161, Cambridge.
- Hillier, D., y P. McColgan (2002), "Insider Ownership and Corporate Value: An Empirical Test from the United Kingdom Corporate Sector", *European Financial Management Association (EFMA) Meeting*, Londres.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard 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.
- Holder, M. E., F. W. Langrehr y J. L. Hexter (1998), "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", *Financial Management*, vol. 27, pp. 73-82.
- Huergo, E., y L. Moreno (2005), "La productividad en la industria española: Evidencia macroeconómica", *Economic Working Papers*, ewp-io/0504001.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg y T. S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, pp. 247-263.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover", *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- (1993), "Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 831-880.
- , 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.
- Kale, J. R., y T. H. Nole (1990), "Dividends, Uncertainty, and Underwriter Costs Under Asymmetric Information", *Journal of Financial Research*, volumen 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.
- La Porta, R., F. López de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1999), "Investor Protection and Corporate Valuation", National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers Series, w7403, Cambridge.
- , —, — y — (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1147-1170.

- 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", B. M. Friedman (comps.), *Corporate Capital Structures in the United States*, Chicago, 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., L. Kyj, I. Meric y C. Lacke (2002), "Simultaneous Determination of Capital Structure, Dividend Policy, and Insiders Ownership in Japanese corporations", Financial Management Association (FMA), Copenhagen, International Congress.
- Moh'd, M. A., L. G. Perry y J. N. Rimbey (1998): "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-sectional Analysis", *Financial Review*, vol. 33, pp. 85-98.
- Morck, R., A. Shleifer y R. W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 36, pp. 887-888.
- Mudambi, R., y C. Nicosia (1998), "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry", *Applied Financial Economics*, vol. 8, pp. 175-180.
- 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., P. Pope y S. Young (2003), "Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors", *European Financial Management*, volumen 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., F. Strock y N. Travlos (1990), "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk-Taking", *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 643-654.
- Schmidt, P. (1976), *Econometrics*, Nueva York, Marcel Dekker.
- 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 Gaité, 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, Nueva York, Praeger.
- Vancil, R. F. (1987), *Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession*, Boston, Harvard Business School Press.
- 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.
- Wooldridge, J. M. (2002): *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Boston, The MIT Press.