

## Propiedad institucional y dividendos

María Victoria Ruiz Mallorquí • Domingo Javier Santana Martín

Inmaculada Aguiar Díaz • Nieves Lidia Díaz Díaz

Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

RECIBIDO: 17 de enero de 2007

ACEPTADO: 19 de febrero de 2008

---

**Resumen:** El presente estudio analiza, desde una perspectiva de agencia, la relación entre los derechos de voto del último propietario cuando éste es un inversor institucional y la política de dividendos de las empresas cotizadas españolas en el período 1997-2003. Los resultados evidencian un comportamiento heterogéneo de los distintos tipos de entidades analizadas en relación con la política de dividendos de las empresas participadas. Concretamente, se pone de manifiesto la existencia de una relación no lineal (+/-) entre la propiedad de los bancos como controladores y los dividendos, mientras que en el caso de los fondos de inversión la relación no lineal presenta signos contrarios (-/+). Detrás de estas relaciones se encuentran los diferentes objetivos y preferencias de uno y otro grupo de inversores institucionales.

**Palabras clave:** Dividendos / Propiedad institucional / Entidades bancarias / Fondos de inversión / Último propietario.

### Institutional Ownership and Dividends

**Abstract:** Based on the agency theory, this work analyses the link between the level of voting rights in the hands of institutional investors as ultimate owners and dividend policy in a sample of listed Spanish firms during the period 1997-2003. The results highlight the existence of a non-linear relationship (+/-) between concentration of voting rights in the hands of banks as ultimate owners and dividend policy, whereas in the case of funds the non-linear relationship shows opposite signs (-/+). These findings could be explained by the different objectives and preferences attributable to each group of institutional investors.

**Key Words:** Dividends / Institutional ownership / Banks / Investment funds / Ultimate owner.

---

## INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objeto analizar la incidencia de la propiedad institucional en los dividendos de las empresas participadas en una muestra de sociedades cotizadas en España. De acuerdo con *Bancel et al.* (2005), la política de dividendos está determinada por una compleja interacción de la estructura de propiedad de la empresa y del sistema legal e institucional de su país. Por una parte, el entorno legal determina el nivel de protección del inversor y, por otra, el tipo de estructura de propiedad condiciona el problema de agencia predominante. Además, ambas cuestiones están íntimamente relacionadas, en la medida en que los entornos de débil protección se asocian a una elevada concentración de propiedad (*La Porta et al.*, 1999).

Así, en los países anglosajones caracterizados por un mayor nivel de protección de los derechos de los inversores externos, predomina la estructura de propiedad difusa, por lo que se produce el clásico conflicto de agencia entre accionistas y directivos (*e.g.*, Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983). En este contexto, los dividendos son considerados como una forma de transmitir información al mercado sobre la empresa y de reducir la discre-

cionalidad directiva en el uso de los flujos de caja disponibles (Jensen, 1986), al tener que acudir a los mercados de capitales como fuente de financiación y, de esta forma, verse sometidos a un mayor control (Rozeff, 1982). Más recientemente, se han asociado los mayores dividendos en este contexto, a la mayor protección de los minoritarios por parte del sistema legal (*La Porta et al.*, 2000a). De esta modo, los inversores institucionales, o bien pueden forzar el recurso al mercado como forma de reducir los costes de agencia que se derivan de los flujos de caja libres gestionados por los directivos (*Short et al.*, 2002), o bien al tener un mayor acceso a la información y ser mejores supervisores pueden ser sustitutivos de los dividendos como mecanismo señalizador y de control (*e.g.*, *Short et al.*, 2002; Grinstein y Michaely, 2005; Thomsen, 2005).

Por el contrario, en los países de la Europa Continental, caracterizados por una menor protección de los inversores externos, se observa una mayor concentración de propiedad, por lo que el conflicto de agencia predominante se produce entre los accionistas controladores y los minoritarios (*e.g.*, *La Porta et al.*, 1999; Becht y Roell, 1999; Faccio *et al.*, 2001; Gugler y Yortuglu, 2003; Farinha y López de Foronda, 2005;

Manzinelli y Ozkan, 2006). Entre los accionistas controladores destacan las familias y los inversores institucionales, los cuales deben ser considerados como agentes implicados en el proceso de toma de decisiones, al tener los incentivos para influir de forma determinante en las mismas (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002). En esta línea, en relación con la decisión de dividendos, Gugler y Yortoglu (2003) afirman que los mismos señalan la severidad del conflicto entre accionistas controladores y minoritarios. De esta forma, los inversores institucionales tomarán decisiones en relación a la política de dividendos de las empresas participadas en función de sus preferencias, las cuales vendrán determinadas por el tipo de inversor institucional y el grado de control que ostenten.

En este sentido, en relación con la naturaleza de los inversores institucionales, debe tenerse en cuenta que los mismos presentan diferentes características y objetivos. Así, dichos inversores constituyen un grupo heterogéneo, lo que aconseja identificar los distintos tipos (entidades bancarias, compañías aseguradoras, fondos de inversión y fondos de pensiones, fundamentalmente) al analizar su influencia en las decisiones corporativas (e.g., Brickley *et al.*, 1988; Almazan *et al.*, 2005; Gaspar *et al.*, 2005; Borokovich *et al.*, 2006; Khan, 2006; Cornett *et al.*, 2007).

En el contexto español, los inversores institucionales por excelencia han sido las entidades bancarias (e.g., Steinherr y Huvenners, 1994; Cuervo, 2002; Davis, 2002; Rajan y Zingales, 2003), si bien es cada vez mayor la presencia de otro tipo de inversores institucionales en el accionariado de las empresas. Así, las entidades bancarias, cuando su nivel de control no es muy elevado estarán alineadas con los accionistas minoritarios, lo cual llevará a mayores repartos de dividendos (e.g., Gugler y Yortuglu, 2003; Thomsen, 2005; Farinha y López de Foronda, 2005). Sin embargo, a elevados niveles de control, estos inversores pueden tratar de obtener beneficios privados (e.g., La Porta *et al.*, 2000b; Gillan y Starks, 2003) reduciendo el reparto de dividendos, con la consiguiente expropiación de los pequeños inversores (e.g., Gugler y Yortoglu, 2003; López de Foronda, 2005). Por su parte, los fondos de inversión centran sus objetivos, principalmente, en la gestión de sus carteras, y

su papel como controladores en las empresas en relación a la política de dividendos puede depender del horizonte temporal de dicha gestión, que a su vez estará en función del nivel de control (e.g., Gaspar *et al.*, 2005; Chen *et al.*, 2007). En este sentido, para niveles reducidos de control, las preferencias por el *trading* y, por tanto, por la obtención de beneficios a corto plazo, incidirán en un menor reparto de dividendos, en contra de los intereses de los accionistas minoritarios. Por el contrario, a medida que aumenta su nivel de participación, la gestión de su cartera se enfocará a largo plazo, lo cual incentiva el alineamiento con los intereses de los minoritarios, manifestándose en un mayor reparto de dividendos.

Por tanto, a diferencia de estudios precedentes, el objetivo de este trabajo va más allá de considerar la incidencia del control de los distintos inversores institucionales en los dividendos, al estudiar dicha relación en función del tipo de inversor institucional, entidades bancarias vs fondos de inversión. Además, es uno de los escasos trabajos que abordan esta problemática en un entorno institucional en el que predomina el conflicto de agencia entre accionistas controladores y minoritarios (e.g., Gugler, 2003; Gugler y Yortuglu, 2003; Farinha y López de Foronda, 2005; Renneboog y Szilagil, 2007). Otro aspecto destacable es el hecho de que la determinación de la propiedad de los accionistas institucionales controladores se determina mediante la aplicación de la metodología de cadenas de control propuesta por La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), lo cual permite llegar a la identificación del último propietario institucional. La consideración del nivel de control del último propietario representa una contribución relevante con respecto a trabajos previos, ya que permite una especificación completa de las relaciones de propiedad. Además, la identificación del último propietario se efectúa para cada uno de los años comprendidos en el período 1997-2003, por lo que no se asume que la estructura de propiedad permanece constante a lo largo del período analizado.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el segundo apartado se abordan los planteamientos teóricos que justifican la incidencia del control de los distintos inversores

institucionales en la decisión de dividendos. Posteriormente, en el tercer apartado, se describen los aspectos metodológicos que configuran el estudio empírico. Los resultados alcanzados se muestran y discuten en el cuarto apartado. En el quinto y último se exponen las principales conclusiones del estudio.

## ARGUMENTOS TEÓRICOS

### CONTROL INSTITUCIONAL Y DIVIDENDOS

De los distintos enfoques teóricos desde los que se ha analizado la estructura de propiedad y su relación con la política de dividendos, el presente estudio se centra en la teoría de la agencia, la cual asigna un doble papel a los dividendos (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000a; Gugler y Yortoglu, 2003). Por un lado, se argumenta que los accionistas controladores pueden estar alineados con los intereses de los minoritarios, de forma que incida en un mayor reparto de dividendos (*e.g.*, Gugler y Yortoglu, 2003; Farinha y López de Foronda, 2005). Además, el reparto puede ser especialmente conveniente cuando las empresas necesitan acceder a los mercados para obtener financiación, para lo cual deben hacerse con una reputación (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000b; Johnson y Shleifer, 2001; Faccio *et al.*, 2001). En esta línea, esta relación entre la presencia de accionistas controladores y dividendos, dependerá del poder que puedan ejercer (*e.g.*, Faccio *et al.*, 2001; Gugler y Yortoglu, 2003), el cual está condicionado por el nivel de control del inversor institucional.

Por otro lado, los accionistas controladores pueden tener incentivos para obtener beneficios que no sean repartidos a los minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997), lo cual puede reflejarse en una reducción de los dividendos (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000a; Gugler y Yortoglu, 2003; Thomson, 2005). En este sentido, La Porta *et al.* (2000b) argumentan que, en entornos de débil protección de los pequeños inversores, el reparto de dividendos puede estar condicionado por los intereses de los accionistas controladores, ante la indefensión de los minoritarios, pudiendo darse el efecto expropiación. En esta misma línea, López de Foronda (2005) plantea que en los países de origen legal civil los intereses propios de los

inversores institucionales, fundamentalmente entidades bancarias, les lleva a ser reacios a repartir mayores dividendos. En concreto, se argumenta que el deseo de preservar las posibles relaciones de negocio con las empresas participadas, llevaría a este tipo de accionistas a preferir menores repartos de dividendos, como forma de conseguir un excesivo reforzamiento de la solvencia. Además, los inversores institucionales, y en especial los que mantienen relaciones de negocio con las empresas participadas, tienen incentivos y capacidad para detectar la calidad de las empresas en las que participan, lo que les convierte en inversores bien informados. Por ello, Allen *et al.* (2000) afirman que si en las empresas predominan los inversores bien informados, se pagarán menos dividendos, ya que estos inversores pueden obtener beneficios privados a expensas de los no informados.

Los argumentos teóricos apuntados para justificar la relación entre propiedad institucional y los dividendos, especialmente en países de Europa Continental, presuponen que dichos inversores son entidades bancarias (*e.g.*, Amihud y Murgia, 1997; López de Foronda, 2005; Goergen *et al.*, 2005), debido a que en estos países son estas entidades las que han mantenido fuertes vínculos accionariales con las empresas (*e.g.*, Steinherr y Huvengers, 1994; Cuervo, 2002; Rajan y Zingales, 2003). Sin embargo, en los últimos años han irrumpido en estos mercados otro tipo de inversores institucionales, como los fondos de inversión, más característicos del mundo Anglosajón<sup>1</sup>. La coexistencia de varios tipos de inversores institucionales ha posibilitado que diferentes trabajos hayan distinguido entre diversos tipos de inversores institucionales, al analizar su incidencia en distintos aspectos y decisiones corporativas (*e.g.*, Brickley *et al.*, 1988; Duggal y Millar, 1999; Gillan y Starks, 2003; Almazan *et al.*, 2005; Gaspar *et al.*, 2005; Borokhovich *et al.*, 2006; Chen *et al.*, 2007; Cornett *et al.*, 2007).

### BANCOS VS FONDOS DE INVERSIÓN. HIPÓTESIS

En el ámbito anglosajón, en el que predomina el conflicto entre accionistas y directivos (*e.g.*, Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983), se enmarcan la mayoría de los es-

tudios que plantean la distinción entre el tipo de inversor institucional. En este contexto, se distingue entre dos grandes grupos de inversores institucionales: los denominados “*pressure sensitive investors*”, que tienen o pueden tener negocios con las empresas en las que participan (fundamentalmente, entidades bancarias y aseguradoras); y los que se denominan “*pressure insensitive or resistant investors*” que engloban las instituciones para las que no existen negocios potenciales con las empresas participadas (fondos de inversión y de pensiones) (e.g., Brickley *et al.*, 1988; Duggal y Millar, 1999; Almazan *et al.*, 2005; Borokhovich *et al.*, 2006; Chen *et al.*, 2007; Cornett *et al.*, 2007). De esta forma, los inversores caracterizados como “*pressure sensitive*” se presume que apoyan más las decisiones directivas, o incluso venden su participación ante posibles desacuerdos con la dirección, para salvaguardar sus relaciones de negocio con las empresas. Sin embargo, los inversores denominados “*pressure insensitive*” pueden controlar más activamente la actuación de la dirección, al no encontrarse tan condicionados debido a la no existencia de esas potenciales relaciones de negocio.

En los países de la Europa Continental, los accionistas controladores y, en particular, los inversores institucionales con participaciones significativas suelen estar implicados en la toma de decisiones corporativas. En este contexto, en el que adquiere especial relevancia el conflicto de intereses entre accionistas controladores y minoritarios (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Becht y Roell, 1999; Faccio *et al.*, 2001; Gugler y Yortuglu, 2003; Farinha y López de Foronda, 2005; Manzinelli y Ozkan, 2006), también es posible distinguir entre inversores institucionales (entidades bancarias, principalmente) que pueden mantener relaciones de negocio con las empresas participadas (negocio inducido) y otras entidades que por sus características no es posible que mantengan dichas relaciones (fondos de inversión, fundamentalmente).

Con respecto a las entidades bancarias como accionistas controladores, sus preferencias en relación a la política de dividendos pueden estar condicionadas por el nivel de control que ostenten. Así, a menores niveles de control, las entidades bancarias pueden estar alineadas con los

pequeños accionistas incrementando los dividendos (e.g., Gugler y Yortuglu, 2003; Thomsen, 2005; Farinha y López de Foronda, 2005). Además, cuando su control sobre la empresa como accionistas no es muy elevado, pero sí el suficiente para tener un mejor conocimiento sobre la misma (e.g., Prowse, 1990; Cuervo, 1991; Zoido, 1998; Gorton y Schmid, 2000; González, 2001; Fernández, 2001), pueden influir en un mayor reparto de dividendos que haga que la empresa tenga necesidad de acudir al mercado, y de esta forma poder lograr una mayor presencia como acreedores. Sin embargo, cuando los inversores institucionales de tipo bancario aumentan de forma significativa su participación en la propiedad sobre las empresas participadas, se puede esperar que, con motivo de preservar las relaciones de negocio actuales o potenciales con las mismas como forma de obtención de beneficios privados (negocio inducido en forma de gestión de tesorería, gestión de patrimonios, asesoramiento...), prefieran menores repartos de dividendos (e.g., Gugler y Yortuglu, 2003; López de Foronda, 2005). Además de esta forma, se conseguiría un reforzamiento de la solvencia de las empresas participadas. En esta línea, Amihud y Murgia (1997) afirman que el hecho de que un banco aporte deuda y capital a una empresa, hace que éste disponga de incentivos para fomentar menores tasas de reparto de dividendos. En el mismo sentido, Gugler (2003) sostiene que los bancos tienen incentivos para favorecer menores dividendos con objeto de proteger su deuda del riesgo de fracaso.

Los argumentos expuestos permiten plantear, en la línea de otros trabajos que han analizado la relación entre la estructura de propiedad y los dividendos (e.g., Farinha y López de Foronda, 2005; Thomsen, 2005; Khan, 2006), la existencia de una relación no lineal entre la propiedad de los inversores controladores institucionales de naturaleza bancaria y los dividendos, en los términos que se recogen en la siguiente hipótesis:

- *H<sub>1</sub>: El nivel de derechos de voto de la entidad bancaria como último propietario incide positivamente en los dividendos de las empresas participadas hasta un determinado nivel de derechos de voto, a partir del cual la relación se vuelve negativa.*

Por su parte, los fondos de inversión basan su actividad principalmente en la gestión de carteras, de tal forma que este tipo de actividad no es susceptible de generar vinculaciones de negocio con las empresas en las que toman participaciones accionariales. En este sentido, algunos autores (*e.g.*, Chung *et al.*, 2002; Koh, 2003; Han, 2004; Hsu y Koh, 2005; Gaspar *et al.*, 2005) al analizar la influencia de estos inversores en diferentes aspectos corporativos, plantean que es posible distinguir entre dos perspectivas en relación a sus objetivos, las cuales pueden aproximarse además por el nivel de propiedad que estas instituciones poseen cuando son accionistas de las empresas (Chen *et al.*, 2007). Por un lado, cuando estos inversores poseen una participación reducida en las empresas, ello significa una posición más transitoria y puede justificar una visión más a corto plazo de su gestión. Sin embargo, a medida que su influencia en la empresa se incrementa, los objetivos de su gestión se enfocan a más largo plazo y su posición en la empresa es más estable. Estas dos perspectivas permiten anticipar unas preferencias, en uno y otro caso, de este tipo de inversores institucionales en relación a la política de dividendos. De esta forma, en el caso de que la gestión se vincule más al corto plazo, los fondos de inversión, al estar interesados en obtener ganancias de capital, pueden ejercer su influencia para orientar la política de dividendos hacia menores tasas de reparto, en contra de las preferencias de los accionistas minoritarios. En este sentido, el repartir dividendo supondría una barrera de salida a su participación en una gestión de cartera a corto plazo. En cambio, si su posición en la empresa se presume más estable al poseer un mayor nivel de participación, el dividendo como barrera de salida deja de ser relevante. Esto, junto con los objetivos de gestión de carteras a largo plazo, vinculados a la maximización del valor, llevará a un alineamiento con los accionistas minoritarios, lo cual incidirá en mayores tasas de reparto.

Estos planteamientos ponen de manifiesto que la influencia de los fondos de inversión como inversores controladores dependerá de los objetivos de la gestión de sus carteras, los cuales a su vez pueden estar condicionados por el porcentaje de propiedad que tengan de las empresas en las que participan. Por ello, es posible plantear nuevamente una relación no lineal entre los

derechos de voto que posean los fondos de inversión en las empresas y su política de dividendos:

- *H<sub>2</sub>*: *El nivel de derechos de voto del fondo de inversión como último propietario incide de forma negativa en los dividendos de las empresas participadas hasta un determinado nivel de derechos de voto, a partir del cual la relación se vuelve positiva.*

## ASPECTOS METODOLÓGICOS

### MUESTRA

Para la determinación de la muestra se parte de las 117 empresas no financieras que cotizaban en el mercado español a finales de 2003, de las cuales se eliminan dos sociedades excluidas de cotización durante el año 2004 por la imposibilidad de conseguir información sobre las mismas, una sociedad que se encontraba suspendida de cotización al hallarse en proceso de liquidación y seis empresas no domiciliadas en España. Por último, la exigencia de que las empresas cuenten con al menos cuatro observaciones obliga a excluir a catorce empresas más, por lo que la muestra final queda constituida por 607 observaciones.

### DEFINICIÓN DE VARIABLES

♦ *Variable dependiente.* Como variable dependiente se consideran los dividendos pagados en el año, los cuales se han relativizado por el activo total (*DIVAT*) (*e.g.*, Fama y French, 2001; Grinstein y Michaely, 2005; Farinha y López de Foronda, 2005). En este sentido, se considera que la utilización del *payout* está condicionada en mayor medida por las prácticas contables que afectan al cómputo del resultado (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000; Mancinelli y Ozkan, 2006). Asimismo, la ratio dividendos/capitalización bursátil plantea el problema de estar afectada por la coyuntura del mercado bursátil. De esta forma, los cambios en las ratios de dividendos/activo resultan, fundamentalmente, de una decisión corporativa (Barclay *et al.*, 2003), por lo que se consigue aislar dicha decisión del movimiento de

la cotización de las acciones en el mercado. Además, se da la circunstancia de que en la muestra considerada existen algunas empresas con resultado negativo, lo cual avala la no utilización del *payout*<sup>2</sup>. Como robustez se considera la variable dividendos relativizada por las ventas del período (*DIVVTAS*) (Faccio *et al.*, 2001; La Porta *et al.*, 2000a; Trojanowsky, 2004). La Porta *et al.*, (2000a) argumentan que las ventas son menos dependientes de las prácticas contables y más difíciles de manipular que los beneficios. Los datos de dividendos se han obtenido de forma agregada, a partir de la información facilitada por la CNMV, los cuales se presentan ajustados por operaciones que afectan al número de acciones<sup>3</sup>.

♦ *Variables explicativas*. Las variables explicativas vienen determinadas por el nivel de derechos de voto del propietario final institucional. De acuerdo con las hipótesis planteadas, se considera el porcentaje de derechos de voto del banco o caja de ahorros como propietario final (*VPFbanco<sub>t-1</sub>*), o del fondo de inversión (*VPFfondo<sub>t-1</sub>*). Además, con objeto de constatar si la naturaleza del propietario final recoge la incidencia sobre los dividendos, se incluyen dos variables *dummies* que representan la existencia de un propietario final banco o fondo (*Banco<sub>t-1</sub>*, *Fondo<sub>t-1</sub>*). Como robustez se incluyen, también, la variable *dumy* de existencia de un propietario final de carácter institucional (*Inst<sub>t-1</sub>*) y el porcentaje de derechos de voto del mismo (*VPFInst<sub>t-1</sub>*). Estas variables se han introducido de forma retardada al objeto de evitar posibles problemas de endogeneidad (*e.g.*, Giner y Salas, 1995; Grinstein y Michaely, 2005; Khan, 2006). Para medir estas variables se ha seguido la metodología de definición de las cadenas de control propuesta por La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002). Esta metodología ha sido utilizada en algunos de los más relevantes estudios sobre estructura de propiedad y dividendos en el ámbito europeo (*e.g.*, Faccio *et al.*, 2001; Maury y Pajuste 2002; Gugler, 2003; Gugler y Yortoglu, 2003; Goergen *et al.*, 2005; Mancinelli y Ozkan, 2006). Según esta metodología, se considera que una empresa tiene un último propietario institucional cuando un inversor institucional es el principal accionista de la misma, siempre que directa o indirectamente

posea un porcentaje de participación en los derechos de voto igual o superior a un nivel de control establecido, que en nuestro caso será igual al 10 por ciento<sup>4</sup>. De este modo, si un inversor institucional I es el principal accionista de la empresa A y posee un 60 por ciento de los derechos de voto de la empresa A, y a su vez esta empresa es el principal accionista de la empresa B con un 12 por ciento, el inversor institucional I ostenta el 12% de los derechos de voto de la empresa B; esto es, el enlace más débil de la cadena de control [mín (0,60; 0,12)].

Con el objetivo de determinar las relaciones de propiedad sobre la base de la metodología de las cadenas de control expuesta, en una primera fase se parte de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de la que se obtuvieron las participaciones directas e indirectas de aquellos accionistas con un porcentaje de acciones superior al 5 por ciento, así como de la propiedad en manos de los consejeros, independientemente del montante de la misma. En una segunda fase, se complementó dicha fuente con la base de datos Informa, que ofrece información sobre la propiedad y el consejo de administración de sociedades españolas cotizadas y no cotizadas, datos que fueron necesarios para completar en su totalidad la cadena de control de una empresa, es decir, para identificar su último propietario. En aquellos casos en los que se encuentra sociedades no residentes en España como accionistas de empresas españolas, se completa sus estructuras de propiedad a través de las memorias obtenidas en las páginas *web* de dichas sociedades, consultando mediante correo electrónico las dudas que surgieron para dibujar su cadena de control.

♦ *Variables de control*. Con el fin de controlar la posible incidencia de otros aspectos corporativos en la decisión de dividendos, bien por haberse observado en estudios previos, bien por constituir un mecanismo alternativo o complementario de los dividendos (Farinha, 2003), se han incluido las siguientes variables: endeudamiento, oportunidades de inversión, tamaño, naturaleza familiar, sector y año. Las tres primeras variables, representativas de los costes de agencia (Fenn y Liang, 2001), son consideradas en la práctica totalidad de los estudios sobre dividen-

dos, si bien se observan ciertas diferencias en la forma de medirlas. Además, la política de endeudamiento y las oportunidades de inversión pueden constituir mecanismos alternativos a los dividendos para resolver los conflictos de agencia derivados del *free cash flow* (Jensen, 1986; López de Foronda, 2005).

El nivel de endeudamiento ( $Deuda_{t-1}$ ), se ha medido a través de la relación entre el valor contable de la deuda y el activo total (*e.g.*, Fama y French, 2001; Fenn y Liang, 2001; Trojanowsky, 2004; Bena y Hanousek, 2005; López de Foronda, 2005; Farinha y López de Foronda, 2005; Khan, 2006; Renneboog y Szilagy, 2007). Con objeto de evitar posibles problemas de endogeneidad, esta variable se ha introducido de forma retardada (Mancinelli y Ozkan, 2006). En este sentido, la deuda representa un mecanismo alternativo de reducción de los costes de agencia en la medida en que la empresa ha de destinar parte del flujo de caja libre a hacer frente a los compromisos de la deuda (Jensen, 1986). Además, la deuda también puede tener un impacto negativo a causa de los acuerdos o las restricciones impuestas por los acreedores (Farinha 2003); y por el hecho de que las empresas tratan de lograr una reputación ante los intermediarios financieros reduciendo los niveles de dividendos (López de Foronda, 2005). Por tanto, se espera una relación negativa entre deuda y dividendos.

Respecto a las oportunidades de inversión, en el presente trabajo se ha utilizado la tasa de crecimiento o variación relativa del activo (*OPINV*) (*e.g.*, Fama y French, 2001; Denis y Osobov, 2007). Cuando las empresas tienen buenas oportunidades de inversión, es probable que los repartos de dividendos sean menores ya que los fondos generados por la propia empresa se necesitan para financiar los proyectos futuros (*e.g.*, López de Foronda, 2005; Mancinelli y Ozkan, 2006). En esta línea, Fama y French (2001) encuentran que las empresas con mejores oportunidades de inversión nunca han pagado dividendos. De ahí, que se espera una relación negativa entre oportunidades de inversión y dividendos.

Una de las variables más utilizadas en los estudios sobre dividendos es el tamaño (*e.g.*, Fama y French, 2001; Fenn y Liang, 2001; Maury y Pajuste, 2002; Trojanowsky, 2004; Farinha y

López de Foronda, 2005; Bena y Hanousek, 2005; Renneboog y Szilagy, 2007). En el presente estudio, el tamaño (*Tamaño*) es aproximado por el logaritmo de las ventas, siguiendo a Mancinelli y Ozkan (2006), quienes encuentran una incidencia positiva con los dividendos. Así mismo, Fama y French (2001) observan que las empresas más grandes son más propensas a pagar dividendos. Por todo ello, es de esperar una relación positiva entre tamaño y dividendos.

Además de las tres variables de control citadas, los estudios que analizan la relación entre estructura de propiedad y dividendos consideran otras variables específicamente relacionadas con la propiedad. En este sentido, es de señalar que los principales accionistas controladores de las empresas cotizadas en España son las familias (*e.g.*, Santana y Aguiar, 2004). De ahí que se introduzca como variable de control la naturaleza familiar del principal accionista (*Fam*). Para la definición de una empresa como familiar se ha utilizado la metodología de las cadenas de control. Los resultados de estudios empíricos previos no son concluyentes en relación con la incidencia de la naturaleza familiar en la decisión de dividendos (*e.g.*, Maury y Pajuste, 2002; Gugler, 2003; Goergen *et al.*, 2005), por lo que se ha optado por no anticipar el signo de esta relación.

El sector ha sido aproximado a través de variables *dummies*, que tratan de recoger los posibles efectos derivados del contagio que puede producirse en las decisiones empresariales, y que suelen afectar a empresas pertenecientes a un mismo sector (*e.g.*, Fenn y Liang, 2001; Maury y Pajuste, 2002; Gugler, 2003; Trojanowsky, 2004; Mancinelli y Ozkan, 2006). De forma análoga, se han introducido variables *dummies* que representan cada uno de los años (*e.g.*, Gugler, 2003; Bena y Hanousek, 2005). Las variables de control han sido calculadas a partir de la información facilitada por la CNMV así como de los informes anuales de las sociedades.

## ESPECIFICACIÓN ECONÓMICA

Dado que unas empresas deciden repartir dividendo y otras no, y aún las que reparten pueden no hacerlo en alguno de los años, la variable dependiente debe considerarse como una varia-

ble censurada. Algunos estudios precedentes han ignorado este problema y han estimado un modelo de regresión para el conjunto de observaciones, o para aquellas observaciones superiores a cero, lo cual produce estimadores sesgados e inconsistentes (Arrazola *et al.*, 1992; Lozano *et al.*, 2002). No obstante, la mayor parte de los trabajos sobre determinantes de los dividendos (*e.g.*, Arrazola *et al.*, 1992; Giner y Salas, 1995; Han *et al.*, 1999; Maury y Pajuste, 2002; Gugler y Yurtoglu, 2003; Farinha y López de Foronda, 2005; Mancinelli y Ozkan, 2006), utilizan el modelo Tobit, el cual controla la existencia de ceros en el proceso de estimación. El presente estudio utiliza un modelo Tobit de panel, el cual presenta la ventaja frente al análisis de corte transversal de controlar la heterogeneidad insobservable debida a las peculiaridades propias de las empresas. Además, se realiza un test que compara el estimador del *pool* frente a un Tobit de panel, y los resultados muestran que, efectivamente, es mejor el modelo de panel ya que no se puede aceptar que la heterogeneidad no observada sea cero.

Las variables explicativas, tal y como se ha comentado anteriormente, están determinadas por las representativas de la naturaleza así como del nivel de derechos de voto del propietario final institucional (banco o fondo de inversión). Estas variables se han introducido de forma retardada al objeto de evitar posibles problemas de endogeneidad (*e.g.*, Giner y Salas, 1995; Grinstein y Michaely, 2005). De esta forma, si bien se cuenta con información relativa a un período de siete años, debido a la necesidad de retardar algunas de las variables, el panel de datos recoge el período 1998-2003, y está integrado por 506 observaciones.

Por otra parte, de acuerdo con las hipótesis planteadas, las variables explicativas se introducen en forma cuadrática, al objeto de permitir la estimación no lineal de la relación entre propiedad y dividendos. Chen *et al.* (2004) realizan una amplia revisión de la literatura financiera en la que tratan de demostrar la importancia de las relaciones no lineales en la investigación en finanzas corporativas. En este estudio, los citados autores argumentan que las especificaciones no lineales en los modelos de regresión han ganado atención en las investigaciones en el ámbito de

las finanzas corporativas, y en particular en los estudios sobre estructura de propiedad, especialmente desde el trabajo de Morck *et al.* (1988), en el que se utiliza y contrasta un modelo no lineal para analizar la relación entre propiedad del consejo y valor de la empresa. La principal ventaja de la utilización de especificaciones no lineales es que permiten integrar enfoques teóricos controvertidos.

## ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

### ANÁLISIS DESCRIPTIVO

El análisis descriptivo de la política de dividendos de las empresas españolas se realiza a partir de la información contenida en la tabla 1: número de empresas, porcentaje de empresas que reparten dividendos y tasa media de reparto, para cada uno de los años 1997-2003. Como puede observarse, el porcentaje de empresas que reparten dividendos oscila entre el 63% y el 70%, situándose alrededor de esta cifra para el conjunto del período. La tasa media anual de distribución de dividendos, calculada sobre las empresas que reparten, presenta una gran estabilidad a lo largo del período, con valores medios comprendidos entre el 2% y el 3%; siendo la tasa media de reparto para el conjunto del período del 2,42% y la mediana de 1,5%.

Con objeto de facilitar información relativa al grado de control institucional, la tabla 2 contiene la distribución de las empresas en función de si el último propietario es un inversor institucional o no, distinguiendo además entre entidades bancarias y fondos de inversión. Como puede observarse, el porcentaje de empresas controladas por una institución financiera se reduce en el año 1998, debido al descenso de las entidades bancarias como accionistas controladores de las sociedades cotizadas españolas en este año, el cual no es compensado por el leve aumento de los fondos de inversión. No obstante, a partir de 1998 y hasta el año 2001 el porcentaje de empresas controladas por inversores institucionales experimenta una evolución creciente pasando del 18% al 27%. A partir del año 2001 se produce un descenso alcanzándose el 20% en el año 2003. El



porcentaje de empresas controladas por entidades bancarias aumenta hasta el año 2001, y se estabiliza situándose en el año 2003 en un 17%, mientras que los fondos pierden peso como propietarios finales de las empresas no financieras cotizadas españolas, ya que si bien crece su importancia relativa en el período 1997-2001, se produce un importante descenso a partir de 2001, pasando del 10% al 3%. En términos agregados para el conjunto del período, el porcentaje de empresas controladas por una entidad financiera es del 22%. Cuando se compara el porcentaje de empresas controladas por entidades bancarias y fondos se observa un claro predominio de los bancos y cajas de ahorros como principales accionistas de las sociedades cotizadas españolas, con un 14,5% frente a un 7,58% de los fondos. Estos datos evidencian ciertas diferencias de comportamiento entre bancos y fon-

dos al adquirir participaciones en las empresas.

En cuanto al nivel de control que ostentan los inversores institucionales, la tabla 3 contiene los estadísticos descriptivos del nivel de derechos de voto en manos de dichos accionistas en las empresas controladas por una institución, distinguiendo entre bancos y fondos de inversión. Como puede observarse la participación media de derechos de voto se sitúa en el 24,88% para el conjunto de empresas cuyo principal accionista es una institución. En el caso de las empresas que cuentan con una entidad bancaria como último propietario el porcentaje medio de su participación se sitúa en el 28,19%, mientras que en el caso de los fondos dicho nivel es del 18,56%. En general, se aprecian diferencias entre los porcentajes de derechos de voto de los propietarios finales institucionales dependiendo de que éstos

**Tabla 1.-** Política de dividendos. 1997-2003 (%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Media
Empresas que reparten	68,18	67,53	67,05	63,83	69,15	70,21	69,15	69,71
Empresas que no reparten	31,82	32,47	32,95	36,17	30,85	29,79	30,85	30,29
Total empresas	66	77	88	94	94	94	94	
Estadísticos descriptivos. Dividendos/activo total(a)								
Media	2,43	2,34	2,61	2,16	2,19	1,97	3,24	2,42
Mediana	1,66	1,74	1,37	1,42	1,43	1,37	1,63	1,50
D.T.	2,74	2,17	4,33	2,65	2,49	2,12	6,04	3,54
1º cuartil	0,97	0,96	0,88	0,78	0,92	0,79	0,90	0,89
3º cuartil	2,79	3,16	2,72	2,43	2,39	2,24	2,40	2,54
Mínimo	0,20	0,13	0,13	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Máximo	14,77	12,41	28,92	14,63	14,43	15,09	36,61	36,61

(a) Estadísticos calculados sobre las empresas que reparten

**Tabla 2.-** Empresas con principal accionista institucional. 1997-2003 (%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	GLOBAL
Empresas controladas por inversores institucionales	22,73	18,18	20,45	22,34	27,66	22,34	20,21	22,08
Empresas controladas por bancos y cajas de ahorros	15,15	10,39	11,36	12,77	17,02	17,02	17,02	14,50
Empresas controladas por fondos de inversión	7,58	7,79	9,09	9,57	10,64	5,32	3,19	7,58
Total empresas	66	77	88	94	94	94	94	

**Tabla 3.-** Derechos de voto del principal accionista institucional

	$VPFinst_{t-1}$ (a)	$VPFbanco_{t-1}$ (a)	$VPFfondo_{t-1}$ (a)
Media	24,88	28,19	18,56
Mediana	18,29	23,62	15,05
D.T.	15,41	16,67	10,14
1º cuartil	12,20	12,20	12,91
3º cuartil	36,40	45,48	21,77
Mínimo	10,02	10,02	10,02
Máximo	71,28	71,28	51,88

$VPFinst_{t-1}$ ,  $VPFbanco_{t-1}$ ,  $VPFfondo_{t-1}$ , nivel de participación en los derechos de voto del último propietario cuando éste es una institución financiera, un banco o un fondo, respectivamente.  
(a) Datos calculados sobre empresas en las que el último propietario es una entidad financiera, banco o fondo.

sean entidades bancarias o fondos de inversión; observándose mayores niveles de derechos de voto en el caso de las primeras frente a los segundos.

Los estadísticos descriptivos de las variables, así como la matriz de correlaciones se presentan en la tabla 4. Como puede observarse, la muestra se caracteriza por estar compuesta, en términos medios, por empresas con oportunidades de inversión, con un nivel de endeudamiento en torno al 52% sobre el activo total y controladas por familias en un 49% de los casos. Por último, teniendo en cuenta los valores de los coeficientes de correlación entre las variables, no es previsible que se planteen problemas de multicolinealidad en los modelos.

## RESULTADOS ECONÓMICOS

La incidencia de la propiedad institucional en la política de dividendos se presenta en la tabla 5, en la que se distingue en función del tipo de inversor, concretamente entre entidades bancarias (bancos y cajas de ahorros), y fondos de inversión. El modelo 1 considera la naturaleza del inversor, mientras que el modelo 2 cuantifica el nivel de participación en los derechos de voto del banco o fondo como propietario final de la empresa. La razón de considerar estas variables en dos modelos diferentes es la elevada correlación existente entre ambas, las cuales como se ha comentado, se introducen de forma retardada en el modelo.

Los resultados del modelo 1 reflejan que la naturaleza del inversor institucional ejerce una incidencia diferente en función del tipo de inversor. Así, el carácter bancario del principal accionista resulta favorable al reparto de dividendos, mientras que la presencia de un fondo de inversión como propietario final incide de forma negativa. Por otra parte, en el modelo 2 se recoge el nivel de derechos de voto de cada uno de los dos tipos de inversores institucionales considerados, los cuales se especifican en forma cuadrática, de acuerdo con las hipótesis enunciadas. Los resultados de este modelo reflejan que el nivel de derechos de voto del propietario final institucional (banco o fondo) exhibe una relación no lineal con los dividendos, si bien de forma invertida en ambos tipos de entidades.

De esta forma, en el caso de los bancos la relación entre el nivel de derechos de voto y los dividendos adopta primero un signo positivo y a partir de un cierto nivel, situado en torno al 29%, se transforma en negativo. Con objeto de corroborar la existencia de observaciones en los dos tramos de la relación, se constata que un 43% de las observaciones se encuentran a la izquierda del punto de inflexión, mientras que el porcentaje de observaciones con un valor superior a dicho máximo es del 57%. Estos resultados apoyan la hipótesis 1 e indican que en las empresas controladas por una entidad bancaria, hasta cierto nivel de derechos de voto del banco o caja de ahorros predominará el efecto positivo, debido al alineamiento con los minoritarios y/o a tratar de tomar una posición como acreedor en la

**Tabla 4.-** Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones

	<i>DIVAT</i>	<i>DIVVTAS</i>	<i>Inst</i> <sub><i>t-1</i></sub>	<i>VPFinst</i> <sub><i>t-1</i></sub>	<i>Banco</i> <sub><i>t-1</i></sub>	<i>VPFbanco</i> <sub><i>t-1</i></sub>	<i>Fondo</i> <sub><i>t-1</i></sub>	<i>VPFfondo</i> <sub><i>t-1</i></sub>	<i>Fam</i>	<i>Tamaño</i>	<i>Opinv</i>	<i>Deuda</i>
Media	1,64	2,77	0,22	5,53	0,14	3,95	0,08	1,57	0,49	12,89	0,05	0,52
D.T.	3,20	6,05	0,41	12,65	0,34	11,68	0,27	6,01	0,50	1,84	0,53	0,29
<i>DIVAT</i>	1											
<i>DIVVTAS</i>	0,713	1										
<i>Inst</i> <sub><i>t-1</i></sub>	0,337	0,1657	1									
<i>VPFinst</i> <sub><i>t-1</i></sub>	0,011	0,174	0,813	1								
<i>Banco</i> <sub><i>t-1</i></sub>	0,108	0,218	0,751	0,723	1							
<i>VPFbanco</i> <sub><i>t-1</i></sub>	0,045	0,189	0,630	0,880	0,838	1						
<i>Fondo</i> <sub><i>t-1</i></sub>	-0,085	-0,024	0,562	0,317	-0,122	-0,102	1					
<i>VPFfondo</i> <sub><i>t-1</i></sub>	-0,063	-0,002	0,488	0,393	-0,106	-0,088	0,867	1				
<i>Fam</i>	-0,198	-0,150	-0,504	-0,409	-0,388	-0,327	-0,271	-0,227	1			
<i>Tamaño</i>	0,032	-0,023	0,075	0,045	0,118	0,080	-0,034	-0,061	-0,235	1		
<i>Opinv</i>	-0,153	-0,002	-0,009	-0,023	-0,043	-0,049	0,039	0,045	0,032	0,023	1	
<i>Deuda</i> <sub><i>t-1</i></sub>	-0,144	-0,175	-0,029	-0,018	-0,058	-0,028	0,028	0,016	0,034	0,138	0,074	1

*DIVAT*, dividendos pagados sobre activo total; *DIVVTAS*, dividendos pagados sobre ventas. *Inst*<sub>*t-1*</sub>, *Banco*<sub>*t-1*</sub>, *Fondo*<sub>*t-1*</sub>, dummy que representa la existencia de un propietario final de carácter institucional, banco o fondo, respectivamente. *VPFinst*<sub>*t-1*</sub>, *VPFbanco*<sub>*t-1*</sub>, *VPFfondo*<sub>*t-1*</sub>, nivel de participación en los derechos de voto del último propietario cuando éste es un inversor institucional, entidad bancaria o fondo, respectivamente. *Tamaño*, logaritmo de las ventas; *Opinv*, oportunidades de inversión; *Deuda*, endeudamiento; *Fam*, carácter familiar del último propietario.

empresa por parte del banco. Sin embargo, a partir de dicho nivel, la posibilidad de obtener beneficios privados de sus relaciones de negocio, en contra de los intereses de los minoritarios, unido al interés por aumentar la solvencia de la empresa participada, deriva en una reducción de los dividendos, con la consiguiente expropiación de los minoritarios.

En el caso de que el propietario final sea un fondo de inversión, los resultados del modelo 2 (tabla 5) reflejan una relación en forma de U, inversa a la observada en las entidades bancarias, con un mínimo situado en torno al 13% de los derechos de voto. En la muestra objeto de estudio el porcentaje de observaciones en los que la propiedad del fondo supera el 13% se eleva al 78,9%. Los resultados obtenidos para los fondos de inversión ofrecen apoyo a la hipótesis 2. La relación negativa encontrada hasta cierto nivel de propiedad está en consonancia con el argumento de una gestión de carteras a corto plazo que incentiva la retención de beneficios en detrimento de los dividendos, en la medida en que éstos suponen una barrera ante la posible salida de la empresa. Sin embargo, a medida que la participación es mayor, el fondo como accionista controlador se plantea objetivos de permanencia en la empresa participada, lo cual unido a un objetivo de gestión de carteras a largo plazo, alinea sus intereses con los accionistas minoritarios, lo cual conlleva un mayor reparto de dividendos.

En cuanto a las variables de control, el tamaño resulta positivo y significativo, indicando que son las empresas de mayor dimensión las que reparten mayores dividendos. Las oportunidades de inversión influyen de forma negativa en la cuantía de dividendos, lo cual refleja, de acuerdo con el signo esperado, que en las empresas que tienen proyectos creadores de valor en los que materializar los beneficios obtenidos, se justifican una mayor retención de los mismos, en detrimento del reparto de dividendos. De la misma forma, el nivel de endeudamiento influye de forma negativa en la cuantía de dividendos. Este resultado puede interpretarse desde la visión de la teoría de la agencia, que considera la deuda como un mecanismo de control, el cual puede actuar como sustituto de los dividendos, y además por la reducción de la disponibilidad de recursos para destinar a dividendos ante las cargas

fijas derivadas de la remuneración y reembolso de la deuda.

**Tabla 5.-** Propiedad institucional y dividendos

Variable dependiente: Dividendos/Activo total  
Modelo Tobit de Panel. 1997-2003

	(1)	(2)
<i>Banco</i> <sub><i>t-1</i></sub>	2,263*** (2,68)	
<i>Fondo</i> <sub><i>t-1</i></sub>	-1,583* (-1,75)	
<i>VPFbanco</i> <sub><i>t-1</i></sub>		0,158** (2,37)
$(VPFbanco_{t-1})^2$		-0,002** (-1,98)
<i>VPFfondo</i> <sub><i>t-1</i></sub>		-0,217** (-2,24)
$(VPFfondo_{t-1})^2$		0,006** (2,13)
<i>Deuda</i> <sub><i>t-1</i></sub>	-9,197*** (-4,62)	-8,673*** (-4,16)
<i>Opinv</i>	-1,634*** (-4,59)	-1,632*** (-4,51)
<i>Tamaño</i>	0,609** (2,22)	0,707** (2,48)
<i>Fam</i>	-0,603 (-0,86)	-0,682 (-0,98)
Efecto Sector	Sí	Sí
Efecto Año	Sí	Sí
<i>C</i>	-4,683 (-1,11)	-5,824 (-1,34)
Log pseudo-likelihood	-773,12	-772,86
$\chi^2$	82,07***	82,59***
Test Pool vs Panel	151,02***	145,75***
Nº observaciones	506	506
Nº observ. censuradas	261	261

*Banco*<sub>*t-1*</sub>, *Fondo*<sub>*t-1*</sub>, dummy que representa la existencia de un propietario final banco o fondo, respectivamente, con un año de retardo. *VPFbanco*<sub>*t-1*</sub>, *VPFfondo*<sub>*t-1*</sub>, nivel de participación en los derechos de voto del último propietario cuando éste es una entidad bancaria o fondo, respectivamente, con un año de retardo. *Deuda*<sub>*t-1*</sub>, endeudamiento con un año de retardo; *Opinv*, oportunidades de inversión; *Tamaño*, logaritmo de las ventas; *Fam*, carácter familiar del último propietario. *Dummies* sector y año incluídas.  
Entre paréntesis aparecen los t-valores utilizando el comando Robust del programa Stata 9.1.  
\*Significativo al 10%, \*\*al 5%, \*\*\*al 1%.

♦ **Análisis de robustez.** En aras de comprobar la robustez de los resultados obtenidos, se han efectuado tres tipos de análisis adicionales. En primer lugar, con objeto de aislar el posible efecto derivado de la selección de las variables de control, se han reestimado los modelos 1 y 2 considerando exclusivamente las variables explicativas. Los resultados recogidos en la tabla 6 (modelos 1a y 2a), coinciden en signo y significación con los obtenidos en los modelos inicia-

les. En segundo lugar, los estudios empíricos que analizan los determinantes de los dividendos suelen considerar además del activo total otras alternativas para relativizar los dividendos (*e.g.*, precio de la acción o capitalización bursátil, resultados, ventas). De todas ellas se ha elegido ésta última (*DIVVTAS*), ya que las ventas, al igual que el activo total son variables no afectadas por el mercado, y están menos sujetas a manipulación contable (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000; Mancinelli y Ozkan, 2006). Los resultados obtenidos de la estimación de los modelos con esta variante (modelos 1b y 2b, tabla 6) permiten corroborar los inicialmente obtenidos ya que se mantiene la

significación y el signo positivo para el carácter bancario, así como las relaciones cuadráticas entre derechos de voto del banco y dividendos (+/-) y entre derechos de voto del fondo como propietario final y dividendos (-/+). La única excepción es la ausencia de significación estadística para la variable que representa la naturaleza del fondo, si bien se mantiene el signo negativo.

Por último, dado que existen estudios en los que se considera la propiedad institucional sin distinguir en función del tipo de inversor, se ha procedido a reestimar los modelos considerando el último propietario institucional independientemente de que se trate de un banco o un fondo,

**Tabla 6.-** Propiedad institucional y dividendos. Análisis de robustez

Variable dependiente: Dividendos  
Modelo Tobit de Panel. 1997-2003

	1a	2a	1b	2b	1c	2c
<i>Banco</i> <sub>t-1</sub>	3,178*** (3,58)		3,973** (2,46)			
<i>Fondo</i> <sub>t-1</sub>	-2,431*** (-2,70)		-2,750 (-1,47)			
<i>Inst</i> <sub>t-1</sub>					0,403 (0,60)	
<i>VPFbanco</i> <sub>t-1</sub>		0,222*** (3,30)		0,364*** (2,72)		
$(VPFbanco_{t-1})^2$		-0,003** (-2,31)		-0,006** (-2,33)		
<i>VPFfondo</i> <sub>t-1</sub>		-0,282*** (-2,87)		-0,433** (-2,22)		
$(VPFfondo_{t-1})^2$		0,007** (2,49)		0,014*** (2,74)		
<i>VPFinst</i> <sub>t-1</sub>						0,032 (0,60)
$(VPFinst_{t-1})^2$						-0,0002 (-0,18)
<i>Deuda</i> <sub>t-1</sub>			-20,368*** (-5,60)	-20,487*** (-5,72)	-10,006*** (-5,05)	-9,966*** (-5,04)
<i>Opinv</i>			0,107 (0,13)	0,149 (0,19)	-1,774*** (-4,95)	-1,741*** (-4,80)
<i>Tamaño</i>			0,911** (2,02)	1,026** (2,30)	0,643** (2,33)	0,669** (2,42)
<i>Fam</i>			0,940 (0,72)	1,077 (0,84)	-0,810 (-1,16)	-0,669 (-0,96)
Efecto Sector			Sí	Sí	Sí	Sí
Efecto Año			Sí	Sí	Sí	Sí
<i>C</i>	-0,831** (-1,96)	-0,768* (-1,81)	-2,991 (-0,43)	-3,445 (-0,51)	-4,228 (-0,99)	-4,466 (-1,05)
Log pseudo-likelihood	-805,98	-806,58	-1058,59	-1055,84	-778,30	-778,09
$\chi^2$	23,13***	21,95***	69,96***	75,47***	71,72***	72,13***
Test Pool vs Panel	193,61***	187,04***	60,21***	53,58***	147,08***	147,01***
Nº observaciones	513	513	506	506	506	506
Nº observaciones censuradas	267	267	231	231	261	261

*Robustez: a, modelos con las variables explicativas, exclusivamente; b, variable dependiente: Dividendos/ventas; c, variables explicativas relativas a los inversores institucionales globalmente considerados.*  
*Inst*<sub>t-1</sub>, *Banco*<sub>t-1</sub>, *Fondo*<sub>t-1</sub>, dummy que representa la existencia de un propietario final de carácter institucional, banco o fondo, respectivamente, con un año de retardo. *VPFinst*<sub>t-1</sub>, *VPFbanco*<sub>t-1</sub>, *VPFfondo*<sub>t-1</sub>, nivel de participación en los derechos de voto del último propietario cuando éste es un inversor institucional, entidad bancaria o fondo, respectivamente, con un año de retardo. *Deuda*<sub>t-1</sub>, endeudamiento con un año de retardo; *Opinv*, oportunidades de inversión; *Tamaño*, logaritmo de las ventas; *Fam*, carácter familiar del último propietario. *Dummies* sector y año incluidas.  
 Entre paréntesis aparecen los t-valores utilizando el comando Robust del programa Stata 9.1.  
 \*Significativo al 10%, \*\*al 5%, \*\*\*al 1%.

tanto su naturaleza, a través de una *dummy*, como en el nivel de derechos de voto del propietario final institucional. Los resultados de los modelos que relacionan la naturaleza institucional del inversor, así como el nivel de derechos de voto con los dividendos se caracterizan por la ausencia de significación estadística tanto de la variable *dummy* (modelo 1c) como de la propiedad (modelo 2c). Ello puede explicarse precisamente por el hecho de que estas variables agregan dos tipos de inversores con un comportamiento heterogéneo en relación con la política de dividendos, como se ha puesto de manifiesto en los modelos iniciales. Por tanto, la ausencia de significatividad de estos modelos puede considerarse un apoyo al hecho de que bancos y fondos presentan un comportamiento diferente, lo cual impide que resulte un signo definido al considerar los dos colectivos de forma conjunta.

## DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Los resultados obtenidos en este trabajo ponen de manifiesto la necesidad de distinguir entre el tipo de inversor institucional en el análisis de la incidencia de su control en las decisiones corporativas, ya que los objetivos y el comportamiento de las distintas entidades financieras no es homogéneo (*e.g.*, Gillan y Starks, 2003; Gaspar *et al.*, 2005; Khan, 2006; Chen *et al.*, 2007). De esta forma, la evidencia encontrada en el presente estudio está en consonancia con la obtenida por otros trabajos, que han observado diferencias entre los tipos de inversores institucionales, fundamentalmente, sobre la base de la existencia o no de relaciones de negocio entre los mismos y las empresas participadas (*e.g.*, Brickley *et al.*, 1988; Almazan *et al.*, 2005; Borokhovich *et al.*, 2006; Khan, 2006; Cornett *et al.*, 2007). Así, Grinstein y Michaelly (2005) argumentan que la heterogeneidad existente en la propiedad institucional globalmente considerada explica su no incidencia en la política de dividendos, lo cual aconseja distinguir en función del tipo de inversor.

En este sentido, los resultados obtenidos difieren en el caso de las entidades bancarias y los fondos de inversión como propietarios finales de las empresas, exhibiendo en ambos casos una re-

lación no lineal, si bien de forma invertida; (+/-) para los bancos y (-/+) para los fondos. En esta línea, la existencia de relaciones no lineales entre la propiedad y la política de dividendos ha sido demostrada en otros estudios (*e.g.*, Schooley y Barney, 1994; Alangar *et al.*, 1999; Farinha, 2003; Gugler y Yortuglu, 2003; Correia da Silva *et al.*, 2004; Farinha y López de Foronda, 2005; Thomsen, 2005; Khan, 2006).

A pesar de la importancia de distinguir en función del tipo de inversor institucional, entre los trabajos que han abordado la incidencia de la propiedad institucional en las decisiones corporativas, y en particular en la de dividendos, son escasos los estudios que han considerado las diferencias existentes entre los diversos tipos de inversores institucionales, tales como bancos, compañías aseguradoras, fondos de inversión o de pensiones (Hotchkiss y Strickland, 2003), especialmente en el contexto europeo. Este hecho dificulta la comparación de los resultados obtenidos en la presente investigación. No obstante, existen trabajos que pueden permitir un cierto paralelismo que contribuya a la discusión de los resultados encontrados. En este sentido, el estudio de Khan (2006) distingue entre compañías de seguros, fondos de pensiones y otras instituciones financieras. Sus resultados muestran una relación positiva entre propiedad de las compañías de seguros y dividendos mientras que para las otras entidades no resulta significativa. Este autor argumenta que bajos niveles de propiedad de las compañías de seguro (asimilables a los bancos por sus posibles relaciones de negocio con las empresas participadas), se asocian a mayores dividendos. Este resultado está en consonancia con el signo positivo encontrado en el presente trabajo entre control bancario y dividendos, si bien hasta cierto nivel de participación en los derechos de voto.

Por otro lado, en relación con la incidencia negativa de la propiedad bancaria en la política de dividendos, los resultados obtenidos a partir de un determinado nivel de derechos de voto, coinciden con los encontrados por López de Foronda (2005) para el entorno de ley civil. Este autor argumenta que al ser los inversores institucionales fundamentalmente bancos, el papel de éstos como prestamistas les puede llevar a em-

plear su poder para extraer rentas de los accionistas minoritarios, siendo una forma de esa extracción el menor pago de dividendos. Además, afirma que los bancos suelen adquirir grandes porcentajes de propiedad de las empresas formando *holdings* industriales en los que además, pueden ser prestamistas de las empresas en las que participan empleando su mayor poder para tratar de dirigir el comportamiento de la dirección con el fin de adoptar decisiones empresariales acordes con sus intereses. Ello podría llegar a perjudicar a los pequeños accionistas, siendo una forma de hacerlo la reducción de los dividendos. En esta línea, el estudio de Goergen *et al.* (2005), centrándose en el papel de los inversores de carácter bancario en el caso alemán, encuentran que la presencia de un banco como mayor accionista de las empresas está relacionada con una mayor probabilidad de omisión de los dividendos<sup>5</sup>.

En lo referente a la incidencia del control de los fondos de inversión sobre la política de dividendos, los resultados del presente trabajo están en consonancia con los obtenidos por Gaspar *et al.* (2005), los cuales sostienen que una de las características de los inversores institucionales que puede incidir en la política de dividendos es su horizonte de inversión. Según estos autores, a corto plazo los inversores preocupados por la liquidez de sus inversiones prefieren recompras, mientras que los inversores a largo plazo prefieren dividendos. De esta forma, asumiendo el paralelismo entre el horizonte de la inversión y nivel de participación, puede afirmarse que para menores niveles de derechos de voto del principal accionista, su visión a corto plazo de la cartera le lleva a preferir menos dividendos, mientras que a medida que aumenta el nivel de participación su visión a largo plazo se asocia a un mayor reparto de dividendos. En este sentido, los resultados obtenidos en el presente trabajo se encuentran de igual forma en línea con los aportados por Chen *et al.* (2007). Estos autores encuentran que la presencia de inversores sin relaciones de negocio con las empresas en las que participan y que tienen una perspectiva de inversión a largo plazo, incrementa la *performance* de las empresas adquiridas. Este resultado pone de manifiesto que cuando los fondos de inversión tienen una

relación estable con las empresas en las que participan (asimilables a elevados niveles de participación), tienden a alinearse con los accionistas minoritarios, por lo que bajo esta presunción dicho control llevaría a un mayor reparto.

## CONCLUSIONES

El presente estudio se enmarca dentro de la literatura que analiza cómo distintos aspectos de la estructura de propiedad inciden en las decisiones que se toman en el seno de las empresas. De entre estos aspectos, ha adquirido cada vez mayor importancia ante la presencia de estructuras de propiedad concentradas, la naturaleza de determinados grupos de accionistas que pueden ejercer su influencia en la empresa, bien para alinearse con los intereses de los minoritarios, o bien para aprovechar su posición en aras de obtener beneficios privados en contra de los inversores externos. En esta línea, el presente estudio analiza la relación entre el control institucional y la política de dividendos de las empresas cotizadas españolas, profundizando en la diferente naturaleza de los distintos tipos de inversores institucionales.

Los resultados de esta investigación muestran, para una muestra de empresas cotizadas españolas en el periodo 1997-2003, una incidencia diferenciada en la decisión de dividendos de las empresas controladas por entidades bancarias y fondos de inversión como propietarios finales. Además, para ambos tipos de inversores institucionales se encuentra una relación no lineal entre su propiedad y los dividendos, si bien de forma invertida.

En concreto, en el caso de que sea una entidad bancaria el último propietario, se observa como hasta un determinado porcentaje de derechos de voto (en torno al 29%), su presencia deriva en mayores repartos de dividendos, lo cual vendría a demostrar que se alinean con los accionistas minoritarios. Sin embargo, a partir de dicho nivel, a medida que se incrementa la participación en los derechos de voto de las entidades bancarias, la búsqueda de beneficios privados como consecuencia de las posibilidades de negocio inducido que representan los flujos de caja en la empresa y/o la preferencia por un reforza-

miento de la solvencia de las empresas participadas, conlleva un menor reparto de dividendos en las empresas que dichas instituciones controlan, en detrimento de los intereses de los accionistas minoritarios.

Por su parte, en el caso de que el último propietario sea un fondo de inversión, se pone de manifiesto que hasta un determinado nivel de derechos de voto (en torno al 13%), su presencia conlleva un menor reparto de dividendos, lo cual estaría en consonancia con una visión a corto plazo de la gestión de sus carteras. Sin embargo, al elevarse su participación en los derechos de voto, se observa un incremento en el reparto de dividendos como consecuencia de una inversión en la empresa más estable, lo que conlleva un alineamiento con los intereses de los accionistas minoritarios.

De este modo, con las aportaciones realizadas en el presente trabajo, se espera haber contribuido a extender el conocimiento sobre el comportamiento de los inversores institucionales en el contexto español, y particularmente en relación con la política de dividendos. Por otra parte, es de destacar que el estudio se ha abordado desde un planteamiento metodológico novedoso en la medida en que se ha computado el control institucional a partir de la metodología de definición de las cadenas de control, lo cual ha permitido, a su vez, contemplar el papel de estos inversores como propietarios finales, aspecto inédito en relación con las empresas cotizadas españolas. Igualmente, y en base a la revisión de la literatura efectuada, la presente investigación resulta pionera en España en considerar el tipo de inversor institucional en el análisis de su influencia en la política de dividendos de las empresas participadas, y los resultados obtenidos amplían la escasa evidencia sobre la relación entre propiedad institucional y política de dividendos, enmarcados en entornos en los que el conflicto de agencia predominante es el existente entre accionistas controladores y minoritarios.

## NOTAS

1. Así, mientras que en 1992 los bancos y cajas de ahorros poseían el 15,6% de las acciones de la bolsa española y las instituciones de inversión co-

lectiva el 1,7%, en el año 2003 esos porcentajes se encontraban en el 7,7% y el 5,6% respectivamente (Bolsa y Mercados Españoles, 2006)

2. Fama y French (2001) argumentan su preferencia por la ratio dividendos/activo total sobre el *payout*.
3. Otra alternativa consiste en sumar las cuantías pagadas en cada año a partir de la información que facilita la Bolsa de Madrid, si bien en este caso se plantea el problema de conocer el número de acciones en circulación en cada momento para efectuar los ajustes correspondientes.
4. La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002) también utilizan el 20 por ciento como nivel de control. No obstante, en este trabajo se presentan únicamente los resultados para un nivel de control del 10 por ciento, ya que los resultados empíricos no experimentan cambios significativos entre ambos niveles de control. Además, la utilización de un nivel de control del 10 por ciento se adecua en mayor medida a la realidad de las relaciones de propiedad de las empresas cotizadas españolas.
5. La justificación aportada por estos autores se basa en que el control ejercido por estas instituciones puede disminuir los costes de agencia y, por tanto, reducir la necesidad de dividendos.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALANGAR, S.; BATHALA, CH.T.; RAO, R.P. (1999): "The Effect of Institutional Interest on the Information Content of Dividend-Change Announcements", *The Journal of Financial Research*, 22 (4), pp. 429-448.
- ALLEN, F.; BERNARDO, A.; WELCH, I. (2000): "A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles", *Journal of Finance*, 55, pp. 2499-2536.
- ALMAZAN, A.; HARTZELL, J.C.; STARKS, L.T. (2005): *Active Institutional Shareholders And Costs Of Monitoring: Evidence From Executive Compensation*. (Working Paper). University of Texas at Austin.
- AMIHUD, Y.; MURGIA, M. (1997): "Dividends Taxes, and Signaling: Evidence from Germany", *The Journal of Finance*, 52 (1), pp. 397-408.
- ARRAZOLA, M.; HEVIA, J.; MATO, G. (1992): "Determinantes de la distribución de dividendos", *Investigaciones Económicas* (2ª época), XVI (2), pp. 235-258.
- BANCEL, F.; BHATTACHARYYA, N.; MITTOO, U.R. (2005): *Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms*. (Working Paper, 683111). SSRN.

- BARCLAY, M.J.; HOLDERNESS, C.G.; SHEEHAN, D.P. (2003): *Dividends and Dominant Corporate Shareholders*. (Working Paper). SSRN.
- BECHT, M.; RÖELL, A. (1999): "Blockholdings in Europe: An Internacional Comparison", *European Economic Review*, 43, pp. 049-1056.
- BENA, J.; HANOUSEK, J. (2005): *Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic*. (Working Paper). SSRN.
- BOLSA Y MERCADOS ESPAÑOLES (2006): *Informe de mercado*.
- BOROKHOVICH, K.A.; BRUNARSKI, K.; HARMAN, Y.S.; PARRINO, R. (2006): "Variation in the Monitoring Incentives of Outside Stockholders". *The Journal of Law and Economics*, 49, pp. 651-680.
- BRICKLEY, J.; LEASE, R.; SMITH, C. (1988): "Ownership Structure and Voting Antitakeover Amendment". *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 267-292.
- CHEN, S.S.; HO, K.W.; LEE C.F.; SHRESTHA, K. (2004): "Nonlinear Models in Corporate Finance Research: Review, Critique, and Extensions", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 22, pp. 141-169.
- CHEN, X; HARFORD, J.; LI, K. (2007): "Monitoring: Which Institutions Matter?", *Journal of Financial Economics*, 86, pp. 279-305.
- CHUNG, R.; FIRTH M.; KIM, J.B. (2002): "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance*, 8, pp. 29-48.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. (2000): "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81-112.
- CORREIA DA SILVA, L.; GEORGEN, M.; RENNEBOOG, L. (2004): *Dividend Policy and Corporate Governance*. Oxford University Press.
- CORNETT, M.M.; MARCUS A.J.; SAUNDERS, A.; TEHRANIAN, H. (2007): "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance", *Journal of Banking and Finance*, 31, pp. 1771-1794.
- CUERVO, A. (1991): "Los grupos empresariales bancarios", *Papeles de Economía Española*, 49, pp. 237-245.
- CUERVO, A. (2002): "Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control", *Corporate Governance*, 10 (2), pp. 84-93.
- DAVIS, E. P. (2002): "Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector", *Economic Systems*, 26, pp. 203-229.
- DENIS, D.J.; OSOBOV, I. (2007): "Why do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. (Working Paper, 887643). SSRN.
- DUGGAL, R.; MILLAR, J. (1999): "Institutional Ownership and Firm Performance. The Case of Bidder Returns", *Journal of Corporate Finance*, 5, pp. 103-117.
- FACCIO, L.; LANG, L. (2002): "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 365-395.
- FACCIO, L.; LANG, L.; YOUNG, L. (2001): "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, 91 (2), pp. 54-78.
- FAMA, E.F. (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88 (2), pp. 288-397.
- FAMA, E.F.; JENSEN, M. (1983): "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, XXVI, pp. 301-325.
- FAMA, E.; FRENCH, K. (2001): "Disappearing Dividends: Changing Firms Characteristics of Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, 60 (1) pp. 3-45.
- FARINHA, J. (2003): "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis". *Journal of Business Finance and Accountig*, 30 (9-10), pp. 1173-1209
- FARINHA, J.; LÓPEZ DE FORONDA, O. (2005): *The Relation between Dividends and Insider Ownership in Different Legal Systems: International Evidence*. Centro de Estudios de Economía Industrial, do Trabalho e da Empresa.
- FEEN, G.W.; LIANG, N. (2001): "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 45-72.
- FERNÁNDEZ, Z. (2001): "Las relaciones banca-industria: un tiempo para la revisión", *Economía Industrial*, pp. 13-24.
- GASPAR, J.M.; MASSA, M.; MATOS, P.; PATGIRI, R.; REHMAN, Z. (2005): *Can Buybacks be a Product of Shorter Time Horizons?* (Working Paper, 649482). SSRN.
- GILLAN, S.L.; STARKS, L.T. (2003): "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective". *Journal of Applied Corporate Finance*, (Fall-Winter), pp. 4-22.
- GINER, E.; SALAS, V. (1995): "Explicaciones alternativas para la política de dividendos. Análisis empírico con datos empresariales españoles". *Investigaciones Económicas*, XIX (3), pp. 329-348.
- GONZÁLEZ, F. (2001): "El contenido informativo de las participaciones industriales de la banca", *Economía Industrial*, 341, pp. 25-34.



- GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L.; CORREIA DA SILVA, L. (2005): "When do German Firms Change Their Dividends?", *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 375-399.
- GORTON, G.; SCHMID, F. (2000): "Universal Banking and the Performance of German Firms", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 29-30.
- GRINSTEIN, Y.; MICHAELY, R. (2005): "Institutional Holdings and Payout Policy", *Journal of Finance*, LX (3), pp. 1389-1426.
- GUGLER, K. (2003): "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment", *Journal of Banking and Finance*, 27, pp.1297-1321.
- GUGLER, K.; YORTOGLU, B. (2003): "Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany". *American Economic Review*, 47 (4), pp. 731-758.
- HAN, K.C.; LEE, S.H.; SUK, D.Y. (1999): "Institutional Shareholders and Dividends", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12 (1), pp. 53-62.
- HAN, S. (2004): *Ownership Structure and Quality of Financial Reporting*. (Working Paper). University of Illinois.
- HOTCHKISS, E.; STRICKLAND, D. (2003): "Does Shareholders Composition Matter? Evidence for the Market Reaction to Corporate Earning Announcements", *Journal of Finance*, LVIII (4), pp.1469-1498.
- HSU, G.; KOH, P.S. (2005): "Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia", *Corporate Governance*, 13, pp. 809-823.
- JENSEN, M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76 (2), pp. 323-329.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- JHONSON, S.; SHLEIFER, A. (2001): *Privatization and Corporate Governance*. (Working Paper). NBER.
- KHAN, T. (2006): "Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data", *The Economic Journal*, 116, pp. 172-189.
- KOH, P.S. (2003): "On The Association between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management in Australia", *The British Accounting Review*, 35, pp. 105-128.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1999): "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, LIV, pp. 471-517.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (2000a): "Agency Problems and Dividends Policies Around the World", *Journal of Finance*, 55 (1), pp. 1-33.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (2000b): "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), pp. 3-27.
- LÓPEZ DE FORONDA, O. (2005): *Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde una perspectiva institucional: evidencia empírica internacional*. ACEDE.
- LOZANO, M.B.; MIGUEL, A. DE; PINDADO, J. (2002): "Papel de política de dividendos en las empresas reguladas", *Investigaciones Económicas*, XXVI (3), pp. 447-474.
- MANCINELLI, L.; OZKAN, A.(2006): "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms", *The European Journal of Finance*, 12 (3), pp. 265-282.
- MAURY, C.B.; PAJUSTE, A. (2002): "Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland", *Finnish Journal of Business Economics*, 1, pp. 15-45.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1988): "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- PROWSE, S. (1990): "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan", *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 43-66.
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. (2003): "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance", en: *The Transformation of the European Financial System*, pp. 123-172. European Central Bank.
- ROZEFF, M.S. (1982): "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividends Payout Ratios", *The Journal of Financial Research*, 5, pp. 249-259.
- RENNEBOOG, L.; SZILAGYI, P.G. (2007): *How Relevant is Dividend Policy Under Low Shareholder Protection?* (Discussion Paper, 73). Tilburg University, Center for Economic Research.
- SANTANA MARTIN, D.J.; AGUIAR DÍAZ, I. (2004): *Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2003*. (Monografía, 5). Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- SCHOOLEY, D.K.; BARNEY, L.D. (1994): "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", *Journal of Financial Research*, 17 (3), pp. 363-373.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1997): "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, LII, pp. 737-783.
- SHORT, H.; ZHANG, H.; KEASEY, K. (2002): "The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership", *Journal of Corporate Finance*, 8, pp. 105-122.

- STEINHERR, A.; HUVENEERS, CH. (1994): "On the Performance of Differently Regulated Financial Institutions: Some Empirical Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 18, pp. 271-306.
- THOMSEN, S. (2005): "Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU", *European Business Organization Law Review*, 6, pp. 201-225.
- TROJANOWSKI, G. (2004): *Ownership Structure and Payout Policy in the UK*. (Working Paper). Tilburg University.
- ZOIDO, E. (1998): *Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas*. (Tesis de licenciatura, 9801). CEMFI.