



F. LÓPEZ ITURRIAGA *
P. SAONA HOFFMANN **

Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española ***

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Revisión teórica e hipótesis. 2.1. Estructura de capital. 2.2. Estructura de propiedad. 2.3. Política de dividendos. 2.4. Medidas de costes de agencia. 3. Muestra, variables y metodología. 3.1. Muestra. 3.2. Variables. 3.3. Metodología. 4. Resultados empíricos. 4.1. Resultados. 4.2. Análisis de sensibilidad. 5. Conclusiones. Referencias bibliográficas

RESUMEN: El presente trabajo analiza la influencia de la estructura de capital, la estructura de propiedad y la política de dividendos sobre la discrecionalidad directiva. A diferencia de estudios anteriores, hemos tratado de identificar algunas manifestaciones de los costes de agencia y hemos examinado el efecto que sobre ellos tienen estos mecanismos de control. Para ello hemos definido dos medidas de costes de agencia, la primera referente a la eficiencia directiva en el aprovechamiento de los activos y la segunda relativa a los costes de uso más discrecional. Se observa que la estructura de capital (tanto en su vertiente de nivel de endeudamiento como de procedencia de los recursos ajenos) no parece actuar como mecanismo de disciplina directiva mientras que la estructura de propiedad presenta una cierta repercusión, aunque debe desglosarse en dos componentes diferenciados: la concentración de la propiedad y el nivel de propiedad directiva. La política de dividendos, por su parte, también desempeña un relevante papel como forma de atenuar la eventual discrecionalidad directiva.

Palabras clave: costes de agencia, dividendos, estructura de capital, estructura de propiedad.

Clasificación JEL: G32, G34, G35

* Facultad de CC. Económicas y Empresariales. Universidad de Valladolid. Avda. Valle del Esgueva 6. 47011 Valladolid. Tel. +34-983-423000 (ext. 4395). Fax +34-983-423899. E-mail: flopez@eco.uva.es

** Facultad de CC. Económicas y Empresariales. Universidad de Valladolid. Facultad de CC. Económicas y Administrativas. Universidad Austral de Chile. E-mail: psaona@eco.uva.es

*** Los autores desean agradecer los comentarios de dos evaluadores anónimos. Todos los errores son responsabilidad nuestra.



F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

ABSTRACT: In this paper we analyse the impact of the capital structure, the ownership structure and the payout policy on managers' discretionary decisions. We have identified some manifestations of the agency costs and we have examined the effect of the mechanisms of control on the agency costs. Based on two measures of the agency costs concerning managers' efficiency on assets performance and on the most discretionary costs, our results stress the role of the mechanisms of control. The capital structure does not seem to work as a mechanism to monitor the managers whereas the ownership structure plays a relevant role and can be divided into two issues: the equity ownership concentration and the managers' ownership. The payout policy has a relevant influence on managers control too.

Key words: Agency costs, payout, capital structure, ownership structure

JEL Classification: G32, G34, G35

1. Introducción

Los seminales trabajos de Jensen y Meckling (1976) y de Fama y Jensen (1983a y 1983b) constituyen la fundamentación de una concepción de la empresa en la que se hace explícita consideración de los conflictos de intereses entre las diferentes partes implicadas. Los problemas de agencia o problemas contractuales surgidos a consecuencia de ellos han recibido considerable atención en la investigación (Barnea *et al.*, 1985; Azofra y Miguel, 1991), pudiéndose afirmar, sin pretensiones de exhaustividad, que la literatura financiera ha identificado básicamente tres orígenes de problemas de agencia: los que se producen entre los directivos y los accionistas, los derivados de la relación entre acreedores y los accionistas y, más modernamente, los existentes entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios.

Las consecuencias y las manifestaciones de dichos problemas de agencia son muy variadas y, a pesar de lo inexacto que puede resultar tal simplificación, cabe afirmar que conducen a una pérdida de eficiencia en la asignación de recursos dentro de la empresa o, en un nivel mayor de concreción, se traducen en la gestión de la empresa por los directivos a espaldas de los aportantes de recursos financieros, en la toma de decisiones financieras que transfieren riqueza de accionistas a acreedores o viceversa, y en la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios (Cuervo, 2004).

Con el ánimo de resolver tales conflictos —especialmente el relativo a la separación entre propiedad y gestión— se han diseñado diversos mecanismos de control. La literatura es rica en trabajos que ponen de manifiesto la influencia que elementos tales como el mercado de control corporativo, la estructura de capital, la política de dividendos, la estructura de propiedad y el consejo de administración tienen en la imposición de mayor disciplina sobre el equipo directivo (Jensen, 1986 y 1993).

En los últimos años ha surgido una abundante literatura que trata de situar los problemas de agencia en el contexto más amplio de los problemas contractuales del sistema financiero y legal de cada país (La Porta *et al.*, 1998, 1999 y 2000; Denis y McConnell, 2003). De acuerdo con esta visión, el peculiar entorno institucional-legal de una nación modelaría las garantías de las partes contratantes y daría forma a los principales problemas de agencia de cada país (Becht y Röell, 1999).

Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...

Nuestro trabajo se inserta en esta línea de investigación, pues busca ahondar en la utilización de algunos mecanismos internos de control y otras decisiones financieras como medio de reducción de los costes de agencia surgidos de la separación entre propiedad y control. Pero esta tarea, lejos de realizarse en un entorno institucional indeterminado, se aborda en el marco definido por el sistema financiero y legal español, país cuya tradición entronca con el sistema de ley civil de origen francés (Saa-Requejo, 1996; La Porta *et al.*, 1998), lo que condiciona un número considerable de las relaciones contractuales que se establecen en las empresas. Más específicamente, tratamos de analizar cómo algunos mecanismos internos de control tales como la estructura de propiedad, la estructura de capital y la política de dividendos atenúan los costes de agencia derivados de la separación entre propiedad y control.

A diferencia de muchas de las investigaciones anteriores, centradas en el efecto que los mencionados mecanismos tienen sobre el valor de la empresa, nosotros hemos optado por la estimación de su incidencia sobre los costes de agencia. Hasta el momento no existe un acuerdo sobre una medida omnicompreensiva de dichos costes, lo que aconseja combinar varios indicadores de modo que, aunque ninguno de ellos incorpore la totalidad de costes de agencia —y sólo los costes— que pueden derivarse de la relación directiva, la conjunción de todos ellos nos permita valorar, con las oportunas cautelas, el modo como operan los mecanismos de control. Los indicadores de costes de agencia que hemos elegido se estructuran en una doble vertiente: por un lado, analizamos la eficiencia en el uso de los activos (Ang *et al.*, 2000) y, en segundo lugar, nos centramos en aquellas partidas de costes que son más fácilmente susceptibles de uso discrecional por los directivos (Singh y Davidson, 2003).

Desde esta perspectiva nuestro trabajo hace dos tipos de aportaciones. Por un lado, aborda el problema de la relación directiva en un contexto como el español, cuyas características institucionales se hallan notablemente alejadas de las de los países anglosajones en los que se ha centrado preferentemente la anterior literatura. El débil papel de los mercados españoles en la imposición de mayor disciplina directiva (Fanjul, 1998) conduce a la aplicación de otros mecanismos de control. Por tanto —y aquí radica nuestra segunda aportación—, como consecuencia de las limitaciones de los mercados de capitales españoles, estimamos directamente el efecto de los mecanismos de control sobre distintas medidas de los problemas de agencia en lugar de hacerlo sobre el valor de mercado de la empresa.

Nuestro trabajo se estructura en cinco epígrafes. En la segunda sección se lleva a cabo una revisión de la literatura relativa a la utilización de mecanismos de control al hilo de la cual se introducirán las hipótesis objeto de contraste. El tercer epígrafe se dedica a la presentación de los datos, la identificación de las variables y la exposición de la metodología estadística utilizada. Posteriormente se expondrán los resultados del análisis empírico al tiempo que se van comentando o valorando sus implicaciones. El trabajo se cierra con una sección donde se hace un resumen del mismo y se extraen las conclusiones más relevantes.

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

2. Revisión teórica e hipótesis

Si bien la separación entre la propiedad y el control de los activos que componen la empresa no es la única fuente de costes de agencia estudiada por la literatura, sí que es cierto que se trata de una de las que más atención ha recibido. Los directivos pueden tomar sus decisiones en función de criterios que menoscaban la utilidad o la riqueza de los accionistas, observándose comportamientos de consumo de beneficios no pecuniarios (Jensen, 1986), una política errónea de inversiones que lleva al desaprovechamiento de los recursos (Thakor, 1993; Denis *et al.*, 1996) o la elección de medios financieros basados en el aprovechamiento de las asimetrías informativas (Myers y Majluf, 1984; Harris y Raviv, 1991; Schmid *et al.*, 2002).

La respuesta de los accionistas a tales conflictos implica la utilización de medios de control de la discrecionalidad directiva para hacer converger los intereses de ambos grupos o supervisar las decisiones del equipo gestor (Denis, 2001). De entre los mecanismos de gobierno existentes, hemos optado por seleccionar únicamente la estructura de capital y la estructura de propiedad así como la política de dividendos.

2.1. ESTRUCTURA DE CAPITAL

Más allá de la explicación clásica de la decisión de financiación basada en el coste explícito de los recursos, en el asimétrico tratamiento fiscal o en los costes de quiebra, no faltan argumentos para justificar la interacción de la estructura de capital con los conflictos de agencia que se presentan en la empresa, especialmente con los surgidos entre el equipo gestor y los accionistas. La estructura de capital desempeña también una tarea de señalización pues mitiga los problemas de selección adversa y transmite a los mercados financieros información relevante sobre la valoración y los proyectos de la empresa (Myers y Majluf, 1984; Barclay y Smith, 2005). No obstante, a efectos de nuestra investigación, parece oportuno centrarse en su incidencia en la relación entre accionistas y directivos.

Una primera forma de influencia del endeudamiento en la eficiencia de la empresa proviene de su utilización como mecanismo de control directivo (Grossman y Hart, 1982; Harris y Raviv, 1991; Barclay y Smith, 2005). La preferencia de los directivos por el consumo de beneficios no pecuniarios en detrimento de la riqueza de los propietarios de la empresa se ve atenuada por el recurso al endeudamiento. Estructuras de capital apalancadas incrementan el riesgo de quiebra de la empresa, actúan como amenaza sobre la seguridad en el empleo de los directivos y, consecuentemente, minoran su consumo de este tipo de beneficios.

Una segunda vía viene dada por la limitación que el endeudamiento comporta sobre el *cash flow* libre o recursos de caja susceptibles de utilización discrecional (Jensen, 1986). Estos recursos libres de caja son aquellos que quedan a disposición de la dirección después de financiar las oportunidades de

Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...

inversión con valor actual neto positivo. La disposición de estos recursos puede constituir un punto de conflicto entre accionistas y directivos ya que, mientras que los primeros desearán su reparto, los últimos preferirán mantenerlos en su poder para, de este modo, sortear la disciplina de los mercados financieros e incurrir en la sobreinversión o acometimiento de proyectos de inversión por encima del nivel óptimo.

Desde esta perspectiva, la utilización de deuda supone un mecanismo de disciplina directiva y debería existir una relación inversa entre el nivel de endeudamiento de la empresa y los costes de agencia. Así ha sido confirmado tanto en el entorno anglosajón (Ang *et al.*, 2000; Singh y Davidson, 2003) como en España (Menéndez, 2001). En consecuencia, podríamos formular nuestra primera hipótesis:

Hipótesis 1: *Es de esperar una relación negativa entre los costes de agencia y el nivel de endeudamiento de una empresa.*

Otra ligazón entre la estructura de capital y el modelado de los costes de agencia se establece, más allá del mero nivel de endeudamiento, a través de la procedencia de los recursos ajenos o tipo de acreedor (Denis, 2001; Allen y Gale, 2001), pudiéndose distinguir la parte del endeudamiento proveniente de entidades de crédito de otro tipo de deuda. A las empresas que operan en el mercado español se les plantea la disyuntiva de recurrir al endeudamiento bancario o emitir títulos de deuda (básicamente obligaciones y pagarés) negociables en los mercados. En otras palabras, existe la alternativa de recurrir a un endeudamiento que podríamos calificar de privado —en cuanto que la relación se establece con uno o con un número muy limitado de acreedores— y un endeudamiento recabado en mercados públicos en los que la figura del acreedor se corresponde con una pluralidad amplia de tenedores de títulos. Si bien ambas formas de endeudamiento comparten las características comunes de la financiación ajena, es indudable que cada una de ellas presenta un perfil específico y que entraña implicaciones diversas en relación con el gobierno corporativo y, por tanto, con la discrecionalidad directiva.

El endeudamiento bancario se contrae con instituciones especializadas en la supervisión de los prestatarios que, de alguna manera, suplen las carencias supervisoras de los accionistas (Campbell y Kracaw, 1980; Petersen y Rajan, 1994; Johnson, 1997), por lo que cabría suponer una reducción de la discrecionalidad directiva cuando la deuda procede de entidades de crédito. No obstante, existen también claras diferencias entre ambos tipos de deuda en lo relativo a la posibilidad de renegociación. Habitualmente los convenios de las emisiones públicas de deuda suelen ser más estrictos que las cláusulas de deuda bancaria, pues los bancos se avienen a renegociar las deudas en caso de impago con más facilidad (James y Smith, 2000). Desde esta perspectiva, la deuda de mercado resulta más rigurosa e impone una mayor disciplina sobre los directivos. No debe olvidarse que el mayor coste que habitualmente lleva aparejada la deuda bancaria está motivado por la imposibilidad de las empresas de encontrar otro tipo de financiación, pudiéndose sospechar que las empresas con mayores costes de agencia no disponen de modos alternativos

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

de financiación y se ven abocadas a pedir prestado a las entidades crediticias. En esas situaciones podría observarse una relación positiva entre el endeudamiento de procedencia bancaria y los costes de agencia, si bien la relación de causalidad podría ir de la segunda a la primera de las variables citadas. Todo ello nos lleva a afirmar que la influencia de la propiedad de la deuda es una cuestión que debe elucidarse empíricamente, pudiéndose encontrar argumentos tanto a favor como en contra de un efecto disciplinante de la deuda bancaria. Eso se concreta en nuestra segunda hipótesis.

Hipótesis 2: *La procedencia bancaria de la deuda podría afectar a la eficiencia de los directivos. El signo de la influencia puede ser tanto positivo como negativo.*

2.2. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

El modo como se distribuye la propiedad también constituye un mecanismo de control que puede aliviar o exacerbar los problemas de agencia de las empresas, siendo dos los aspectos que han recibido una atención preferente: la concentración de la propiedad y la participación de los directivos de la empresa en la propiedad. La existencia de una estructura de propiedad más concentrada contribuye a la resolución de ciertos problemas de acción colectiva como el denominado *free-rider* al otorgar a esos principales accionistas unos incentivos de supervisión directiva con los que no cuentan los pequeños accionistas (Bergström y Rydqvist, 1990; Galve y Salas, 1992). Desde esta perspectiva, cabría suponer que los conflictos de agencia se atenúan a medida que las empresas presentan una propiedad más concentrada.

No obstante, como sugiere el enfoque *Law and Finance*, la distribución de propiedad no es independiente de la configuración del sistema financiero y las características de este último permiten explicar numerosos aspectos de las decisiones financieras tomadas por las empresas (La Porta *et al.*, 1997, 1999 y 2000). España pertenece al grupo de países de ley civil de influencia francesa, países en los que los derechos de los inversores no se encuentran adecuadamente protegidos, lo que puede conducir a una mayor concentración de la propiedad como mecanismo de defensa de los accionistas (La Porta *et al.*, 1998). Esta concentración de la propiedad y la configuración legal de nuestro sistema financiero provocan la aparición de un conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios tan relevante o más que el existente entre accionistas y directivos (Becht y Roëll, 1999; Bianco y Casavola, 1999).

En consecuencia, la reducción de los conflictos de agencia a que parecía dar lugar la más estrecha supervisión directiva como consecuencia de la concentración de la propiedad queda puesta en entredicho. Ello nos lleva a plantearnos la posibilidad de que la relación que une la concentración de la propiedad y la eficiencia directiva presente un perfil distinto, existiendo la posibilidad de una relación negativa entre ambas variables o, incluso, no lineal. Así lo expresa la siguiente hipótesis:

Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...

Hipótesis 3: *Los costes de agencia estarán afectados por la concentración de la propiedad, aunque esta relación puede ser positiva, negativa o no lineal, combinando un efecto negativo con uno positivo.*

El segundo aspecto de la propiedad de los recursos propios es el relativo a la participación en el capital del equipo directivo. Habitualmente la posesión de una proporción mayor de propiedad por los directivos hace coincidir sus intereses con los de los demás accionistas, como se ha probado en el contexto anglosajón y en el continental europeo (McConnell y Servaes, 1990; Jensen, 1993; Short y Keasey, 1999; Thomsen y Pedersen, 2000). Sin embargo, y de manera parcialmente coincidente con lo ya expuesto sobre la concentración de propiedad, cabría también pensar en una relación no lineal entre el nivel de propiedad directiva y la actuación discrecional de los gestores, combinando los denominados efectos de convergencia y de atrincheramiento (Morck *et al.*, 1988; Kole, 1995). Este razonamiento modela nuestra cuarta hipótesis relativa a la influencia de la propiedad directiva:

Hipótesis 4: *Es de esperar una relación negativa entre la propiedad en manos de los directivos y los costes de agencia de la empresa. Cabría, incluso, plantearse una relación cuadrática entre ambos elementos, con un efecto inicialmente negativo que dejaría paso después al efecto positivo.*

2.3. POLÍTICA DE DIVIDENDOS

El reparto de dividendos es otra de las decisiones financieras que puede hallarse vinculada a los costes de agencia. En unos mercados caracterizados por la inexistencia de información perfecta, la política de dividendos puede desempeñar distintos papeles (González, 1996). En este sentido, el reparto de dividendos tiene un contenido informativo en cuanto que permite transmitir a los mercados de capitales una información fiable y libre de utilización fraudulenta acerca de las perspectivas futuras de la empresa. Pero, además del empleo de los dividendos como mecanismo de señalización, cabe establecer una relación con las consecuencias que sobre la discrecionalidad directiva tiene el reparto de dividendos en una doble vertiente.

Por una parte, la política de *pay-out* tiene una dimensión de reducción del margen de actuación directiva. Como ya hemos apuntado, está probada la relación que existe entre el volumen de recursos a disposición discrecional de los directivos y la ineficiencia en el uso de los mismos (Jensen, 1986; Lang *et al.*, 1991; Szewczyk *et al.*, 1996). Desde esta perspectiva, un mayor reparto de dividendos reduce el *cash flow* libre, limita la discrecionalidad directiva, restringe el posible comportamiento *sobreinversor* de los directivos y, por tanto, obliga a una mejor eficiencia asignativa conduciendo a menores costes de agencia (Lang y Litzberger, 1989; Dewenter y Warther, 1998).

Por otro lado, el reparto de dividendos contribuye a reforzar el control directivo al incorporar el mercado como instancia de supervisión. Una empresa que lleve a cabo políticas de reparto frecuente de dividendos se ve obligada a la captación de recursos financieros externos con los que cubrir sus pro-



F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

yectos de inversión rentables. En esos casos, la empresa queda sometida al escrutinio de los mercados de capitales donde recaba esos recursos y, por tanto, la actuación directiva será supervisada por los participantes en dichos mercados (Easterbrook, 1984).

Ambas formas de incidencia de la política de dividendos nos permiten formular nuestra quinta y última hipótesis en los siguientes términos:

Hipótesis 5: *Una mayor distribución de dividendos debería encontrarse negativamente relacionada con los costes de agencia.*

2.4. MEDIDAS DE COSTES DE AGENCIA

Un aspecto clave de nuestro trabajo es la correcta definición de los costes de agencia. En el estado actual de la investigación no se dispone de una definición omnicomprendensiva que incorpore la totalidad de conflictos que se producen en el entramado contractual de las empresas y sólo contamos con medidas que aportan una visión parcial. Más aún, la mayor parte de la investigación precedente ha estudiado los costes de agencia de manera indirecta, pues se ha centrado en los efectos sobre la valoración de la empresa en el mercado lo que, lógicamente, está mediatizado por el valor de los costes de agencia (McConnell y Servaes, 1990; Cho, 1998; Chen y Steiner 1999).

Por el contrario, nosotros hemos decidido centrarnos en algunas medidas de los costes de agencia surgidos de la separación entre la propiedad y el control de la empresa, siguiendo a Ang *et al.* (2000) y Singh y Davidson (2003), quienes utilizan dos especificaciones distintas de los mismos. Ambos trabajos coinciden en definir una primera medida de costes de agencia en términos de eficiencia en la utilización de los activos de la empresa calculada como el cociente entre la facturación y el valor de los activos.

La segunda medida de los costes de agencia, aunque ligeramente distinta en ambos estudios, comparte muchas comunalidades, se centra en la eficiencia de los costes de explotación y trata de medir el control sobre los pagos por exceso y sobre el consumo de beneficios no pecuniarios. En consonancia con otros trabajos, este indicador constituye un intento de incorporar aquellos gastos susceptibles de más fácil utilización discrecional por los directivos (Lee y Kwok, 1988; Martínez, 1995; Rodríguez, 1997).

3. Muestra, variables y metodología

3.1. MUESTRA

La base de datos utilizada se halla formada por datos correspondientes a 178 empresas no financieras españolas que han cotizado en las Bolsas de valores durante el período 1991-2001. La conjunción de los 178 individuos con los once cortes transversales practicados permite la formación de un panel de datos desequilibrado que contiene 1.164 observaciones, que será tratado con la metodología de datos de panel.



Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...

El panel formado inicialmente es un panel desequilibrado pues no todas las empresas se hallan incluidas en la base de datos durante los once años, si bien eso no impide la obtención de estimaciones consistentes (Hsiao, 1986). La información empleada es de carácter público y se obtuvo del registro de empresas, del registro de participaciones significativas en el capital y de los estados financieros auditados proporcionados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Estos datos incluyen el balance de situación, la cuenta de pérdidas y ganancias, las participaciones de los principales accionistas y la participación en la propiedad de los miembros del consejo de administración.

3.2. VARIABLES

La enumeración de las variables discurre en paralelo a los distintos aspectos teóricos a los que nos hemos referido anteriormente, por lo que trataremos de simplificar su justificación. Una exposición sintética de dichas variables puede encontrarse en la tabla 1. En primer lugar, la estructura de capital se medirá a través del ratio de endeudamiento (DTAB) o cociente entre el volumen de deuda y el activo total, ambos en valor contable.

TABLA 1.—*Definición de las variables utilizadas.*

VARIABLE	NOMENCLATURA	DEFINICIÓN
Costes de agencia	CAGENC1	Facturación total / Total de activos
Costes de agencia	CAGENC2	Gastos de personal / Facturación total
Concentración de propiedad	C1	% Propiedad poseída por el accionista mayoritario
Concentración de propiedad	C2	% Propiedad poseída por los dos accionistas principales
Concentración de propiedad	C5	% Propiedad poseída por los cinco accionistas principales
Propiedad directiva	DIR	% Propiedad poseída por los consejeros
Propiedad directiva	DIRAJ	% Propiedad poseída por los consejeros excluidas las personas jurídicas
Naturaleza del principal propietario	FAM	Principal propietario una familia o un particular
Naturaleza del principal propietario	SOCINV	Principal propietario una sociedad de inversión o entidad de crédito
Naturaleza del principal propietario	NAC	Principal propietario otra empresa nacional
Naturaleza del principal propietario	MUL	Principal propietario una empresa multinacional
Naturaleza del principal propietario	PUB	Principal propietario el Estado
Deuda total	DTAB	Deuda total / Activo total
Deuda bancaria	DBDT	Deuda bancaria / Deuda total
Pago de dividendos	PAYOUT	Dividendos distribuidos / Capitales propios
Tamaño	LNTAB	Logaritmo del activo total

La concentración de la propiedad ha sido medida a través de la proporción de acciones en manos del principal accionista (C1). No obstante, y como se indicará más tarde al efectuar el análisis de sensibilidad, hemos ampliado esa definición a la proporción poseída por los dos y los cinco principales accionistas (C2 y C5, respectivamente).

La propiedad directiva se ha cuantificado a través de la proporción del capital en manos de los consejeros (DIR). Hubiera sido deseable contar con

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

información sobre la propiedad de otros directivos de la empresa que no forman parte del consejo de administración pero, desafortunadamente, tal información no se encuentra disponible. En cualquier caso, creemos que DIR es suficientemente informativa de algunos de los incentivos que tienen los consejeros para realizar apropiadamente su misión de supervisar las decisiones directivas y orientar la gestión de la empresa hacia la creación de valor. Esta variable ha sido depurada o ajustada para tener únicamente en cuenta la participación relativa a los individuos y no a las personas jurídicas (DIRAJ), lográndose así otra aproximación a los incentivos de los consejeros para desempeñar eficientemente su tarea.

Asimismo, a fin de ofrecer una mejor descripción de la estructura de propiedad, hemos definido cinco variables dicotómicas relativas a la naturaleza del principal accionista: una familia o un particular (FAM), una sociedad de inversión o una entidad financiera (SOCINV), una empresa no financiera nacional (NAC), una empresa multinacional (MUL) y el Estado (PUB).

La supervisión realizada por las entidades de crédito se concreta en la parte del endeudamiento total que procede de dichas entidades (DBDT). Se entiende que cuanto mayor sea ese ratio mayor será la predisposición de los bancos a controlar una actuación eficiente de los directivos. La distribución de dividendos se ha medido a través de la cuantía total del dividendo distribuido relativizada por los capitales propios (PAYOUT).

Un aspecto básico de nuestro trabajo es la especificación de los costes de agencia. La inexistencia de una definición completa de tales costes aconseja utilizar más de una medida que pueda servir como aproximación a distintos aspectos de los conflictos de intereses surgidos de la relación directiva. Lógicamente, ninguna de ellas informará totalmente sobre el funcionamiento de los mecanismos de control pero, en su conjunto, el análisis de la influencia en las dos medidas puede proporcionar alguna pauta acerca de cómo intervienen esos mecanismos de control.

La primera de ellas (CAGENC1), de acuerdo con la literatura anteriormente expuesta, es la eficiencia en la utilización de los activos y la definimos como el cociente entre la facturación total y el volumen de activos. Se trata de una medida inversa de los costes de agencia pues un mayor aprovechamiento de los activos de la empresa (en el sentido de mayor facturación sobre el activo total) probablemente transluzca un mayor esfuerzo directivo. Un bajo valor de este ratio indicaría que los directivos no aprovechan o explotan con suficiente interés los activos de la empresa o que realizan malas decisiones de inversión eligiendo activos improductivos y procediendo al denominado consumo de *perquisites*.

La segunda medida de los costes de agencia (CAGENC2) está relacionada con la eficiencia en los costes de la empresa y trata de centrarse en aquellas partidas cuyo uso discrecional puede proporcionar mayores cotas de utilidad a los directivos. De entre todas las partidas de los costes de explotación creemos que la cifra de gastos de personal reviste una importancia especial por dos motivos. En primer lugar, porque esa partida incluye la remuneración recibida por los directivos, quienes obviamente tienen inclinación por aumentar su retribución. En segundo lugar, porque uno de los elementos que los

TABLA 2.—Distribución de la muestra por años y sectores de la actividad

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Petróleo	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	1	14
Electricidad y gas	7	9	9	9	9	11	12	11	6	4	4	91
Agua y otros	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	15
Minerales, metales y productos metálicos	9	8	9	10	8	8	8	13	13	12	11	109
Fabricación y montaje de bienes de equipo	4	5	5	5	5	4	4	7	7	7	7	60
Construcción	14	14	15	15	13	11	11	8	7	5	5	118
Materiales de construcción	8	8	8	8	7	6	6	7	6	5	5	74
Industria química	4	4	4	4	4	3	3	4	4	4	4	42
Ingeniería y otros	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4	4	23
Aeroespacial	1	1	1	1	1	1	2	4	4	4	4	24
Alimentación y bebidas	9	11	11	11	10	9	9	18	17	17	16	138
Textil, vestido y calzado	3	3	3	3	3	3	2	3	2	2	2	29
Papel y artes gráficas	1	1	0	0	0	1	1	3	3	3	3	16
Automóvil	3	3	3	3	3	2	2	1	1	0	0	21
Productos farmacéuticos y biotecnología	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	4
Otros bienes de consumo	10	10	10	11	11	8	8	13	12	11	11	115
Ocio, turismo y hostelería	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	8
Comercio	2	2	2	3	1	1	1	3	3	2	2	22
Medios de comunicación y publicidad	1	1	1	1	1	1	1	4	4	3	3	21
Transporte y distribución	5	5	6	7	7	6	6	2	2	2	2	50
Autopistas y aparcamientos	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	2	23
Otros servicios	6	8	8	8	8	6	6	19	19	19	19	126
Inmobiliarias	1	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	6
Telecomunicaciones	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	15
Total observaciones	94	100	102	106	97	88	89	136	125	115	112	1164

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

directivos tratan de evitar son los costes psicológicos derivados de la conflictividad laboral (Sharpe, 1994) y una forma de reducir esos conflictos es ofrecer elevadas remuneraciones, incluso por encima del nivel eficiente. En consecuencia, un elevado nivel de este ratio, definido como gastos de personal en relación con la facturación total, pondría de manifiesto un elevado nivel de costes de agencia.

Es preciso reconocer que las medidas de discrecionalidad directiva que empleamos pueden hallarse muy afectadas por el sector en el que opera la empresa, dado que la estructura de costes y la utilización de activos puede variar mucho en función de las características propias del sector. Por este motivo hemos incluido en nuestro análisis, a modo de variables de control, veinticuatro variables *dummy* que se corresponden con la clasificación sectorial oficial de las Bolsas españolas y cuyo desglose se detalla en la tabla 2.

El grupo de variables de control incluye también el tamaño de la empresa (LNTAB) medido a través del logaritmo del valor contable de los activos. No resulta fácil aventurar un signo para esta última variable pues, por una parte, cabría pensar en la existencia de economías de escala o de alcance que condujeran a un aprovechamiento más eficiente de los activos (Ang *et al.*, 2000). Pero, sin embargo, un mayor tamaño de la empresa suele ir asociado a una mayor separación de la propiedad y el control y, en consecuencia, al agudizamiento de los problemas de agencia con el consiguiente aumento de la discrecionalidad directiva. Se trata, en consecuencia, de una cuestión de resolución empírica y cabría esperar una influencia del tamaño de la empresa tanto en uno como en otro sentido. En cualquier caso, la trascendencia de esta variable en nuestra investigación es limitada, ya que nuestro objetivo se centra en analizar el funcionamiento de los mecanismos de control —y no el tamaño— sobre la discrecionalidad directiva.

La tabla 3 presenta algunos estadísticos descriptivos de las variables a las que acabamos de hacer referencia tras haber utilizado el procedimiento de Hadi de detección multivariante de valores atípicos (Hadi, 1992).

TABLA 3.—*Estadísticos descriptivos de la muestra*

VARIABLE	MEDIA	MEDIANA	DESV. TÍPICA	MÍNIMO	MÁXIMO
CAGENC1	0.639	0.539	0.529	0.005	3.071
CAGENC2	0.227	0.208	0.145	0.000	0.84
C1	0.390	0.315	0.263	0.002	0.992
DIR	0.232	0.132	0.265	0.000	0.999
DTAB	0.331	0.326	0.204	0.000	1.000
DBDT	0.548	0.609	0.338	0.000	1.000
PAYOUT	0.020	0.000	0.000	0.000	0.135
LNTAB	9.787	9.768	1.417	6.042	15.176

3. Metodología

Dada nuestra pretensión de indagar en la influencia que los mecanismos de control tienen sobre la discrecionalidad directiva, realizaremos un análisis de regresión en el que la variable dependiente recoge las dos posibles especificaciones de los costes de agencia, mientras que las variables explicativas corresponden a los distintos mecanismos cuya posible influencia ya se adelantó. Esto supone el contraste de una estimación que toma la forma siguiente, donde el subíndice i identifica el individuo y el subíndice t indica el período, η_i representa el término de efectos individuales específico de cada empresa, e_t identifica al efecto temporal y ε_{it} es la perturbación aleatoria de cada observación:

$$CAGENC_{it} = \alpha + \beta_1 C1_{it} + \beta_2 C1_{it}^2 + \beta_3 DIR_{it} + \beta_4 DIR_{it}^2 + \beta_5 DTAB_{it} + \beta_6 DBDT_{it} + \beta_7 PAYOUT_{it} + \beta_8 LNTAB_{it} + \eta_i + e_t + \varepsilon_{it}$$

La composición de la muestra permite la combinación de series temporales y cortes transversales con la consiguiente posibilidad de aprovechar las ventajas que entraña la formación de un panel de datos, especialmente el control de la denominada heterogeneidad inobservable constante (Arellano y Bover, 1990; Arellano, 1993). El método de datos de panel descansa sobre la idea de que cada individuo tiene unas especificidades propias, que le distinguen de los otros individuos y que se mantienen a lo largo del tiempo. En nuestro caso, hay razones fundadas para pensar que cada una de las empresas incluidas en la muestra presenta características propias —ya sea en su forma de gestión, en la identificación que los directivos han mostrado tradicionalmente con los objetivos de los propietarios, etc.— que la distinguen de las otras empresas y que se mantienen a lo largo del tiempo. La consideración conjunta de todas las empresas sin atender a estas peculiaridades podría originar un sesgo de omisión y distorsionaría, por tanto, las estimaciones efectuadas.

La selección del procedimiento de estimación es un aspecto clave en el empleo de la metodología de datos de panel. No se debe olvidar que el término de efectos individuales es inobservable y, desde esta perspectiva, queda subsumido dentro de la perturbación aleatoria. En estos casos, es importante discernir el tipo de relación entre el elemento de efectos individuales y las demás variables explicativas, pues esa misma relación se establecerá entre las variables explicativas y la perturbación aleatoria.

En caso de que exista correlación —la situación más frecuente y a la que, como se verá posteriormente, se ajusta nuestra base de datos— se hace preciso eliminar el término de efectos fijos, para lo cual se recurre al método intra-grupos (*within-groups*). La existencia de tal correlación se detecta mediante el test de Hausman, con el cual se contrasta la hipótesis nula de ausencia de



F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

correlación entre las variables independientes y el término de efectos individuales¹. De ahí que en las tablas 5 a 8 se proporcione el valor de dicho test como forma de medir la pertinencia del procedimiento de estimación elegido.

Es preciso igualmente aclarar el sentido que adquiere el coeficiente de determinación ajustado (R^2 -aj.) que también se facilita en las estimaciones efectuadas, pues es frecuente juzgar la validez de dichas estimaciones basándose en los valores del citado coeficiente. Sin embargo, en los casos en los que se dispone de un número relativamente elevado de observaciones, el aumento de los grados de libertad puede hacer que, a pesar de que la regresión sea significativa en su conjunto, dicho coeficiente sea bajo². En esos casos, la validez de las estimaciones viene dada por el coeficiente F (que nos mide la significación conjunta de todos los estimadores) y por los coeficientes t de cada uno de los estimadores. Por este motivo en las tablas 5 a 8 se presenta el valor de dicho estadístico³.

Dichos estimadores únicamente son válidos cuando las variables independientes son exógenas. En caso de que se ponga en duda el supuesto de exogeneidad (lo que se planteará en el epígrafe de análisis de sensibilidad) se hace precisa la estimación mediante GMM o método generalizado de los momentos (Arellano y Bond, 1991). En esencia, este método consiste en instrumentar las variables explicativas a través del uso de valores retardados de los regresores originales, eliminando así la potencial inconsistencia de los parámetros debido a los problemas de endogeneidad. Además, la elevada heterogeneidad inobservable individual aconseja la utilización de primeras diferencias (Aivazian *et al.*, 2005).

4. Resultados empíricos

4.1. RESULTADOS

A modo de introducción a los resultados del análisis explicativo ha de hacerse una referencia genérica a las relaciones existentes entre las variables elegidas pues tales relaciones orientarán en cierto modo el análisis subsiguiente. A la vista de los datos expuestos en la tabla 4, donde se presentan los coeficientes de correlación entre las principales variables utilizadas, dos comentarios resultan pertinentes.

¹ Dicho test sigue una distribución χ^2 con tantos grados de libertad como coeficientes estimados.

² Ha de añadirse que no es nuestro objetivo identificar la totalidad de factores que sobre los costes de agencia inciden sino únicamente testar la influencia de los mecanismos de control sobre estos últimos. Por lo tanto, un bajo valor del coeficiente de determinación ajustado no implica una escasa significación de las variables independientes sino que indica que existen otras variables explicativas no incluidas en el modelo.

³ La hipótesis nula es la de un valor cero de los coeficientes testados. Un elevado valor de ese estadístico supondría un rechazo de la hipótesis nula y, consiguientemente, la aceptación de la significación conjunta de los coeficientes estimados.



*Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...*TABLA 4.—*Matriz de correlaciones entre las variables*

	CAGENC1	CAGENC2	C1	DIR	DTAB	DBDT	PAYOUT	LNTAB
CAGENC1	1.000							
CAGENC2	-0.080	1.000						
C1	0.183	-0.064	1.000					
DIR	0.183	-0.010	0.056	1.000				
DTAB	0.118	-0.056	0.017	0.021	1.000			
DBDT	-0.169	0.020	-0.162	0.043	0.105	1.000		
PAYOUT	0.015	-0.013	0.047	-0.007	-0.061	-0.113	1.000	
LNTAB	-0.019	-0.035	0.136	-0.192	0.110	-0.047	0.129	1.000

En primer lugar, hay que resaltar la escasa correlación entre las variables que miden la utilización de los mecanismos de control (C1, DTAB, PAYOUT y DIR), lo que nos permite incorporar conjuntamente en nuestro modelo explicativo todas o algunas de dichas variables sin temor a incurrir en multicolinealidad. En segundo lugar, las dos variables identificativas de costes de agencia mantienen una correlación negativa. Se trata de un resultado conforme a lo esperado pues, mientras CAGENC1 mide el esfuerzo directivo en la utilización de activos, CAGENC2 informa sobre el nivel de utilización discrecional de los gastos operativos. En consecuencia, la incidencia de conflictos de agencia se traduce en un mayor valor de CAGENC2 y en un menor valor de CAGENC1 con la consiguiente correlación negativa entre ambas variables.

El primer paso del análisis explicativo viene dado por el estudio del efecto individual de cada uno de los mecanismos de gobierno. La tabla 5 presenta los resultados de esas estimaciones y sugiere, a modo de comentarios muy genéricos —y, por tanto, aún carentes de la exactitud necesaria—, cuatro apreciaciones: 1) la concentración de la propiedad y el nivel de endeudamiento parecen actuar en un sentido contrario al propuesto, al incrementar los costes de agencia; 2) el reparto de dividendos contribuye —aunque sólo con CAGENC1— a reducir el conflicto de intereses entre accionistas y directivos; 3) la utilización de deuda de procedencia bancaria facilita la discrecionalidad directiva, y 4) el nivel de propiedad directiva no siempre modifica los incentivos de los directivos.

TABLA 5.—*Coefficientes estimados y errores estándar*

Panel A					
Constante	0.5868*** (0.0587)	0.9131*** (0.0810)	1.0092*** (0.0806)	0.9986*** (0.0813)	0.9595*** (0.0792)
C1	-0.0986** (0.0488)				
DIR		0.1364*** (0.0477)			

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

TABLA 5.—Coeficientes estimados y errores estándar (cont.)

Panel A					
DTAB				−0.1459*** (0.0535)	
DBDT				−0.0537** (0.0301)	
PAYOUT					0.7659* (0.4105)
Efecto propietario	3.02***	6.65***	5.90***	4.41***	3.11***
Efecto sectorial	4.68***	8.50***	4.40**	12.90**	7.21***
R ² ajust.	0.0311	0.0253	0.0397	0.0255	0.0274
F	24.01***	23.74***	23.31***	23.79***	23.82***
Nº obs.	1088	1164	1164	1164	1164
Test de Hausman	14.30***	21.71***	28.80***	21.49***	19.62***
Panel B					
Constante	0.1599*** (0.0124)	0.1784*** (0.0119)	0.1672*** (0.0112)	0.1675*** (0.0118)	0.1797*** (0.0115)
C1	0.0002** (0.0001)				
DIR		0.0000 (0.0001)			
DTAB			0.0150* (0.0079)		
DBDT				0.0182*** (0.0045)	
PAYOUT					−0.1101 (0.0718)
Efecto propietario	4.12***	3.25***	4.30**	7.57***	13.01***
Efecto sectorial	5.50***	5.70***	4.40**	9.19***	4.61**
R ² ajust.	0.071	0.061	0.066	0.066	0.064
Nº obs.	881	881	881	881	881
F	18.17***	18.28***	18.36***	18.79***	18.25***
Test de Hausman	8.25***	12.63***	15.64***	15.54***	9.70***

Errores estándar (entre paréntesis). La variable dependiente es CAGENC1 en el panel A y CAGENC2 en el panel B. *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%. El efecto propietario recoge el test F de significación conjunta de las variables dummy de naturaleza del principal propietario y el efecto sectorial el de las variables representativas del sector.

TABLA 6.—Coeficientes estimados y errores estándar

	CAGENC1	CAGENC2	CAGENC1	CAGENC2	CAGEN1	CAGENC2	CAGEN1	CAGENC2
Constante	0.8706*** (0.0000)	0.2568*** (0.0000)	0.9306*** (0.0000)	0.2463*** (0.0000)	0.9123*** (0.0000)	0.2494*** (0.0000)	0.8330*** (0.1554)	0.2537*** (0.0355)
C1	-0.1117** (0.0240)	0.0315*** (0.0030)	-0.4140*** (0.0090)	0.0794** (0.0160)	-0.4197*** (0.0080)	0.0779** (0.0180)	-0.0975*** (0.0505)	0.0318*** (0.0109)
C1 ²			0.3015*** (0.0440)	-0.0581*** (0.0124)	0.3310*** (0.0390)	-0.0573*** (0.0147)		
DIR	0.0620* (0.0650)	-0.0036 (0.5910)	0.0735** (0.0310)	-0.0048 (0.4810)	0.1328 (0.2350)	0.7025 (0.7790)	0.3993 (0.2188)	-0.0380 (0.0487)
DIR ²					-0.0845 (0.5770)	-0.0192 (0.6250)	-1.0735 (0.6462)	0.1527 (0.1401)
DIR ³							-0.1332 (0.1031)	-0.1332 (0.1031)
DTAB	-0.1102*** (0.0359)	0.0231*** (0.0078)	-0.1064** (0.0358)	0.0227*** (0.0078)	-0.1052*** (0.0359)	0.0229*** (0.0079)	-0.1106*** (0.0359)	0.0243*** (0.0079)
DBDT	-0.0549*** (0.0201)	0.0206*** (0.0046)	-0.0525*** (0.0201)	0.0201*** (0.0046)	-0.0528*** (0.0201)	0.0201*** (0.0046)	-0.0556*** (0.0201)	0.0208*** (0.0046)
PAYOUT	0.4628* (0.2638)	-0.1500** (0.0704)	0.4561* (0.2633)	-0.1491** (0.0704)	0.4590* (0.2635)	-0.1477** (0.0705)	0.4452* (0.2638)	-0.1388* (0.0707)
LNTAB	-0.0230 (0.0141)	-0.0119*** (0.0032)	-0.0237* (0.0140)	-0.0119*** (0.0032)	-0.0225 (0.0142)	-0.0116*** (0.0032)	-0.0218 (0.0142)	-0.0117 (0.0032)
Efecto propietario	14.32***	6.65***	18.40***	29.13***	3.09***	10.02***	2.40***	3.89***
Efecto sectorial	10.08**	5.80**	3.78**	16.50**	9.90***	3.46**	9.50**	4.41***
R ² ajust.	0.0635	0.0645	0.0688	0.0885	0.0688	0.0892	0.0873	0.1125
Nº obs.	1088	881	1088	881	1088	881	1088	881
F	23.49***	23.23***	23.54***	21.29***	23.34***	21.16***	28.41***	26.71***
Test de Hausman	17.10***	19.23***	20.04***	26.60***	17.82***	21.94***	21.69***	27.69***

Errores estándar (entre paréntesis). *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%. El efecto propietario recoge el test F de significación conjunta de las variables dummy de naturaleza del principal propietario y el efecto sectorial el de las variables representativas del sector.

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

A partir de estos resultados hemos realizado estimaciones más completas introduciendo conjuntamente el efecto de varios factores. La estimación del efecto conjunto de las distintas variables constituye un elemento de referencia más fiable que las anteriores apreciaciones al tener en cuenta las interacciones que se producen entre las mismas.

Como ponen de manifiesto las dos primeras columnas de la tabla 6, la consideración conjunta de los distintos mecanismos proporciona una visión más completa de la relación accionistas-directivos. Por una parte, la concentración de la propiedad y el endeudamiento se comportan contrariamente a lo esperado al incidir negativamente sobre la eficiencia directiva. Por otro lado, el reparto de dividendos responde a lo previsto y reduce significativamente la discrecionalidad directiva. La función del endeudamiento bancario es también bastante consistente e indica que el endeudamiento bancario está positivamente relacionado con la divergencia de intereses. Por su parte, la propiedad directiva tiene una influencia incierta ya que su relación no siempre es significativa con la eficiencia directiva.

Por lo que se refiere al tamaño, su significado es confuso. Mientras que un mayor tamaño incide significativamente en el aprovechamiento de los activos, también se observa que los directivos de las empresas más grandes muestran menor discrecionalidad en la política de personal. Ambos hechos pueden hallarse explicados respectivamente por la existencia de una mayor separación entre propiedad y control o por la existencia de economías de escala conforme aumenta el tamaño de la empresa pero, en cualquier caso, hay que recordar que se trata de una variable de control cuya finalidad principal es evitar el sesgo de omisión y que no se pretende su análisis como mecanismo de control.

En cuanto a la significación de la regresión, se observa que el coeficiente de determinación ajustado no presenta un valor demasiado elevado aunque, como ya se dijo, el elemento de referencia no es tanto dicho coeficiente, sino los estadísticos *t* y *F*. Este último indica que la regresión en su conjunto resulta significativa con un nivel de confianza superior al 99% y afirmaciones análogas podrían realizarse de varios de los coeficientes estimados.

Por lo tanto, podemos decir que los resultados hasta este momento expuestos no permiten ratificar las hipótesis del endeudamiento ni de la concentración de propiedad como mecanismos de control. La hipótesis de propiedad directiva recibe un apoyo muy limitado, mientras que resultan confirmadas las hipótesis 2 y 5: se comprueba la eficacia que tiene la política de dividendos para reducir la discrecionalidad directiva y se observa la relación que existe entre el endeudamiento de procedencia bancaria y la facilidad de los directivos para decidir en su propio provecho.

No obstante, ha de recordarse que nuestro estudio pretende abordar el análisis de los costes de agencia y algunos mecanismos de control, junto con otras decisiones financieras, en el contexto del sistema financiero español, caracterizado por la existencia de otros conflictos de intereses como son los que surgen entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Por este motivo nos planteamos ahora ahondar en esta fuente de potenciales costes de agencia, lo que se concreta en distintas formas de influencia de la concentración de la propiedad. Además de la eventual expropiación de riqueza de los accionistas

Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...

minoritarios por los mayoritarios, pudiera existir un efecto mixto que combinaría tal expropiación con una mayor implicación de los accionistas minoritarios en la supervisión directiva para determinados niveles de propiedad.

Por este motivo hemos introducido en la tercera y cuarta columna de la tabla 6 una nueva variable ($C1^2$) que representa la propiedad del principal accionista elevada al cuadrado. Los resultados son muy reveladores pues se observa que la concentración de propiedad tiene un efecto significativo y no lineal. En un primer momento una mayor propiedad de los principales accionistas puede reducir la eficiencia de la empresa y, en ese sentido, se produciría una expropiación de los minoritarios pero, llegados a un umbral, los intereses convergen en cuanto que los principales accionistas reciben una mayor participación en el rendimiento de la empresa y por eso se observa una reducción de los costes de agencia con el cuadrado de la concentración de la propiedad⁴. Esta es la principal modificación de la introducción de $C1^2$, permaneciendo sin cambios todos los demás resultados. Desde esta perspectiva, el rechazo parcial que se hizo de la hipótesis 3 se transforma en una ratificación de la misma al observarse un comportamiento no lineal.

Un planteamiento semejante cabe formular en relación con la propiedad directiva a fin de testar un posible efecto diferenciado según los niveles de dicha variable. Esto explica que en la quinta y sexta columna de la tabla 6 hayamos incorporado, una especificación cuadrática de la variable DIR (DIR^2). Como puede observarse, la propiedad directiva pierde toda su capacidad explicativa, de modo que desaparecen las posibles dudas en torno a la formulación concreta de la hipótesis tres, y sólo se observa un efecto lineal en los términos anteriormente apuntados. No obstante lo anterior, la literatura ha mostrado evidencia de una posible convergencia de intereses entre accionistas internos y externos a la dirección para elevados niveles de propiedad directiva (Cho, 1998; Mudambi y Nicosia, 1998; Miguel *et al.*, 2004), por lo que hemos ampliado el modelo mediante una especificación cúbica del mismo (columnas séptima y octava de la tabla 6), aunque nuestros resultados no confirman ese esquema.

A la luz de todo lo anterior, y a modo de resumen parcial, se constata la influencia de la estructura de propiedad (hipótesis 3 y 4), de la procedencia bancaria de los recursos ajenos (hipótesis 2) y el efecto disciplinante de la política de dividendos (hipótesis 5) sobre los costes de agencia de la relación directiva. Por el contrario, no parece que el nivel de endeudamiento constituya un mecanismo de control eficaz.

⁴ Un cálculo algebraico basado en los datos de las tablas 6 y 7 indica que el punto de inflexión entre estas dos tendencias se sitúa en unos niveles de propiedad del 67% para el principal accionista o del 85% para los dos principales accionistas.

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

4.2. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

El objetivo de este epígrafe es analizar la robustez de nuestros resultados a fin de determinar si la validez de las conclusiones alcanzadas puede estar condicionada por la especificación efectuada de las variables o por el método de estimación. Para ello realizamos una serie de análisis adicionales en los que se introducen formas alternativas de medir alguno de los mecanismos de control y cuyos resultados se presentan en las tablas 7 y 8.

TABLA 7.—*Coefficientes estimados y errores estándar*

	Panel A			
Constante	0.8898*** (0.1507)	0.9396*** (0.1540)	0.8901*** (0.1517)	0.9363*** (0.1570)
C2	-0.1322*** (0.0481)	-0.3785** (0.1662)		
C5			-0.0962* (0.0496)	-0.2863 (0.1740)
C2 ²		0.2226* (0.1540)		
C5 ²				0.1758 (0.1520)
DIR	0.0655* (0.0336)	0.0722** (0.0339)	0.0605* (0.0343)	0.0612* (0.0343)
DTAB	-0.1071*** (0.0359)	-0.1038*** (0.0359)	-0.1097*** (0.0359)	-0.1075*** (0.0359)
DBDT	-0.0552*** (0.0200)	-0.0533*** (0.0200)	-0.0532*** (0.0201)	-0.0514** (0.0202)
PAYOUT	0.4540* (0.2634)	0.4481* (0.2633)	0.4578* (0.2640)	0.4527* (0.2640)
LNTAB	-0.0222 (0.0140)	-0.0218 (0.0140)	-0.0225 (0.0141)	-0.0226 (0.0141)
Efecto propietario	3.42**	12.30***	9.14*	2.18*
Efecto sectorial	8.14**	6.16***	11.2**	7.50***
R2 ajust.	0.012	0.017	0.033	0.015
Nº obs.	1088	1088	1088	1088
F	20.11***	20.13***	20.04***	19.79***
Test de Hausman	23.87***	24.61***	24.54***	27.90***

Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...

TABLA 7.—Coeficientes estimados y errores estándar (cont.)

	Panel B			
Constante	0.2626*** (0.0346)	0.2542*** (0.0353)	0.2630*** (0.0347)	0.2668*** (0.0363)
C2	0.0324*** (0.0105)	0.0388 (0.0347)		
C5			0.0242** (0.0108)	0.0115 (0.0370)
C2 ²		-0.0001 (0.0003)		
C5 ²				0.0001 (0.0003)
DIR	-0.0039 (0.0067)	-0.0040 (0.0068)	-0.0039 (0.0068)	-0.0038 (0.0068)
DTAB	0.0222*** (0.0078)	0.0221*** (0.0078)	0.0223*** (0.0078)	0.0224*** (0.0079)
DBDT	0.0202*** (0.0046)	0.0202** (0.0046)	0.0198*** (0.0046)	0.0199*** (0.0046)
PAYOUT	-0.1462** (0.0704)	-0.1461** (0.0704)	-0.1471** (0.0705)	-0.1473** (0.0705)
LNTAB	-0.0123*** (0.0032)	-0.0123*** (0.0032)	-0.0121*** (0.0032)	-0.0121*** (0.0032)
Efecto propietario	8.20***	5.45***	7.12***	8.68**
Efecto sectorial	3.36***	7.79***	9.26***	5.90***
R2-ajust.	0.073	0.076	0.077	0.074
Nº obs.	881	881	881	881
F	18.73***	18.66***	18.78***	18.75***
Test de Hausman	21.30***	22.14***	26.42***	26.78***

Errores estándar (entre paréntesis). La variable dependiente es CAGENC1 en el panel A y CAGENC2 en el panel B. *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%. El efecto propietario recoge el test F de significación conjunta de las variables dummy de naturaleza del principal propietario y el efecto sectorial el de las variables representativas del sector.

Hemos comenzado por sustituir la concentración del principal accionista por la concentración en manos de los dos y de los cinco principales accionistas de forma lineal. Como muestran la primera y tercera columnas de la tabla 7, los resultados apenas sufren variación. Si, igual que hemos procedido anteriormente, se introduce una especificación cuadrática de la concentración de la propiedad (cuya estimación se expone en la segunda y cuarta columnas) los resultados, en líneas generales, se mantienen en los mismos términos. No hay

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

TABLA 8.—*Coefficientes estimados y errores estándar*

	CAGEN1	CAGEN2	CAGEN1	CAGEN2	CAGEN1	CAGEN2
Constante	0.9636*** (0.1544)	0.2465*** (0.0353)	0.9147*** (0.1565)	0.2431*** (0.0360)	0.7931*** (0.1555)	0.2549*** (0.0359)
C1	-0.3458** (0.1560)	0.0751** (0.0326)	-0.3404** (0.1558)	0.0745** (0.0326)	-0.0858** (0.0495)	0.0311*** (0.0107)
C1 ²	0.0000 (0.0000)	-0.0004 (0.0003)	0.0000 (0.0000)	-0.0004 (0.0003)		
DIRAJ	-0.0173 (0.0387)	0.0078 (0.0079)	0.1723 (0.1119)	0.0206 (0.0265)	0.6442*** (0.2119)	-0.0321 (0.0522)
DIRAJ ²			-0.0028* (0.0016)	-0.0002 (0.0003)	-2.0892*** (0.6976)	0.1879 (0.1713)
DIRAJ3					1.4661*** (0.5515)	-0.1647 (0.1328)
DTAB	-0.1039*** (0.0359)	0.0227*** (0.0078)	-0.1036*** (0.0359)	0.0229*** (0.0078)	-0.1081*** (0.0357)	0.0239*** (0.0078)
DBDT	-0.0493** (0.0201)	0.0198*** (0.0046)	-0.0497** (0.0201)	0.0199*** (0.0046)	-0.0489** (0.0200)	0.0200*** (0.0046)
PAYOUT	0.4225 (0.2645)	-0.1392** (0.0704)	0.4398* (0.2643)	-0.1376* (0.0705)	0.4191 (0.2638)	-0.1277* (0.0710)
LNTAB	-0.0269* (0.0142)	-0.0113*** (0.0032)	-0.0225 (0.0144)	-0.0110*** (0.0033)	-0.0167 (0.0145)	-0.0118*** (0.0033)
Efecto propietario	12.21**	13.08**	3.79***	11.13***	8.50***	10.06***
Efecto sectorial	11.64**	6.23***	9.24**	4.45***	6.69**	9.76***
R ² Aj.	0.074	0.068	0.068	0.077	0.0967	0.1105
Nº obs.	1088	881	1088	881	1088	881
F	19.73***	18.69***	19.93***	18.59***	28.37***	26.69***
Test de Hausman	21.74***	19.00***	24.54***	21.33***	34.93***	30.62***

Errores estándar (entre paréntesis). *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%. El efecto propietario recoge el test F de significación conjunta de las variables dummy de naturaleza del principal propietario y el efecto sectorial el de las variables representativas del sector.

que perder de vista que, cuanto mayor sea el número de accionistas cuya propiedad se considera, esa variable resulta menos informativa de la concentración de la propiedad y, por tanto, los resultados con C5 son más pobres que con C1 o C2.

Otra variación que hemos incorporado ha sido usar la proporción de propiedad directiva poseída únicamente por los consejeros que representan a personas físicas (DIRAJ), ya que podría ser un indicador incluso más nítido de sus incentivos para supervisar la actuación gerencial. Los resultados de la

TABLA 9.—Coeficientes estimados y errores estándar

	CAGEN1	CAGEN2	CAGEN1	CAGEN2	CAGEN1	CAGEN2	CAGEN1	CAGEN2	CAGEN1	CAGEN2
C1					-0.4918*** (0.0327)	0.7322*** (0.0374)			-0.8080*** (0.0709)	1.0259*** (0.1145)
C1 ²									0.9195*** (0.0953)	-0.5307*** (0.0979)
DIR					0.1355*** (0.0164)	-0.2497*** (0.0152)			0.1120*** (0.0070)	-0.7626*** (0.0551)
DTAB	-0.2874*** (0.0668)	0.5166*** (0.1399)			-0.1557*** (0.0412)	0.6890*** (0.0205)			-0.0269*** (0.0127)	0.0902*** (0.0284)
DBDT					-0.0679*** (0.0225)	0.1374*** (0.0086)			0.0099 (0.0067)	-0.1501*** (0.0211)
PAYOUT					9.2642*** (1.2139)	-3.0036*** (0.1764)			8.3985*** (0.3140)	-9.6413*** (0.4907)
LNTAB									-0.0382*** (0.0066)	-0.2459*** (0.0152)
Efecto propietario	13.7***	8.21***	11.14***	6.38***	8.61***	9.23***			8.61***	6.21***
Efecto sectorial	11.01***	9.63***	7.6***	7.75***	9.7***	10.2***			7.5***	7.55***
N° obs.	978	978	978	978	978	978			978	978
Test de Hansen	38.15	28.09	48.43	31.03	69.27	93.08			73.24	78.66
W1	-1.02	-1.00	-1.83	-1.00	-1.2	-1.00			-1.22	-1.00
	(0.307)	(0.317)	(0.068)	(0.317)	(0.232)	(0.315)			(0.224)	(0.318)
W2	-1.86	-1.10	-0.60	-0.98	1.34	-0.98			1.28	-1.03
	(0.620)	(0.273)	(0.551)	(0.342)	(0.180)	(0.325)			(0.202)	(0.302)

Errores estándar (entre paréntesis). *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%. El efecto propietario recoge el test F de significación conjunta de las variables dummy de naturaleza del principal propietario y el efecto sectorial el de las variables representativas del sector.

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

tabla 8 guardan cierta coherencia con los anteriormente obtenidos, si bien se advierten algunas diferencias en lo relativo a la propiedad directiva. El efecto disciplinante de esta última sobre CAGENC1 deja de ser lineal, para pasar a exhibir una forma cúbica como consecuencia del simultáneo cumplimiento de las hipótesis de convergencia y de atrincheramiento: en los niveles más bajos de propiedad predomina la convergencia de intereses entre directivos y propietarios hasta que, llegado un cierto nivel los directivos ejercen una posición hegemónica que, incluso, puede ir en perjuicio del resto de los accionistas y, finalmente, se torna nuevamente a la convergencia de intereses.

Finalizamos el apartado de análisis de sensibilidad con una referencia a la posible endogeneidad de las variables explicativas. Esta presunción se basa en el hecho de no haber encontrado una función disciplinante del endeudamiento. En tal caso, cabría preguntarse si ese mecanismo de control resulta incapaz de moderar los costes de agencia o son las empresas de mayores costes de agencia quienes recurren a una determinada estructura de capital, sembrando la duda en torno a su exogeneidad. De ahí que hayamos procedido a una nueva estimación de nuestro modelo utilizando el método GMM como quedó indicado en el epígrafe de metodología en aquellos casos en los que la estructura de capital actuaba como variable independiente. Los resultados, recogidos en la tabla 9 guardan gran coherencia con los anteriormente expuestos por lo que sólo haremos una sucinta referencia a los mismos.

Por un lado, queda ratificada la capacidad tanto de la estructura de propiedad como de la política de dividendos para recortar los conflictos de intereses dentro de la empresa en el sentido anteriormente apuntado. Por otro lado, ni el nivel de endeudamiento ni la procedencia bancaria de la deuda parecen actuar como mecanismos eficientes de control. Asimismo, la validez del modelo queda fuera de toda duda como ponen de manifiesto el test de Hansen de restricciones de sobreidentificación y los test de autocorrelación serial de primer y de segundo orden.

5. Conclusiones

La concepción de la empresa como conjunto de relaciones contractuales constituye el basamento conceptual que permite analizar los conflictos de intereses entre los distintos partícipes en la empresa. De entre los posibles costes de agencia que surgen como consecuencia de tales divergencias hemos centrado nuestro estudio en las consecuencias de la discrecionalidad directiva derivada de la separación entre propiedad y control. En este contexto, se admite que los directivos pueden gestionar la empresa guiados por motivaciones distintas de la creación de valor para sus propietarios y, en consecuencia, proceder a una gestión ineficiente de los recursos de la empresa.

El presente trabajo se centra en la influencia que algunos mecanismos tradicionales de control tales como la estructura de capital, la estructura de propiedad y la política de dividendos tienen sobre la discrecionalidad directiva. A diferencia de otros estudios relativos al efecto de los mismos sobre el valor de la empresa, nosotros hemos tratado de identificar algunas manifestaciones de

Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...

los costes de agencia y hemos examinado el efecto que sobre ellos tienen los mecanismos de control. Al no existir una medida universal de costes de agencia de la relación directiva hemos optado por emplear dos medidas distintas: una de ellas se refiere a la eficiencia directiva en las decisiones de aprovechamiento de los activos mientras que la segunda atañe a la eficiencia en aquellos costes de uso más discrecional.

Nuestros resultados revelan distintos aspectos del funcionamiento de los mecanismos de control. En primer lugar, se observa que la estructura de capital no actúa como mecanismo eficiente de disciplina directiva. El nivel de endeudamiento y la procedencia bancaria de los recursos ajenos parecen, más bien, facilitar la actuación ineficiente de los directivos. Es quizás este un resultado poco esperado y la justificación del mismo podría encontrarse en la naturaleza de la financiación bancaria, pues su mayor coste origina un efecto de selección adversa porque es probable que las empresas con mayores costes de agencia se vean abocadas a este tipo de financiación ante la imposibilidad de recabar recursos ajenos en los mercados de capitales.

Por su parte, la estructura de propiedad desempeña un papel más destacado, si bien de disímil importancia en función de los dos aspectos analizados: la concentración de la propiedad y la propiedad directiva. La concentración de la propiedad posee un efecto no lineal, de modo que en los niveles iniciales parece producirse una expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios y, para niveles suficientemente elevados, se observa una convergencia de los intereses de todos los propietarios. Asimismo, la proporción de la propiedad de los directivos tiene una relativa y disímil influencia incentivándoles a tomar decisiones más eficientes cuanto mayor sea su participación en la empresa, aunque en algunos casos esta convergencia de intereses coexiste con el atrincheramiento. El reparto de dividendos realiza una función disciplinante, reduciendo el margen de actuación discrecional de los directivos.

Nuestro trabajo sugiere varias posibilidades futuras de extensión. En primer lugar, es deseable profundizar en la dirección de causalidad a fin de conocer hasta qué punto los mecanismos de control interactúan con los costes de agencia. En segundo lugar, la pluralidad de manifestaciones de la discrecionalidad directiva aconseja utilizar indicadores adicionales de los costes de agencia que incorporen otros aspectos de la actuación directiva. En tercer lugar, reviste interés el contraste de un modelo que permita valorar la posibilidad de que los mecanismos de gobierno actúen de forma complementaria. Finalmente, sería conveniente ampliar el análisis para dar cabida a otros conflictos de intereses que surgen en el seno de las empresas tales como los resultantes de las relaciones entre accionistas y acreedores o entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

Bibliografía

- AIVAZIAN, V.; GE, Y. y QIU, J. (2005), «The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence», *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, págs. 277-291.
ALLEN, F. y GALE, D. (2001): *Comparing financial systems*, MIT Press, Cambridge.

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

- ANG, J.S.; COLE, R.A. y WUH LIN, J. (2000), «Agency costs and ownership structure», *Journal of Finance*, vol. 55, núm. 1, págs. 81-106.
- ARELLANO, M. (1993), «Introducción al análisis econométrico con datos de panel», *La industria y el comportamiento de las empresas españolas. Ensayos en homenaje a Gonzalo Mato*, Alianza Editorial. Madrid. págs. 23-47.
- ARELLANO, M. y BOND, S. (1991), «Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equation», *Review of Economic Studies*, vol. 58, págs. 277-297.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (1990), «La econometría de datos de panel», *Investigaciones Económicas* (Segunda época), vol. 14, nº1, págs. 3-45.
- AZOFRA, V. y MIGUEL, A. (1991), «Teoría financiera de la agencia, endeudamiento y estructura de la propiedad», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 1, nº 2, págs. 135-146.
- BARCLAY, M. J. y SMITH, C. W. (2005), «The capital structure puzzle: The evidence revisited», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, nº 1. págs. 8-17.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R.A. y SENBET, L.W. (1985), *Agency problems and financial contracting*, Prentice Hall. New Jersey.
- BECHT, M. y RÖELL, A. (1999), «Blockholdings in Europe: An international comparison», *European Economic Review*, núm. 43, págs. 1049-1056.
- BERGSTRÖM, C. y RYDQVIST, K. (1990), «The determinants of corporate ownership», *Journal of Banking and Finance*, núm. 14, págs. 237-253.
- BIANCO, M. y CASAVOLA, P. (1999), «Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance», *European Economic Review*, núm. 43, págs. 1057-1069.
- CAMPBELL, T.S. y KRACAW, W.A. (1980), «Information production, market signalling, and the theory of financial intermediation», *Journal of Finance*, vol. 35, núm. 4, págs. 863-882.
- CHEN, C.R. y STEINER, T.L. (1999), «Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy», *Financial Review*, núm. 34, págs. 119-136.
- CHO, M.H. (1998), «Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, vol. 47. págs. 103-121.
- CUERVO GARCÍA, A. (2004), «El gobierno de la empresa. Un problema de conflicto de intereses», Bueno Campos, E. (ed.), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*, Pirámide. Madrid. págs. 115-135.
- DENIS, D. J.; DENIS, D. K. y SARIN, A. (1996), «Agency problems, equity ownership, and corporate diversification», *Journal of Finance*, vol. 52, núm. 1, págs. 135-160.
- DENIS, D.K. (2001), «Twenty-five years of corporate governance research ... and counting», *Review of Financial Economics*, vol. 10, págs. 191-212.
- DENIS, D.K. y MCCONNELL, J.J. (2003), «International corporate governance», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, núm. 1, págs. 1-36.
- DEWENTER, K.L. y WARTHER, V.A. (1998), «Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms», *Journal of Finance*, vol. 53, núm. 3, págs. 879-904.
- EASTERBROOK, F.H. (1984), «Two agency-cost explanations of dividends», *American Economic Review*, vol. 74, págs. 650-659.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983a), «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, vol. 26, págs. 301-325.
- (1983b), «Agency problems and residual claims», *Journal of Law and Economics*, vol. 26, págs. 327-349.
- FANJUL, O. (1998), «Mercado de capitales y gobierno de las empresas», *Moneda y Crédito*, núm. 206, págs. 193-210.

Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes...

- GALVE, C. y SALAS, V. (1992), «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, vol. 17, no. 2, pp. 207-238.
- GONZÁLEZ, F. (1996), «El efecto precio de la política de dividendos: hacia una integración de los paradigmas de señales y agencia», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 25, núm. 88. págs. 581-606.
- GROSSMAN, S. J. y HART, O. D. (1982), «Corporate financial structure and managerial incentives», J. McCall (Ed.), *Financial markets and financial crises*, The University of Chicago Press. Chicago. págs. 107-140.
- HADI, A.S. (1992), «Identifying multiple outliers in multivariate data», *Journal of the Royal Statistical Society*, series B, núm. 54, págs. 761-771.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991), «The theory of capital structure», *Journal of Finance*, vol. 46, núm.1, págs. 297-355.
- HSIAO, C. (1986), *Analysis of panel data*, Cambridge University Press. Cambridge.
- JAMES, C. y SMITH, D.C. (2000), «Are banks still special? New evidence on their role in the corporate capital-raising process», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, núm. 1, págs. 52-63.
- JENSEN, M. C. (1986), «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, vol. 76, núm.2, págs. 323-329.
- (1993), «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, vol. 48, núm. 3, págs. 831-880.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976), «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm. 4, págs. 305-360.
- JOHNSON, S.A. (1997), «An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, núm. 1, págs. 47-69.
- KOLE, S.R. (1995), «Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data», *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, págs. 413-435.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999), «Corporate ownership around the world», *Journal of Finance*, vol. 54, núm. 2, págs. 471-517.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997), «Legal determinants of external finance», *Journal of Finance*, vol. 52, núm. 3, págs. 1131-1150.
- (1998), «Law and finance», *Journal of Political Economy*, vol. 106, págs. 1113-1155.
- (2000), «Investor protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics*, vol. 58, págs. 3-27.
- LANG, L.H.P. y LITZENBERGER, R. (1989), «Dividend announcements: Cash-flow signalling vs. Cash-flow hypotheses», *Journal of Financial Economics*, vol. 24, núm. 1, págs. 181-191.
- LANG, L.H.P.; STULZ, R. y WALKING, R. (1991), A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns», *Journal of Financial Economics*, vol. 29, núm. 2, págs. 315-336.
- LEE, K. y KWOK, L. (1988), «Multinational corporations vs. domestic corporations: international environmental factors and determinants of capital structure», *Journal of International Business Studies*, vol 19, núm. 2, págs. 195-217.
- MARTÍNEZ BOBILLO, A. (1995), *Empresas multinacionales. Estructura organizativa y función financiera*, Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico de la Universidad de Valladolid. Valladolid.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. (1990), «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, vol. 27. págs. 595-612.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S. (2001), «Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa», *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, núm. 10, págs. 485-498.

F. López Iturriaga y P. Saona Hoffmann

- MIGUEL, A.; PINDADO, J. y DE LA TORRE, C. (2004), «Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain», *Strategic Management Journal*, vol. 25, págs. 12, 1199-1207
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1988), «Management ownership and market valuation. An empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- MUDAMBI, R. y NICOSIA, C. (1998), «Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry», *Applied Financial Economics*, vol. 8, págs. 175-180.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N.S. (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, vol. 13, núm. 2, págs. 187-221.
- PETERSEN, M.A. y RAJAN, R.G. (1994), «The benefits of lending relationships: evidence from small business data», *Journal of Finance*, vol. 49, págs. 3-38.
- RODRÍGUEZ SANZ, J.A. (1997), *Capital, control y resultados en la gran empresa*, Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico de la Universidad de Valladolid. Valladolid.
- SAA-REQUEJO, J. (1996), «Financing decisions: Lessons from the Spanish experience», *Financial Management*, vol. 25, núm.3, págs. 44-56.
- SCHMID, L.; O'BRIENG, T. y PETERS, S (2002), «Debt vs. equity and asymmetric information: A review», *The Financial Review*, vol. 37, núm. 3, págs. 317-349.
- SHARPE, S. A. (1994), «Financial market imperfections, firm leverage, and the cyclicity of employment», *American Economic Review*, vol. 84, núm. 4, págs. 1060-1074.
- SHORT, H. y KEASEY, K. (1999), «Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK», *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, págs. 79-101.
- SINGH, M. y DAVIDSON, W.N. (2003), «Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms», *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, págs. 793-816
- SZEW CZYK, S.H.; TSETSEKOS, G.P. y ZANTOUT, Z. (1996), «The valuation of corporate R&D expenditures: Evidence from investment opportunities and free cash flow», *Financial Management*, vol. 25, núm. 1. págs. 105-110.
- THAKOR, A. V. (1993), «Corporate investments and finance», *Financial Management*, vol. 22, núm.2, págs. 135-144.
- THOMSEN, S. y PEDERSEN, T. (2000), «Ownership structure and economic performance in the largest European companies», *Strategic Management Journal*, vol. 21, págs. 689-705.