
Estructura de propiedad y dividendos en España¹

Inmaculada AGUIAR DÍAZ²

Domingo Javier SANTANA MARTÍN

Nieves Lidia DÍAZ DÍAZ

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad

Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Resumen: El presente estudio trata de contrastar si la política de dividendos es utilizada como mecanismo de extracción de rentas por parte de los accionistas controladores en las empresas cotizadas españolas. Los resultados obtenidos permiten afirmar que: (i) la relación entre propiedad y dividendos difiere en función del tipo de decisión: repartir o cuantía, lo cual avala la metodología bietápica utilizada; (ii) se contrasta la hipótesis de expropiación tanto para la concentración de derechos de voto como para el nivel de divergencia, en ambos casos para distintos niveles de concentración y divergencia, (iii) el carácter familiar potencia la expropiación sólo en relación con el nivel de dividendos. Por tanto, se puede afirmar que la expropiación se produce para determinados niveles de derechos de voto o de divergencia; por lo que las empresas disponen de dos mecanismos de extracción de rentas: omitir dividendos y/o reducir la cuantía de los mismos, y que los dos son utilizados en función del nivel de control del principal accionista.

Palabras clave: Dividendos, derechos de voto, divergencia, expropiación, empresa familiar.

JEL: G34, G35

Abstract: The objective of the present study is to test the hypothesis of expropriation derived from the existence of blockholders in the ownership structure of listed Spanish firms. The results allow us to conclude that (i) the relationship between ownership and dividends is affected by the type of decision - distribution or amount-, (ii) the hypothesis of expropriation holds for the concentration of voting rights as well as for the level of divergence between voting and cash flow rights, in both assumptions for different levels of concentration and divergence, (iii) family firms use the amount of dividends as an expropriation mechanism. Therefore, it is possible to conclude that expropriation takes place for certain voting rights and divergence levels. Finally, we conclude, that companies use two mechanisms to extract rents: to avoid the distribution of dividends and/or to reduce the amount of such dividends, depending both on the level of control of the main shareholder.

Key words: Dividends, voting rights, divergence, expropriation, family firm.

JEL: G34, G35

1 Los autores agradecen la ayuda proporcionada por la Cátedra “la Caixa” de Estudios Financieros y Bancarios de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

2 Contacto: Inmaculada Aguiar Díaz, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Campus de Tafira. 35017, Las Palmas de Gran Canaria. Tlf.: 928452819, Fax: 928458177. E-mail: iaguiar@defc.ulpgc.es.



1. INTRODUCCIÓN

La política de dividendos ha sido abordada en la literatura financiera desde distintos planteamientos teóricos. A las aportaciones seminales de Miller y Modigliani (1961) y Lintner (1956) le han seguido innumerables trabajos desde la perspectiva de las teorías fiscales (*e.g.*, Poterba y Summers, 1985; Allen *et al.*, 2000), la teoría informativa (*e.g.*, Bhattacharya, 1979, 1980; Miller y Rock, 1985; 1985; Lang y Litzenger, 1989) y la teoría de la agencia (*e.g.*, Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). En el caso español destacan, entre otros, los estudios de Arrazola *et al.* (1992), López y Rodríguez (1999), Giner y Salas (1995), González (1995, 1996) y Andrés y López (2005). En estos trabajos se ha tratado de dar respuesta, desde diferentes enfoques, a la ya clásica pregunta de ¿por qué las empresas reparten dividendos?, la cual sigue constituyendo un “puzzle” cuyas piezas no acaban de encajar (Black, 1976)³.

En las últimas décadas, la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) se ha convertido en el paradigma predominante en la literatura financiera. En este sentido, como afirma Jensen (1986), el principal conflicto de agencia está relacionado con la distribución de efectivo a los accionistas. Paralelamente, se ha desarrollado la corriente “*Law and Finance*” (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1998) la cual trata de analizar el efecto en las decisiones corporativas de los factores institucionales, tales como el sistema legal. Así, La Porta *et al.* (2000a) encuentran que las empresas localizadas en países caracterizados por una mayor protección legal a los inversores externos pagan dividendos más altos que las empresas de países donde la protección legal es débil. Por otra parte, La Porta *et al.* (1999) muestran que ante entornos legales de débil defensa de los intereses de los inversores externos, las estructuras de propiedad se caracterizan por la presencia generalizada de una elevada concentración del control, la posición mayoritaria de grupos familiares como principales accionistas y el uso de estructuras de propiedad, generalmente de carácter piramidal, que permiten a los propietarios controladores la separación entre sus derechos de voto y *cash flow*. En el caso español, diferentes estudios han evidenciado la existencia de dichas características en las empresas cotizadas españolas (*e.g.*, Galve y Salas, 1992; La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2000; Crespi y García-Cestona, 2002; Santana y Aguiar, 2006). En este sentido, la presencia de estructuras de propiedad concentrada no limita la importancia de los costes de agencia, ya que los conflictos se trasladan de la divergencia de intereses entre accionistas y directivos, propio de las estructuras de propiedad difusa (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983), a la divergencia entre accionistas controladores y propietarios minoritarios (La Porta *et al.*, 2000b).

Así, en entornos de propiedad dispersa los dividendos pueden ser considerados como un mecanismo de alineamiento de intereses entre principal y agente en la medida en que contribuyen a reducir el flujo de caja libre a disposición de los directivos, teoría del *free cash flow* (Jensen, 1986), mientras que la existencia de propiedad concentrada plantea el problema de la utilización la política de dividendos como un mecanismo de extracción de rentas por parte de los accionistas controladores, ya que la posible obtención de beneficios privados por estos accionistas conlleva incentivos a los mismos para omitir o reducir el reparto de dividendos, con la consiguiente expropiación a los minoritarios.

Los estudios precedentes que han analizado la relación entre estructura de propiedad y dividendos desde un enfoque de agencia han proporcionado distintos resultados. Así, existen

3 Véase Allen y Michaely (2002) para una revisión de la literatura sobre política de dividendos.

trabajos que encuentran una relación negativa entre concentración de propiedad y dividendos (*e.g.*, Rozeff, 1982; Jensen *et al.*, 1992; La Porta *et al.*, 2000a; Maury y Pajuste, 2002; Short *et al.*, 2002; Barclay *et al.*, 2003; Thomsen, 2005; Bena y Hanousek, 2005; Khan, 2006; Mancinelli y Ozkan, 2006) mientras que otros estudios obtienen una relación no lineal (*e.g.*, Farhina, 2003; Gugler y Yortoglu, 2003; López de Foronda, 2005). Igualmente, los trabajos que centran su atención en el análisis de la incidencia de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* presentan resultados dispares. Así, se observa una relación no significativa entre divergencia y dividendos en unos trabajos (*e.g.*, Maury y Pajuste, 2002; Mancinelli y Ozkan, 2006), mientras que en el estudio de Faccio *et al.* (2001) los resultados difieren en función de la pertenencia a un grupo empresarial. En referencia a la naturaleza familiar del principal accionista, se pueden encontrar trabajos en los que se observa un menor reparto de dividendos en las empresas bajo control familiar respecto a las no familiares (*e.g.*, Gugler, 2003; Gugler y Es Yortoglu, 2003). Por el contrario, el estudio de DeAngelo y DeAngelo (2000) refleja una incidencia positiva del carácter familiar en la política de dividendos. De esta forma, los trabajos que analizan la relación entre los distintos aspectos de la estructura de propiedad considerados y la política de dividendos no ofrecen resultados concluyentes, lo cual justifica continuar profundizando en el análisis de dicha relación.

De este modo, la presente investigación tiene por objeto contrastar si la política de dividendos es utilizada como mecanismo de extracción de rentas por parte de los accionistas controladores en las empresas cotizadas españolas; permitiendo extender la evidencia previa en varios aspectos. En primer lugar, el análisis de la estructura de propiedad se realiza a partir de la identificación del último propietario de los derechos de voto. Para ello se utiliza la metodología de cadenas de control propuesta por La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002). La utilización de esta metodología permite analizar la incidencia en la política de dividendos de las empresas españolas de aspectos como el nivel de participación en los derechos de voto del principal accionista, la divergencia entre sus derechos de voto y *cash flow*, así como su carácter familiar. Esta investigación es la primera que utiliza dicha metodología para analizar la relación propiedad-dividendos en las empresas cotizadas españolas. Además, se dibuja la estructura de propiedad para cada uno de los años objeto de estudio (1997-2003). En segundo lugar, este trabajo, considera la política de dividendos como una decisión secuencial, de tal forma que las empresas previamente deciden si desean repartir dividendos y posteriormente la cuantía de los mismos. Para ello se utiliza una metodología bietápica que permite especificar un modelo diferente para cada una de las etapas de forma análoga a la seguida, entre otros, por Bena y Hanousek (2005). Por último, este es uno de los primeros estudios que aborda la relación propiedad-dividendos en un contexto institucional escasamente analizado, en el que el sistema legislativo proporciona una débil protección a los inversores externos.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el segundo apartado se abordan los planteamientos teóricos que justifican el efecto expropiación de la estructura de propiedad en la decisión de dividendos en un entorno de propiedad concentrada. 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 trabajo.



2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS E HIPÓTESIS

2.1. Concentración de propiedad y dividendos

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, y en un contexto de propiedad dispersa, los dividendos pueden ser considerados como un mecanismo de control directivo, ya que reduce las posibilidades de sobreinversión por parte de los internos (Jensen, 1986), y/o porque expone a la empresa a la necesidad de acudir al mercado de capitales en el futuro para conseguir nuevos fondos, permitiendo así que los inversores externos puedan ejercer cierto control sobre los internos.

No obstante, la existencia de grandes accionistas en el control de las empresas puede derivar en la expropiación de riqueza de los propietarios minoritarios, ya que los accionistas controladores pueden tener incentivos para obtener beneficios privados que no sean repartidos a los minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997). En esta línea, la política de dividendos puede servir como mecanismo de extracción de rentas por parte de los accionistas controladores, lo cual puede reflejarse en una reducción de los dividendos (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000a; Gugler y Yortoglu, 2003; Thomsen, 2005). En este sentido, La Porta *et al.* (2000b), argumentan que ante una débil protección del sistema legal, el reparto de dividendos puede estar condicionado por los intereses de los accionistas mayoritarios, ante la indefensión de los minoritarios, pudiendo darse el efecto expropiación. Este efecto puede potenciarse con el nivel de control, por lo que es de esperar una relación negativa entre concentración de derechos de voto y dividendos.

Por tanto, el análisis de la incidencia de la estructura de propiedad sobre la decisión de dividendos, ante la presencia de conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios derivados de la concentración de propiedad y en un contexto de débil protección de los intereses de los accionistas minoritarios, exige contemplar el predominio del efecto expropiación derivado de actuaciones oportunistas por parte de quienes detentan el control del proceso de toma de decisiones. Dicho efecto se puede manifestar bien en una omisión de los dividendos o bien en un menor nivel de los mismos. En esta línea, Jian-Ping y Yong (2005) afirman que cuando los accionistas controladores mantienen elevados niveles de control tienden a no pagar dividendos o a reducir su cuantía. Por tanto, se pueden plantear dos hipótesis en la relación entre derechos de voto y dividendos:

H1.1. El porcentaje de derechos de voto del principal accionista incide negativamente en la decisión de repartir dividendos.

H1.2. El porcentaje de derechos de voto del principal accionista incide negativamente en el nivel de dividendos.

2.2. Divergencia entre derechos de voto y *cash flow* y dividendos

La Porta *et al.* (1999) señalan que las grandes empresas de los países más desarrollados se encuentran controladas por accionistas que poseen mayores derechos de voto que de *cash flow*. Entre las estructuras que permiten alterar la regla de una acción-un voto se encuentra la emisión de acciones con diferentes derechos de voto⁴, las estructuras de propiedad cruzadas y las piramidales⁵.

4 La incidencia de acciones con diferentes derechos “dual-class” es analizada, entre otros, en los trabajos de Cox y Roden (2002) y Francis *et al.* (2005).

5 La estructura piramidal se produce cuando se obtiene el control de una empresa a través de una cadena de relaciones

Estas estructuras son más frecuentes en países en los que el sistema legal proporciona una menor defensa a los intereses de los inversores externos, configurándose las estructuras piramidales como el principal mecanismo utilizado por los accionistas controladores para separar derechos de voto y *cash flow*.

En este sentido, Bebchuk *et al.* (2000) argumentan que la utilización de este tipo de estructuras hace posible que se encuentren de manera combinada en una misma relación contractual los problemas de agencia asociados a las estructuras de propiedad concentrada y dispersa. De esta forma, cuando un accionista mayoritario con capacidad para ejercer el control, cuenta además con un porcentaje de derechos de voto proporcionalmente superior a su participación en el capital de la sociedad, y por tanto, al nivel relativo de riesgo que asume, puede adoptar decisiones que de forma directa o indirecta le permitan obtener beneficios privados en detrimento de los intereses de los accionistas minoritarios. Así, la separación entre derechos de voto y *cash flow* puede agravar el efecto expropiación.

En esta línea, Faccio *et al.* (2001) argumentan que la discrepancia entre derechos de voto y derechos de *cash flow* puede crear un incentivo y una habilidad para utilizar otras formas de compensación distintas de las estrictamente proporcionales. El accionista controlador tendrá más oportunidades de expropiar a los minoritarios a través de la realización de transacciones intragrupo en empresas controladas a través de una larga cadena de empresas interpuestas. Así, estas empresas tenderán a reducir el pago de dividendos; de ahí que la política de dividendos puede verse como una manifestación de la citada expropiación de la riqueza de los minoritarios por parte de los accionistas controladores, en presencia de divergencia entre derechos de voto y *cash flow*.

En consecuencia, la divergencia puede concebirse como un mecanismo de atrincheramiento directivo, que redundo en una mayor posibilidad de expropiación. Al igual que en relación con la influencia de los derechos de voto, se contempla la incidencia de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en las dos fases de la decisión de dividendos: la decisión de repartir y la decisión sobre la cuantía de dividendos. De esta forma, las hipótesis quedan enunciadas como sigue:

H2.1. La divergencia entre derechos de voto y cash flow del principal accionista incide negativamente en la decisión de repartir de dividendos.

H2.2. La divergencia entre derechos de voto y cash flow del principal accionista incide negativamente en el nivel de dividendos.

2.3. Control familiar y dividendos

La existencia de estructuras de propiedad caracterizadas por su elevada concentración implica que sea relevante analizar los efectos de la naturaleza de los propietarios controladores sobre el comportamiento corporativo, ya que la identidad de estos accionistas incide en los objetivos organizativos y en la manera en la que se ejerce el control en la empresa (Thomsen y Pedersen, 2000). En relación con la política de dividendos, Gugler (2003) afirma que dicha política depende de la identidad del accionista controlador.



De este modo, la presencia significativa de grupos familiares como principales accionistas de las grandes empresas cotizadas en los países de la Europa Continental (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002) lleva a considerar la incidencia de la naturaleza familiar en el comportamiento corporativo. Entre los factores determinantes de la elevada participación de este tipo de accionistas en el control de las empresas cotizadas se encuentra el sistema legal. En este sentido, Burkart *et al.* (2003), partiendo del origen familiar de las empresas, argumentan que el factor crucial para hacer atractiva, por parte de una familia, la delegación de la dirección y la venta de sus acciones, es el grado de protección legal de los accionistas externos. Los argumentos de dichos autores hacen referencia a la presencia de empresas de propiedad difusa y la cesión del control a directivos profesionales en los países de alta protección legal, la delegación de la dirección reteniendo una parte significativa de la propiedad en los países de protección intermedia, y por último, la permanencia de las familias en la dirección y la propiedad en los países con escasa protección legal a los accionistas minoritarios. Teniendo en cuenta tales aportaciones, en el contexto español, donde la legislación mercantil se encuentra dentro de la familia legal civil, se puede predecir la presencia destacada de empresas familiares, prácticamente universal entre las no cotizadas, y dominante en las cotizadas, al menos en cuanto a la permanencia de una familia en la propiedad. Estas predicciones encuentran soporte en los estudios de La Porta *et al.* (1999), Faccio y Lang (2002) y Santana y Aguiar (2006), en los que se muestra a los grupos familiares como los principales propietarios controladores de las empresas cotizadas españolas.

Anderson *et al.* (2003) argumentan que las familias son diferentes a otros grandes accionistas en al menos dos aspectos: el interés de la familia por la supervivencia de la empresa a largo plazo, y la importancia de la reputación familiar. Un rasgo característico de las empresas familiares es la participación activa en la supervisión e incluso en la gestión a través de la presencia de miembros de la familia propietaria en el consejo de administración y en los equipos directivos (Andrés *et al.*, 2000). En esta misma línea, Gugler (2003) argumenta que en las empresas controladas por familias, los directivos y propietarios son las mismas personas, por lo que la familia tiene suficientes incentivos para ejercer un control efectivo, ya que son sus miembros los que soportan los costes y los beneficios de sus decisiones. Por todo ello, consideran que el pago de dividendos, así como la estabilidad de los mismos, es menos valorada, y por tanto dichos accionistas controladores pueden ser más propensos a eliminar los dividendos cuando sea necesario. Además, el hecho de posicionar a miembros de la familia en cargos de responsabilidad les permite extraer otros beneficios a expensas de los accionistas externos (Smith y Amoako-Adu, 1999), lo que puede dar lugar a un comparativamente menor reparto de dividendos que las empresas no familiares. En este sentido, Shleifer y Vishny (1997) encuentran evidencia de la existencia de beneficios privados del control por parte de grandes accionistas, entre los que destacan los grupos familiares. Así, es de esperar una relación negativa entre naturaleza familiar y dividendos. Al igual que en las hipótesis anteriores, la incidencia de la naturaleza familiar en la política de dividendos puede diferir en las dos decisiones: repartir y nivel de dividendos. De ahí que se enuncien las últimas hipótesis en los siguientes términos:

H3.1. La naturaleza familiar del principal accionista incide negativamente en la decisión de repartir dividendos.

H3.2. La naturaleza familiar del principal accionista incide negativamente en el nivel de dividendos.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. 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 una sociedad que se encontraba suspendida de cotización al hallarse en proceso de liquidación y seis empresas no domiciliadas en España. Por último, no se consideran catorce empresas por no contar con al menos cuatro observaciones en el periodo 1997-2003, y dos sociedades excluidas de cotización durante el año 2003, por lo que la muestra final queda constituida por 94 empresas.

3.2. Definición de las cadenas de control

La metodología utilizada para analizar la estructura de propiedad parte de la clasificación de las empresas en dos grupos principales; por un lado, las empresas de propiedad difusa, y por otro, las que poseen un último propietario. En el presente trabajo, siguiendo a La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), se considera que una empresa tiene un último propietario cuando el principal accionista de la misma posea directa o indirectamente un porcentaje de participación en los derechos de voto igual o superior a un nivel de control establecido, que en este estudio es el 10%⁶. Por otra parte, se clasificará una empresa como familiar cuando tenga un último propietario y el mismo sea un grupo familiar o individuo, requiriéndose en ambos casos que su propiedad se encuentre representada en el consejo de administración⁷.

De este modo, si una familia es el principal accionista de la empresa A con un 16% de sus derechos de voto, y la empresa A es al mismo tiempo el principal accionista de la empresa B con un 20% de los derechos de voto, se establecerá que la empresa B está controlada por una familia, para un nivel de control del 10%, ya que es su último propietario de manera indirecta a través de la empresa A. En el ejemplo anterior, la familia controladora posee un 3.2% de los derechos de *cash flow* de B, es decir, el producto de sus participaciones a lo largo de la cadena (0.16×0.2). Sin embargo posee, siguiendo la metodología propuesta por Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), el 16% de los derechos de voto de B, es decir, el enlace más débil de la cadena de control [mín (0.16, 0.2)]. Por tanto, si la familia posee el 100% de los derechos de voto de A, no existe una divergencia entre derechos de control y *cash flow*, ambos derechos supondrían en este caso un 20%. En ocasiones se observa que una empresa se encuentra controlada a través de una cadena de control múltiple, es decir, cuando el último propietario controla la empresa a través de diversas cadenas de control. Así, si en el ejemplo anterior la familia posee directamente un 6% de los derechos de voto de B, entonces dicho grupo familiar participa en el 9.2% de los derechos

6 La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002) también utilizan el 20% como nivel de control. No obstante, en este trabajo se presentan únicamente los resultados para un nivel de control del 10%, ya que los resultados empíricos no experimentan cambios significativos entre ambos niveles de control. Además, la utilización de un nivel de control del 10% se adecua en mayor medida a la realidad de las relaciones de propiedad de las empresas cotizadas españolas.

7 Las empresas controladas por individuos y familias, en los trabajos de La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), son calificadas automáticamente como familiares, mientras que en el presente trabajo dicha calificación se realiza cuando la propiedad del individuo está representada en el consejo de administración. Se considera oportuno realizar esta matización, ya que la presencia esporádica de un individuo o familia en la propiedad de una empresa, tiene una escasa relación con la implicación familiar en una corporación, la cual suele conllevar la participación de la familia en la propiedad y órganos de decisión.



de *cash flow* de B ($0.16 \times 0.2 + 0.06$), y en el 22% de sus derechos de voto, es decir, [(mín (0.16, 0.2) + 0.06)].

Con el objetivo de determinar las cadenas de control en su totalidad se parte de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de la que se obtiene las participaciones directas e indirectas de aquellos accionistas con un porcentaje de acciones superior al 5%, así como de la propiedad en manos de los consejeros, independientemente del montante de la misma. Además, se complementa 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. Por otra parte, con el fin de determinar la representación del control de un individuo o familia en el consejo de administración, se analiza la composición de dicho órgano de gobierno a partir de las memorias de las empresas. En aquellos casos en los que se encuentran sociedades no residentes en España como accionistas de empresas españolas, se completan sus estructuras de propiedad a través de las memorias obtenidas en las páginas *web* de dichas sociedades, consultando mediante correo electrónico las dudas que surgen para dibujar su cadena de control.

3.3. Definición de variables

Variable endógena. Como variable endógena se consideran los dividendos pagados en el año (*DIV*), los cuales se han relativizado por el activo total (Fama y French, 2001). La elección del activo total en lugar de las ventas, el beneficio o el precio de la acción, se justifica por ser una variable más estable, menos sujeta a manipulación contable y por la independencia de la evolución del mercado. De esta forma, los cambios en la ratio de dividendos/activo resultan fundamentalmente de una decisión corporativa (Barclay *et al.*, 2003), por lo que se consigue aislar dicha decisión 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*⁸. 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 acciones⁹.

Variables explicativas. Con objeto de contrastar las hipótesis planteadas, se han utilizado tres variables explicativas: el porcentaje de derechos de voto en manos del principal accionista (*V*), la ratio de divergencia medida por el cociente entre derechos de *cash flow* y de voto del principal accionista (*CV*), cuyos valores oscilan entre 0 y 1. De este modo, por definición de la ratio su interpretación se efectúa en sentido inverso, de tal forma que un menor valor de la ratio indica una mayor divergencia. La naturaleza familiar del principal accionista se recoge a través de una variable dicotómica (*Fam*) que adopta el valor 1 si el último propietario de los derechos de voto es de naturaleza familiar de acuerdo con la metodología de cadenas de control anteriormente explicada, y 0 en caso contrario.

Variables de control. Con el fin de aislar el efecto de la estructura de propiedad de la posible incidencia de otras variables corporativas en la decisión de dividendos, se han introducido seis

8 Fama y French (2001) argumentan su preferencia por la ratio dividendos/activo total sobre el payout.

9 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.

variables de control: endeudamiento, oportunidades de inversión, tamaño, edad, sector y año. Así, el nivel de endeudamiento ($DT_{i,t}$), se ha medido a través de la relación entre el valor contable de la deuda y el total del activo con un periodo de retardo (e.g., Fama y French, 2001, López de Foronda, 2005). Esta variable recoge un posible efecto sustitución con los dividendos como mecanismos de control de acuerdo con los postulados de la teoría de la agencia, por lo que se espera una relación negativa con el reparto de dividendos. Para aproximar las oportunidades de inversión se ha utilizado la ratio precio-valor contable (PVC) medida por el cociente entre la capitalización bursátil de la sociedad a final de año y el valor contable de los fondos propios (e.g., López de Foronda, 2005). Es de esperar una relación negativa entre oportunidades de inversión y dividendos. La tercera variable de control, edad de la empresa ($EDAD$), se mide a partir del año de constitución de la sociedad, esperando una relación positiva con la política de dividendos (Grullon *et al.*, 2002). La dimensión de la empresa, aproximada por el logaritmo del activo total (LAT), trata de recoger otros factores relevantes que inciden de forma sistemática en la decisión de dividendos. 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. Por último, de forma análoga, se han introducido variables *dummies* que representan cada uno de los años, 1997 a 2003. Estas variables han sido calculadas a partir de la información facilitada por la CNMV así como de las memorias de las sociedades. La tabla 1 sintetiza las variables utilizadas en el estudio, así como su forma de medida y fuentes.

Tabla 1. Descripción de las variables

| Denominación | | Medición y fuentes |
|--------------|---|---|
| DIV | Dividendos pagados | Importe de los dividendos pagados en el año por la empresa dividido por el activo total a final de año. Fuente: CNMV. |
| V | Derechos de voto del principal accionista | Los derechos de voto se computan como una variable continua. Para la determinación de los mismos se ha seguido la metodología de cadenas de control propuesta por La Porta <i>et al.</i> (1999), Claessens <i>et al.</i> (2000) y Faccio y Lang (2002). Fuentes: elaboración propia a partir de CNMV, Informa y las propias empresas. |
| CV | Divergencia entre derechos de voto y cash flow del principal accionista | Derechos de <i>cash flow</i> divididos por derechos de voto del principal accionista según la metodología de cadenas de control. Los valores de la ratio oscilan entre 0 y 1 y su interpretación se efectúa en sentido inverso; un menor valor de la ratio indica una mayor divergencia. Fuentes: elaboración propia a partir de CNMV, Informa y las propias empresas. |
| Fam | Naturaleza familiar del principal accionista | Variable <i>dummy</i> que adopta el valor 1 si la empresa es considerada familiar y 0 en el caso contrario. Una empresa es calificada como familiar cuando un individuo o familia es identificado como último propietario siguiendo la metodología de cadenas de control, para lo cual se exige que sea el principal accionista, posea al menos un 10% de los derechos de voto y además, esté representado en el consejo de administración. Fuentes: elaboración propia a partir de CNMV, Informa y las propias empresas. |



| Denominación | | Medición y fuentes |
|--------------|------------------------------------|--|
| DT | Endeudamiento | Valor contable de la deuda dividido por el activo total, en el año t-1. Fuente: memorias de las sociedades. |
| PVC | Oportunidades de inversión | Capitalización bursátil de la sociedad dividida por el valor contable de los fondos propios. Fuentes: Bolsa de Madrid y CNMV. |
| LAT | Tamaño de la empresa | Logaritmo del activo total. Fuente: Memorias de las sociedades. |
| EDAD | Edad de la empresa | Calculada por diferencia entre el año de referencia y el año de constitución de la sociedad. Fuente: memorias de las sociedades. |
| SECTOR | Sector al que pertenece la empresa | El sector se considera a través de 10 variables <i>dummies</i> , una para cada uno de los sectores de acuerdo con la clasificación de la Bolsa de Madrid. Fuente: Bolsa de Madrid. |
| AÑO | Año | El año se recoge a través de siete variables <i>dummies</i> , una para cada uno de los años 1997 a 2003. |

3.4. Especificación econométrica

Con el objeto de analizar la incidencia de la estructura de propiedad en la política de dividendos hay que tener en cuenta que dicha política conlleva dos tipos de decisiones de carácter secuencial: el reparto y el nivel; pudiendo ser diferente la incidencia de la estructura de propiedad en cada una de las mismas. En esta línea, Giner y Salas (1995) y Bena y Hanousek (2005), entre otros, argumentan que el procedimiento de estimación debe considerar las posibles diferencias entre los factores que explican la decisión de repartir o no y los factores que explican cuántos dividendos pagan las empresas que deciden hacerlo.

Desde un punto de vista econométrico, el hecho de que unas empresas decidan pagar dividendos y otras no, exige el uso de modelos de variable dependiente limitada en el análisis del comportamiento de los dividendos. Sin embargo, los modelos de comportamiento de dividendos usualmente ignoran este hecho al recoger la variable de forma continua. En este sentido, la variable endógena puede adoptar el valor cero, dando lugar a un sesgo de selección. Así, existen dos tipos de sesgo de selección (1) el estándar, en el cual no existe información de la variable dependiente para parte de las empresas; y (2) la información de la variable dependiente está disponible para todas las empresas, si bien su valor se adopta de forma selectiva por parte de las mismas (Kanwer, 2003). En este caso, el sesgo que se produce en el análisis de la política de dividendos sería este último. En este sentido, los resultados de los trabajos que consideran los dividendos como una variable continua o los que solamente contemplan las empresas que reparten dividendos, pueden verse afectados por dicho sesgo de selección (*e.g.*, Arrazola *et al.*, 1992; Giner y Salas, 1995; Lozano *et al.*, 2002).

La corrección de dicho sesgo aconseja modelizar los dividendos como una variable censurada para lo cual se dispone de dos modelos alternativos. El modelo Tobit supone implícitamente que

un mismo modelo es válido para las dos decisiones. No obstante, es posible que ambas decisiones respondan a especificaciones diferentes, como constatan, entre otros, Arrazola *et al.* (1992) y Bena y Hanousek (2005). Por el contrario, el modelo de selección de Heckman (1979) permite tratar de forma simultánea, aunque diferenciada, los determinantes de la decisión de repartir y la decisión acerca del nivel de dividendos. El modelo consta de dos ecuaciones, siendo la primera la “ecuación de participación” la cual modeliza los determinantes de la decisión de llevar a cabo o no una determinada acción; en segundo lugar, la ecuación de regresión para el nivel (Ruano-Pardo y Salas, 2006¹⁰). Así, en la primera etapa el modelo Heckman (1979) proporciona una solución de tipo Probit, a través de la cual se analiza la incidencia de las variables explicativas en la decisión de repartir dividendos; mientras que en la segunda etapa, partiendo de las estimaciones proporcionadas en la primera, el modelo permite analizar la incidencia de las variables explicativas en la variable endógena censurada, que se corresponde con la decisión de la cuantía a distribuir. Por tanto, se ha optado en esta investigación por especificar un modelo Heckman que permita abordar un aspecto no considerado explícitamente en investigaciones anteriores como es la posible incidencia diferenciada de la estructura de propiedad en cada una de las dos etapas de la política de dividendos¹¹.

En cuanto al período de análisis, si bien originalmente se cuenta con información relativa a un período de ocho años, debido a la necesidad de retardar la variable endeudamiento un período, el *pool* de datos recoge el período 1997-2003, y está integrado por 566 observaciones, lo cual representa un promedio de seis observaciones por empresa. Las medidas utilizadas para las distintas variables explicativas se introducen de forma sucesiva en el modelo. La estimación se ha realizado con el programa econométrico STATA 8.0.

4. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

4.1. Análisis descriptivo

El análisis descriptivo se realiza a partir de la información contenida en la tabla 2, en la que se recoge además del número de empresas, el porcentaje de las sociedades 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 64% y el 83%, situándose en un 68% para el conjunto del período; por lo que las empresas que deciden no utilizar los dividendos como forma de remuneración a sus accionistas representan un 32% en términos medios. 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 para el conjunto del período un 2.42%.

Tabla 2. Política de dividendos. 1997-2003 (%)

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Global |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Empresas que reparten | 83.33 | 67.53 | 78.40 | 63.82 | 69.15 | 70.21 | 69.15 | 67.87 |

10 Adaptado a la política de dividendos pues los autores hacen referencia en su estudio a la ratio de morosidad.

11 Li y Prabhala (2005) realizan una revisión de la aplicación de modelos de selección, y en especial del modelo de Heckman(1979), a la investigación en finanzas corporativas en la que encuentran una creciente utilización de los mismos.

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Global |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Empresas que no reparten | 16.67 | 32.47 | 21.6 | 36.18 | 30.85 | 29.79 | 30.85 | 32.12 |
| Total empresas | 66 | 77 | 88 | 94 | 94 | 94 | 94 | 86 |
| Estadísticos descriptivos. Dividendos/activo total^a | | | | | | | | |
| Media | 2.44 | 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 | 3.55 |
| 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 empresas que reparten.

En cuanto a las variables explicativas, la evolución del porcentaje de derechos de *cash flow*, derechos de voto, así como de la ratio de divergencia se presenta en la tabla 3. Como puede observarse, tanto en términos de media como de mediana, el porcentaje de derechos de *cash flow* experimenta un crecimiento en el periodo 1997-2001, si bien a partir de dicho año comienza a descender. El tercer cuartil se sitúa en los primeros años en torno al 50%, adoptando en los años 2001-2003 valores inferiores. Si se comparan con los derechos de voto puede observarse como éstos se sitúan en media (y en mediana), por encima de los derechos de *cash flow*, en todos los años del periodo analizado, siendo el tercer cuartil igual o superior al 50% en la mayoría de los años. Esto se ve reflejado en los valores adoptados por la ratio de divergencia, la cual presenta un valor medio del 0.91 en la mayoría de los años, si bien la mediana, así como el tercer cuartil son iguales a 1.

Tabla 3. Derechos de voto y *cash flow* del principal accionista de las empresas cotizadas españolas

| Derechos de <i>Cash flow</i> (%) | | | | | |
|---|--------------|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | Media | Mediana | Desviación | 1º Cuartil | 3º Cuartil |
| 1997 | 31.47 | 25.66 | 20.56 | 14.99 | 49.73 |
| 1998 | 29.69 | 26.00 | 20.62 | 12.11 | 49.00 |
| 1999 | 30.29 | 26.26 | 21.65 | 10.75 | 50.38 |
| 2000 | 31.46 | 26.94 | 22.34 | 10.95 | 50.42 |
| 2001 | 31.11 | 27.82 | 22.01 | 10.95 | 48.59 |
| 2002 | 30.95 | 24.81 | 22.76 | 10.50 | 48.95 |
| 2003 | 30.62 | 21.86 | 24.52 | 10.46 | 47.90 |
| Media | 30.80 | 25.87 | 22.11 | 10.99 | 49.24 |
| Derechos de voto (V) (%) | | | | | |

| Derechos de <i>Cash flow</i> (%) | | | | | |
|---|--------------|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | Media | Mediana | Desviación | 1° Cuartil | 3° Cuartil |
| 1997 | 33.75 | 29.85 | 20.66 | 16.34 | 50.34 |
| 1998 | 32.77 | 29.51 | 20.94 | 15.04 | 50.01 |
| 1999 | 33.04 | 28.39 | 22.12 | 13.35 | 52.89 |
| 2000 | 34.53 | 28.66 | 23.10 | 12.91 | 53.95 |
| 2001 | 34.26 | 30.05 | 23.06 | 13.64 | 50.8 |
| 2002 | 33.70 | 28.99 | 23.08 | 12.91 | 51.07 |
| 2003 | 33.09 | 24.9 | 24.79 | 12.46 | 49.73 |
| Media | 33.61 | 28.81 | 22.60 | 13.75 | 50.9 |
| <i>Cash flow</i>/Votos (CV) | | | | | |
| | Media | Mediana | Desviación | 1° Cuartil | 3° Cuartil |
| 1997 | 0.94 | 1.00 | 0.16 | 1.00 | 1.00 |
| 1998 | 0.91 | 1.00 | 0.19 | 0.98 | 1.00 |
| 1999 | 0.92 | 1.00 | 0.17 | 1.00 | 1.00 |
| 2000 | 0.91 | 1.00 | 0.19 | 0.98 | 1.00 |
| 2001 | 0.91 | 1.00 | 0.18 | 0.92 | 1.00 |
| 2002 | 0.91 | 1.00 | 0.19 | 0.94 | 1.00 |
| 2003 | 0.91 | 1.00 | 0.18 | 0.99 | 1.00 |
| Media | 0.92 | 1.00 | 0.18 | 0.98 | 1.00 |

Para la determinación de los derechos de voto y *cash flow* del principal accionista se ha seguido la metodología de definición de cadenas de control propuesta por La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002). La ratio derechos de *cash flow* sobre derechos de voto posee un rango de valores entre 0 y 1.

La tabla 4 contiene la distribución de empresas familiares *versus* no familiares. En dicha tabla se puede observar una evolución creciente del peso de empresas familiares en el mercado bursátil español, al pasar del 45% en 1997 al 50% de las sociedades cotizadas en el año 2003. En términos medios la importancia relativa de las empresas familiares en el período analizado se sitúa en torno al 50%. Estos datos muestran la relevancia de las empresas de carácter familiar en relación a otros tipos de propietarios.

Tabla 4. Distribución de empresas familiares-no familiares. 1997-2003 (%)

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Global |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| Empresas Familiares | 45.45 | 50.65 | 48.86 | 48.94 | 48.94 | 51.06 | 50.00 | 49.13 |
| Empresas no familiares | 54.55 | 49.35 | 51.14 | 51.06 | 51.06 | 48.94 | 50.00 | 50.87 |
| Total empresas | 66 | 77 | 88 | 94 | 94 | 94 | 94 | |

Una empresa es calificada como familiar cuando un individuo o familia es identificado como último propietario siguiendo la metodología de cadenas de control, para lo cual se exige que sea el principal accionista, posea al menos un 10% de los derechos de voto y además, esté representado en el consejo de administración.

Los estadísticos descriptivos, así como la matriz de correlaciones para el conjunto de las variables se recogen en la tabla 5. Así en cuanto a las variables de control se observa que el nivel de endeudamiento se sitúa en términos medios en el 52%. Por otro lado, la ratio PVC representativa de las oportunidades de inversión se encuentra en torno 2.99. Por último, la edad media de las empresas analizadas se eleva a 43 años. Con respecto a la correlación entre las variables, es de señalar que son inferiores a 0.50, por lo que no deben plantearse problemas de multicolinealidad.

Tabla 5. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones

| | DIV | V | CV | Fam | DT | PVC | LAT | EDAD |
|--------------|------------|------------|------------|------------|-----------|--------|-----------|--------|
| Media | 1.61 | 33.72 | 0.91 | 0.48 | 0.52 | 2.99 | 13.30 | 42.62 |
| D.T. | 3.03 | 22.52 | 0.17 | 0.50 | 0.28 | 10.57 | 1.72 | 25.88 |
| DIV | 1.0000 | | | | | | | |
| V | -0.0468 | 1.0000 | | | | | | |
| CV | -0.0709 | -0.0056 | 1.0000 | | | | | |
| Fam | -0.1757*** | 0.3261*** | -0.0475 | 1.0000 | | | | |
| DT | -0.1470*** | 0.0121 | 0.0473 | 0.0322 | 1.0000 | | | |
| PVC | 0.1548*** | -0.0033 | 0.0254 | -0.0656 | 0.1182*** | 1.0000 | | |
| LAT | -0.0275 | 0.0330 | -0.1141*** | -0.2769*** | 0.0643 | 0.0361 | 1.0000 | |
| EDAD | 0.0254 | -0.1546*** | -0.0118 | -0.1169*** | 0.1127*** | 0.0015 | 0.2070*** | 1.0000 |

DIV, dividendos pagados sobre activo total; V, derechos de voto del principal accionista; CV, ratio de divergencia; Fam, naturaleza familiar del principal accionista; DT, endeudamiento; PVC, oportunidades de inversión; LAT, logaritmo del activo total; EDAD, edad de la empresa. *** significativo al 1%, ** al 5%, * al 10%.

4.2. Resultados econométricos

La tabla 6 contiene los resultados de la estimación de los modelos de regresión en dos etapas especificados con objeto de contrastar las hipótesis planteadas. En primer lugar, cabe señalar que en los modelos *lambda* resulta significativa, lo cual se interpreta en el sentido de que es preciso contemplar el modelo de selección previamente al análisis de la cuantía de dividendos. Los tres primeros modelos hacen referencia a las hipótesis H1.1. y H1.2. relativas a la incidencia de los derechos de voto del principal accionista en la decisión de repartir y en el nivel de dividendos. Así, el modelo (1) presenta como única variable explicativa el porcentaje de derechos de voto del principal accionista y las variables de control las cuales se mantienen en todos los modelos. Como puede observarse, el porcentaje de derechos de voto no resulta significativo en la decisión de reparto, si bien es significativo y negativo en el nivel de dividendos. De ahí que se opte por incluir dicha variable en forma cuadrática en la primera etapa. El modelo (2) presenta los resultados de esta especificación reflejando una relación cuadrática (+/-) entre los derechos de voto y la decisión de repartir, mientras que en la cuantía de dividendos el porcentaje de derechos de voto mantiene la relación lineal. Este resultado aconseja contemplar la posibilidad de que la relación entre derechos de voto y nivel de dividendos sea también no lineal, por lo que se plantea el modelo (3) en el que se especifica una relación cuadrática en ambas etapas. Los resultados de este tercer modelo constatan la existencia de una relación en forma de “U invertida” en la decisión de repartir con un punto de inflexión (máximo) en torno al 45.05% de los derechos de voto. Ello indica que hasta el citado nivel de concentración de derechos de voto las empresas son más propensas a repartir

dividendos, si bien a partir de dicho nivel la tendencia se invierte y la propensión que domina es la de no reparto. En cuanto a la decisión relativa al nivel de dividendos, se observa una relación cuadrática, si bien en esta etapa se invierten los signos, de forma que hasta un 53.87% de derechos de voto las empresas distribuyen una menor cuantía de dividendos, mientras que a partir de dicho nivel de control se produce un incremento de la tasa de reparto.

Tabla 6. Estructura de propiedad y dividendos
Variable dependiente: Dividendos. Modelo Heckman de selección en dos etapas.
Pool de datos: 94 empresas españolas cotizadas. 1997-2003

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------------------|-------------------------------|
| 1ª etapa: modelo de selección | | | | | | |
| V | 0.0017 (0.64) | 0.0455*** (4.71) | 0.0455*** (4.71) | | | |
| V² | | -0.0005*** (-4.71) | -0.0005*** (-4.71) | | | |
| CV | | | | -0.4009 (-1.05) | -5.4246 [†] (-1.81) | |
| CV² | | | | | 3.5199 [†] (1.70) | |
| Fam | | | | | | 0.2644 [†] (1.95) |
| DT_{t-1} | -2.2579*** (-5.41) | -2.1665*** (-5.10) | -2.1665*** (-5.10) | -2.2538*** (-5.42) | -2.2354*** (-5.36) | -2.3112*** (-5.51) |
| PVC | -0.0029 (-0.45) | -0.0017 (-0.24) | -0.0017 (-0.24) | -0.0029 (-0.45) | -0.0030 (-0.47) | -0.0018 (-0.29) |
| LAT | 0.2120*** (4.16) | 0.2513*** (4.78) | 0.2513*** (4.78) | 0.2125*** (4.19) | 0.2105*** (4.13) | 0.2450*** (4.62) |
| EDAD | 0.0126*** (3.76) | 0.0125*** (3.64) | 0.0125*** (3.64) | 0.0124*** (3.72) | 0.0125*** (3.73) | 0.0128*** (3.84) |
| 2ª etapa: regresión condicional | | | | | | |
| V | -0.0215*** (-3.13) | -0.0204*** (-3.09) | -0.0969*** (-2.89) | | | |
| V² | | | 0.0009** (2.34) | | | |
| CV | | | | -0.4402 (-0.53) | 18.5428** (2.53) | |
| CV² | | | | | -13.4243*** (-2.63) | |

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Fam | | | | | | -1.2613*** (-3.58) |
| DT_{t-1} | -5.4014*** (-4.15) | -6.7181*** (-6.16) | -5.7063*** (-4.64) | -5.3055*** (-3.97) | -5.3907*** (-4.15) | -5.1900*** (-4.04) |
| PVC | 0.6955*** (13.96) | 0.6931*** (13.26) | 0.6987*** (13.60) | 0.6874*** (13.85) | 0.6902*** (13.90) | 0.6373*** (12.33) |
| LAT | -0.4821*** (-3.02) | -0.3097** (-2.34) | -0.5465*** (-3.13) | -0.5115*** (-3.10) | -0.4776*** (-3.00) | -0.5702*** (-3.48) |
| C | 10.6752*** (4.65) | 8.6515*** (4.34) | 12.8982*** (4.59) | 10.9829*** (4.51) | 4.8083 (1.54) | 11.6018*** (4.95) |
| <i>Lambda</i> | -2.3313** (-2.06) | -0.2650 (-0.34) | -1.9611* (-1.80) | -2.5115** (-2.17) | -2.3385** (-2.06) | -2.0850* (-1.92) |
| Wald χ^2 | 296.83*** | 283.74*** | 286.99*** | 286.13*** | 292.64*** | 287.20*** |
| Observaciones | 568 | 568 | 568 | 568 | 568 | 568 |
| Obs. censuradas | 175 | 175 | 175 | 175 | 175 | 175 |

Div_t dividendos pagados sobre activo total de la empresa *i* en el año *t*; V_{*i*}, derechos de voto del principal accionista en la empresa *i* en el año *t*; CV_{*i*} ratio de divergencia de la empresa *i* en el año *t*; Fam naturaleza familiar del principal accionista de la empresa *i* en el año *t*; DT_{*t*-1} endeudamiento de la empresa *i* en el año *t*-1; PVC_{*i*} oportunidades de inversión de la empresa *i* en el año *t*; LAT_{*i*} logaritmo del activo total de la empresa *i* en el año *t*; EDAD_{*i*} edad de la empresa *i* en el año *t*. *** significativo al 1%, ** al 5%, * al 10%

Todos los modelos incluyen dummies de sector y año, si bien por cuestiones de espacio no se presentan los resultados.

Por consiguiente, se puede afirmar que hasta un cierto porcentaje de derechos de voto las empresas son más propensas a repartir dividendos, pero las que lo hacen establecen una tasa de reparto decreciente con el nivel de control del principal accionista. Por el contrario, a partir de dicho nivel de control, se produce una menor propensión a repartir si bien las empresas que deciden repartir dividendos, lo hacen a una tasa creciente con el nivel de control del último propietario. Estos resultados ofrecen apoyo parcial a las hipótesis H1.1 y H1.2 según las cuales el porcentaje de derechos de voto incide negativamente en la política de dividendos. Concretamente, en cuanto a la decisión de repartir, la hipótesis H1.1 se cumple a partir de cierto nivel de control, mientras que en relación con la cuantía de dividendos, la hipótesis H1.2 se cumple hasta un cierto nivel de control. Por tanto, se observa que hasta un cierto porcentaje de derechos de voto, el efecto expropiación se produce vía reducción de la cuantía de dividendos, y a partir de cierto nivel de control, la expropiación se produce vía menor propensión a repartir.

La contrastación de las hipótesis relativas a la incidencia de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* se realiza a través del modelo (4), siendo esta la única variable explicativa del citado modelo. Como puede observarse en la tabla 6, la ratio de divergencia no resulta significativa en ninguna de las dos etapas, por lo que se opta por incluir esta variable en forma cuadrática en el modelo (5). En la nueva estimación la relación entre la ratio de divergencia y los dividendos resulta no lineal en ambas etapas, si bien con signos opuestos. Esto es, en la decisión de repartir la relación

adopta la forma de U con un punto de inflexión situado en 0.77. De esta forma, hasta dicho nivel de la ratio de divergencia las empresas son menos propensas a repartir dividendos, si bien a partir de dicho mínimo la propensión a repartir se incrementa. Por otro lado, la relación entre la ratio de divergencia y la cuantía de dividendos adopta la forma de “U invertida” situándose el máximo en 0.69. De este modo, hasta dicho máximo de la ratio de divergencia la cuantía de dividendos es creciente, mientras que a partir de dicho nivel los dividendos decrecen. Por tanto, la relación entre divergencia y dividendos es no lineal, debiendo distinguir en función del nivel de divergencia. Así, en relación con la decisión de reparto la expropiación se produce para niveles elevados de divergencia (valores de la ratio inferiores a 0.77). Por el contrario, en la decisión relativa a la cuantía de dividendos la expropiación se produce cuando existe una menor divergencia entre derechos de voto y *cash flow* (valores de la ratio superiores a 0.69). Por consiguiente, las hipótesis relativas a la relación divergencia–dividendos (H2.1 y H2.2) se pueden aceptar de forma parcial.

Con objeto de contrastar las hipótesis relativas a la incidencia del carácter familiar del último propietario en la decisión de dividendos, se introduce en el modelo (6) como variable explicativa la *dummy* representativa del carácter familiar. Como puede observarse en la tabla 6, la naturaleza familiar del principal accionista incide de forma positiva en la decisión de reparto. Por el contrario, el carácter familiar de dicho propietario se relaciona negativamente con el nivel de dividendos. De esta forma, las empresas familiares tienen una mayor propensión a repartir dividendos que las no familiares, pero las que reparten lo hacen en menor cuantía que las no familiares. Por tanto, los resultados no ofrecen apoyo a la hipótesis H3.1 mientras que permiten aceptar la hipótesis H3.2, por lo que la naturaleza familiar del principal accionista conlleva una mayor expropiación a través de una menor cuantía de dividendos en relación con las empresas no familiares.

Respecto a las variables de control (véase tabla 6), se observa que tanto en la decisión de reparto como en la del nivel de dividendos, el endeudamiento es negativo y significativo en todos los modelos, de acuerdo con los postulados de la teoría de la agencia. El tamaño afecta positivamente a la decisión de reparto mientras que no resulta significativo en la cuantía de dividendos a distribuir; es decir, las empresas más grandes tienen mayor propensión a repartir, pero no necesariamente reparten más que las pequeñas. La variable *proxy* de oportunidades de inversión no resulta estadísticamente significativa en la decisión de reparto mientras que presenta un signo positivo y significativo en la explicación del nivel de dividendos. Es decir, la existencia de oportunidades de inversión solo parece afectar a la cuantía de dividendos y no a la decisión de repartir o retener. Por último, la edad (incluida solamente en la primera etapa), resulta positiva y significativa, es decir, las empresas con mayor antigüedad son más propensas a repartir dividendos.

Discusión de resultados

Es de señalar que la mayoría de los estudios revisados en los que se analiza la incidencia de la estructura de propiedad en la política de dividendos se centran en la cuantía distribuida, siendo escasos los trabajos que analizan la decisión de repartir o que contemplan las dos decisiones de forma diferenciada. En este sentido, se puede citar el trabajo de Bena y Hanousek (2005) en el que se analiza la política de dividendos a través de un proceso bietápico tipo Heckman. Por otra parte, entre los escasos trabajos que analizan la relación propiedad-dividendos a través de la determinación de los derechos de voto del principal accionista, se encuentran, entre otros, los estudios de La Porta *et al.* (2000a), Faccio *et al.* (2001), Maury y Pajuste (2002) y Mancinelli y Ozkan (2006). De este modo, no se han encontrado



entre los trabajos revisados estudios que contemplen al mismo tiempo la política de dividendos como un proceso secuencial y la estructura de propiedad a través de la metodología de cadenas de control.

Algunos de los estudios precedentes encuentran una relación negativa entre propiedad y nivel de dividendos (*e.g.*, Rozeff, 1982; Jensen *et al.*, 1992; López y Rodríguez, 1999; La Porta *et al.*, 2000a; Maury y Pajuste, 2002; Barclay *et al.*, 2003; Zhang, 2005; Thomsen, 2005; Bena y Hanousek, 2005; Khan, 2006; Mancinelli y Ozkan, 2006). Estos resultados coinciden con los obtenidos en los modelos (1) y (2), si bien la significación obtenida en el presente trabajo para la relación cuadrática (modelo 3) indica que la extracción de rentas está moderada por el nivel de derechos de voto del principal accionista, ya que dicha relación resulta negativa hasta cierto nivel de control. Estos resultados coinciden con los obtenidos por Farinha (2003) y Da Silva *et al.* (2004) los cuales encuentran una relación en forma de U entre propiedad y nivel de dividendos. Sin embargo, las relaciones observadas en los trabajos de Gugler y Yortoglu (2003) y López de Foronda (2005) presentan signos invertidos.

Por su parte, los estudios que utilizan procedimientos para corregir el sesgo de selección, bien con un mismo modelo o con modelos diferentes para cada decisión presentan resultados no concluyentes en relación con la decisión de repartir. Así, Mancinelli y Ozkan (2006) encuentran una relación no significativa entre derechos de voto del principal accionista y dicha decisión, mientras que Bena y Hanousek (2005) observan una incidencia negativa de la presencia de un gran accionista en la propensión a repartir dividendos. Estos resultados coinciden en parte con los obtenidos en esta investigación al encontrar una relación no lineal (+/-) según la cual el efecto expropiación comienza a partir de cierto nivel de control en manos del principal accionista.

En cuanto a la relación entre divergencia entre derechos de voto y *cash flow* y dividendos, los escasos trabajos existentes distan de ser concluyentes. Así, en los estudios de Maury y Pajuste (2002) y Mancinelli y Ozkan (2005) la ratio de divergencia no resulta significativa, mientras que en el estudio de Faccio y Lang (2001) se observa una relación positiva o negativa dependiendo de la pertenencia a un grupo empresarial. En el presente trabajo, la introducción de la divergencia en forma cuadrática ha permitido evidenciar que la incidencia en la política de dividendos de la separación entre derechos de voto y *cash flow* depende de su nivel, así como del tipo de decisión. Así, se encuentra, en cuanto a la decisión de repartir, una relación no lineal (-/+) la cual refleja que el efecto expropiación se observa hasta cierto nivel de divergencia, mientras que en relación con la cuantía de dividendos dicho efecto se produce desde un determinado nivel de separación entre derechos de voto y *cash flow*.

Por último, en cuanto al carácter familiar y su incidencia en la decisión de repartir, los resultados obtenidos son coincidentes con los de DeAngelo y DeAngelo (2000) quienes observan una preferencia hacia la distribución de dividendos en las empresas controladas por familias. Además, la relación negativa observada entre la identidad familiar del principal accionista y la tasa de dividendos no coincide con los resultados de Maury y Pajuste (2002) mientras que se encuentran en concordancia con los alcanzados por Gugler (2003). De esta forma, la mayor propensión a pagar dividendos en las empresas familiares puede explicarse por la importancia que adquiere en estas empresas la reputación corporativa, la cual se ha observado mejora cuando las empresas distribuyen dividendos. El signo negativo encontrado entre el carácter familiar del principal accionista y la tasa de dividendos puede interpretarse en

el sentido de que el grupo familiar puede obtener beneficios privados derivados del control de los recursos corporativos lo que conlleva un incentivo a reducir la tasa de reparto en relación con las empresas no familiares.

Análisis de robustez

Con objeto de corroborar los resultados obtenidos se han realizado tres análisis de robustez. En primer lugar, se han reestimado los modelos excluyendo las empresas de propiedad difusa, es decir, eliminando las sociedades en las que el principal accionista posee un nivel de derechos de voto inferior al 10 por ciento, lo cual reduce el número de observaciones de 566 a 490. Los resultados, que se presentan en la tabla 7, no difieren de los obtenidos para la muestra total, con la única excepción de la falta de significación del carácter familiar en la decisión de reparto.

Tabla 7. Estructura de propiedad y dividendos. Propiedad concentrada
Variable dependiente: Dividendos. Modelo Heckman de selección en dos etapas.
Pool de datos: 94 empresas españolas cotizadas. 1997-2003

| | (3a) | (5a) | (6a) |
|--|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| 1ª etapa: modelo de selección | | | |
| V | 0.0341*** (2.76) | | |
| V2 | -0.0004*** (-3.27) | | |
| CV | | -7.7473** (-2.47) | |
| CV2 | | 5.3709** (2.46) | |
| Fam | | | 0.0544 (0.35) |
| DT _{t-1} | -2.0822** (-4.50) | -2.1705** (-4.68) | -2.2182*** (-4.78) |
| PVC | 0.0134 (0.60) | 0.0096 (0.45) | 0.0094 (0.44) |
| LAT | 0.3045*** (4.96) | 0.2467*** (4.19) | 0.2567*** (4.13) |
| EDAD | 0.0174*** (4.44) | 0.0199*** (5.09) | 0.0191*** (4.99) |
| 2ª etapa: regresión condicional | | | |
| V | -0.0932*** (-2.71) | | |



| | (3a) | (5a) | (6a) |
|-------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| V2 | 0.0009** (2.22) | | |
| CV | | 17.1377** (2,41) | |
| CV ² | | -12.9677*** (-2.60) | |
| Fam | | | -1.1455*** (-3.27) |
| DT _{t-1} | -5.8730*** (-5.00) | -6.2364*** (-5.51) | -5.7303*** (-4.94) |
| PVC | 0.6659*** (11.92) | 0.6611*** (12.05) | 0.5977*** (10.48) |
| LAT | -0.5253*** (-2.89) | -0.4023*** (-2.64) | -0.5170*** (-3.23) |
| C | 12.9092*** (4.31) | 4.7416 (1.54) | 10.9373*** (4.60) |
| <i>Lambda</i> | -1.7912* (-1.94) | -1.2006 (-1.46) | -1.4143* (-1.68) |
| Wald χ^2 | 236.57*** | 242.82*** | 243.41*** |
| Observaciones | 492 | 492 | 492 |
| Obs.censuradas | 140 | 140 | 140 |

DIV_i dividendos pagados sobre activo total de la empresa *i* en el año *t*; V_i derechos de voto del principal accionista en la empresa *i* en el año *t*; CV_i ratio de divergencia de la empresa *i* en el año *t*; Fam naturaleza familiar del principal accionista de la empresa *i* en el año *t*; DT_{t-1} endeudamiento de la empresa *i* en el año *t-1*; PVC_i oportunidades de inversión de la empresa *i* en el año *t*; LAT_i logaritmo del activo total de la empresa *i* en el año *t*; EDAD_i edad de la empresa *i* en el año *t*. *** significativo al 1%, ** al 5%, * al 10%

Todos los modelos incluyen dummies de sector y año, si bien por cuestiones de espacio no se presentan los resultados.

Dada la importancia otorgada en la literatura a las oportunidades de inversión como condicionante del reparto de dividendos (*e.g.*, Andrés *et al.*, 2000), y a pesar de que se ha incluido una *proxy* de esta variable en los modelos, se han estimado de nuevo los mismos considerando solamente las empresas con y sin oportunidades de inversión. Como puede observarse en la tabla 8, los resultados obtenidos son consistentes para las empresas con buenas oportunidades de inversión, salvo en el caso de la incidencia de la divergencia y el carácter familiar en la primera etapa. Para las empresas con escasas oportunidades de inversión el carácter familiar del principal accionista resulta significativo en ambas etapas; sin embargo, los derechos de voto sólo inciden en relación con la propensión a repartir y la divergencia deja de ser estadísticamente significativa.

Tabla 8. Estructura de propiedad y dividendos. Oportunidades de inversión
Variable dependiente: Dividendos. Modelo Heckman de selección en dos etapas.
Pool de datos: 94 empresas españolas cotizadas. 1997-2003

| | Emp. con oportunidades de inversión | | | Emp. sin oportunidades de inversión | | |
|--|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------------|---------------------|---------------------|
| | (3b) | (5b) | (6b) | (3c) | (5c) | (6c) |
| 1ª etapa: modelo de selección | | | | | | |
| V | 0.0411*** (3.36) | | | 0.087a9*** (3.39) | | |
| V² | -0.0004*** (-3.03) | | | -0.0009*** (-3.a69) | | |
| CV | | -2.4149 (-0.75) | | | -6.4154 (-0.52) | |
| CV^m | | 1.2997 (0.57) | | | 6.4536 (0.78) | |
| Fam | | | 0.1544 (0.93) | | | 1.0112*** (2.6a) |
| DT_{t-1} | -2.2716*** (-4.38) | -2.3840*** (-4.72) | -2.3861*** (-4.73) | -1.4683 (-1.03) | -1.1187 (-0.87) | -1.9745 (-1.40) |
| PVC | -0.0125 (-0.66) | -0.0117 (-0.76) | -0.0113 (-0.72) | 3.6381*** (3.84) | 3.4305*** (3.99) | 3.9970*** (4.36) |
| LAT | 0.2021*** (3.20) | 0.1705*** (2.78) | 0.1884*** (2.98) | 0.9303*** (4.64) | 0.8442*** (4.62) | 0.8896*** (4.59) |
| EDAD | 0.0167*** (3.86) | 0.0172*** (4.06) | 0.0170*** (4.08) | 0.0097 (1.09) | 0.0086 (1.11) | 0.0101 (1.29) |
| 2ª etapa: regresión condicional | | | | | | |
| V | -0.1143*** (-3.05) | | | -0.0003 (-0.03) | | |
| V^{2a} | 0.0012** (2.55) | | | 0.00001 (-0.08) | | |
| CV | | 18.0835** (2.26) | | | -5.4004 (-1.15) | |

| | Emp. con oportunidades de inversión | | | Emp. sin oportunidades de inversión | | |
|-------------------|-------------------------------------|------------------------|-----------------------|-------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Ca ² | | -12.9486** (-2.32) | | | 3.3482 (0.98) | |
| Fam | | | -1.2456*** (-3.02) | | | -0.4659** (-2.19) |
| DT _{t-1} | -6.2253*** (-4.45) | -5.9746*** (-4.11) | -5.8616*** (-4.07) | -1.7230*** (-3.38) | -1.4506*** (-2.72) | -1.9947*** (-4.11) |
| PVC | 0.6860*** (11.14) | 0.6767*** (11.33) | 0.6172*** (9.91) | 1.4184** (2.33) | 0.9069 (1.18) | 1.1391 [†] (1.70) |
| aT | -0.6201*** (-3.43) | -0.5a030*** (-2.94) | -0.5859*** (-3.39) | -0.0379 (-0.33) | -0.2068 (-1.22) | -0.0268 (-0.21) |
| C | 14.5089*** (4.99) | 5.4416 (1.53) | 12.2098*** (4.85) | 0.9864 (0.39) | 6.1673 [†] (1.70) | 1.2451 [†] (0.44) |
| Lambda | -2.1324 [†] (-1.85) | -2.6064** (-2.20) | -2.3256** (-2.00) | 0.1667 [†] (0.57) | -0.2801 (-0.60) | 0.3312 (0.99) |
| Wald_2 | 216.68*** | 218.34*** | 216.69*** | 116.22*** | 109.74*** | 139.71*** |
| Observaciones | 4a39 | 439 | 439 | 129 | 129 | 129 |
| Obs. censuradas | 115 | 115 | 115 | 60 | 60 | 60 |

DIV_i dividendos pagados sobre activo total de la empresa *i* en el año *t*; V_i derechos de voto del principal accionista en la empresa *i* en el año *t*; CV_i ratio de divergencia de la empresa *i* en el año *t*; Fam naturaleza familiar del principal accionista de la empresa *i* en el año *t*; DT_{t-1} endeudamiento de la empresa *i* en el año *t-1*; PVC_i oportunidades de inversión de la empresa *i* en el año *t*; LAT_i logaritmo del activo total de la empresa *i* en el año *t*; EDAD_i edad en el año *t*. *** significativo al 1%, ** al 5%, * al 10%

Todos los modelos incluyen dummies de sector y año, si bien por cuestiones de espacio no se presentan los resultados.

Finalmente, en línea con otros trabajos precedentes se ha estimado un modelo Tobit cuyos resultados se muestran en la tabla 9. Las estimaciones obtenidas presentan una relación no lineal en forma de “U invertida” entre los derechos de voto y el nivel de dividendos, la cual difiere de la obtenida en la segunda etapa del modelo de Heckman. Por otro lado, la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* no resulta significativa mientras que el carácter familiar del principal accionista mantiene la relación negativa con la cuantía de dividendos. Por tanto, los resultados ponen de relieve la necesidad de considerar de forma diferenciada las dos etapas de la política de dividendos, ya que responden a especificaciones diferentes en la relación propiedad-dividendos, lo cual avala la metodología utilizada en el presente trabajo.

Tabla 9. Estructura de propiedad y dividendos. Modelo Tobit
Variable dependiente: Dividendos
Pool de datos: 94 empresas españolas cotizadas. 1997-2003

| | (3d) | (5d) | (6d) |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------|
| V | 0.0683*** (2.57) | | |
| V² | -0.0009*** (-2.88) | | |
| CV | | 0.4918 (0.06) | |
| CV² | | -0.9184 (-0.17) | |
| Fam | | | -0.9656*** (-2.59) |
| DT_{t-1} | -6.3257*** (-5.67) | -6.3742*** (-5.74) | -6.1223*** (-5.58) |
| PVC | 0.0365** (2.27) | 0.0342** (2.14) | 0.0291 [†] (1.83) |
| LAT | 0.2205 (1.56) | 0.1291 (0.93) | 0.0435 (0.31) |
| C | 0.6389 (0.27) | 3.0033 (0.85) | 3.8542 (1.70) |
| LR χ^2 | 74.98*** | 66.71*** | 72.49*** |
| Pseudos R² | 0.0307 | 0.0273 | 0.0297 |
| Observaciones | 568 | 568 | 568 |

DI_{it} dividendos pagados sobre activo total de la empresa *i* en el año *t*; V_{it} derechos de voto del principal accionista en la empresa *i* en el año *t*; CV_{it} ratio de divergencia de la empresa *i* en el año *t*; V_{it}² oportunidades de inversión de la empresa *i* en el año *t*; DT_{t-1} endeudamiento de la empresa *i* en el año *t-1*; PVC_{it} oportunidades de inversión de la empresa *i* en el año *t*; LAT_{it} logaritmo del activo total de la empresa *i* en el año *t*; EDAD_{it} edad de la empresa *i* de la empresa *i* en el año *t*. *** significativo al 1%, ** al 5%, * al 10%

Todos los modelos incluyen dummies de sector y año, si bien por cuestiones de espacio no se presentan los resultados.



5. CONCLUSIONES

El estudio de la política de dividendos en el que se centra el trabajo, se aborda desde un contexto institucional propio de un país de ley civil, caracterizado por una débil protección del sistema legal a los inversores externos. En este ámbito, la estructura de propiedad viene determinada por una elevada concentración de los derechos de voto en manos del principal accionista, la utilización de estructuras que permiten la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* y la destacada presencia de grupos familiares en el control de las empresas. Dichas características de la estructura de propiedad permiten analizar si la política de dividendos es utilizada como mecanismo de extracción de rentas por parte de los accionistas controladores en las empresas cotizadas españolas.

Los resultados obtenidos permiten concluir en primer lugar, que la incidencia de la concentración de derechos de voto en la política de dividendos depende del nivel de control del propietario final, así como del tipo de decisión (reparto o cuantía). Así, la utilización de la política de dividendos como mecanismo de extracción de rentas (efecto expropiación) se produce en la decisión de reparto a partir de un cierto nivel de derechos de voto, mientras que en la decisión relativa a la cuantía de dividendos dicho efecto se manifiesta hasta un cierto nivel de control. En segundo lugar, análogamente, la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* incide en la política de dividendos de forma diferenciada en función del tipo de decisión, así como del nivel de divergencia. En este caso, el efecto expropiación vía dividendos se produce hasta cierto nivel de divergencia en la decisión de reparto y a partir de un determinado grado de divergencia en la cuantía de dividendos. En tercer lugar, los resultados permiten afirmar que el carácter familiar del principal accionista potencia la expropiación de rentas vía dividendos únicamente en relación con el nivel de reparto.

Por tanto, esta investigación ha permitido extender la evidencia previa en varios aspectos. En primer lugar, se ha identificado al último propietario determinando a través de la metodología de cadenas de control su participación en los derechos de voto, la separación entre sus derechos de voto y *cash flow* y su posible carácter familiar, siendo el primer estudio que analiza estos aspectos en relación con los dividendos en el caso español. En segundo lugar, en este trabajo se ha considerado la política de dividendos como una decisión secuencial, de tal forma que las empresas previamente deciden si desean repartir dividendos y posteriormente la cuantía de los mismos; poniéndose de manifiesto la necesidad de contemplar una especificación diferente de la relación propiedad-dividendos en cada una de las dos etapas de la política de dividendos. Así, con el presente trabajo se considera haber aportado respuestas adicionales a la pregunta de por qué las empresas reparten dividendos, contribuyendo al encaje de las piezas del “puzzle” de los dividendos.

REFERENCIAS

- Allen, F. y Michaely, R., 2002. Payout Policy, North-Holland Handbook of Economics, eds. G. Constantinides, M. Harris y R. Stulz.
- Allen, F., Bernardo, A. y Welch, I., 2000. A theory of dividends based on tax clienteles, *Journal of Finance* 55, 2499-2536.
- Almeida, H. y Wolfenzon, D., 2005. A Theory of pyramidal ownership and family business groups, NBER, Working Paper 11368.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. y Reeb, D.M., 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt, *Journal of Financial Economics* 68, 263-285.
- Andrés, P., Azofra, V. y Rodríguez, J.A., 2000. Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español, *Investigaciones Económicas XXIV* (3), 641-679.
- Andrés, P. y López Iturriaga, F., 2005. Financial decisions and growth opportunities: a Spanish firm's panel data analysis, *Applied Financial Economics* 15, 391-407.
- Arrazola, M., Hevia, J. y Mato, G., 1992. Determinantes de la distribución de dividendos, *Investigaciones Económicas (2ª Época)* XVI (2), 235-258.
- Barclay, M.J., Holderness, C.G. y Sheehan, D.P., 2003. Dividends and dominant corporate shareholders, Working Paper SSRN.
- Bebchuk, L.A., Kraakman, R. y Triantis, G.G., 2000. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity, *Concentrated Corporate Ownership*, Ed. R.K. Mork. Chicago.
- Bena, J. y Hanousek, J., 2005. Evidence using dividend policy in the Czech Republic, Working Paper SSRN, 889921.
- Bhattacharya, S., 1979. Imperfect information, dividend policy and the bird on the hand fallacy, *Bell Journal of Economics* 10 (1), 259-270.
- Bhattacharya, S., 1980. Nondissipative signaling structures and dividend policy, *Quarterly Journal of Economics* 95 (1), 1-24.
- Black, F., 1976. The dividend puzzle, *Journal of Portfolio Management* 2 (2), 5-8.
- Burkart, M., Panunzi, F. y Shleifer, A., 2003. Family firms, *The Journal of Finance* LVIII, 2167-2201.
- Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.



- Cox, S.R. y Roden, D.M., 2002. The source of voting rights and related dividend promises, *Journal of Corporate Finance* 8, 337-351.
- Crespi, R.C. y García-Cestona, M.A., 2002. Ownership and control of Spanish listed firms en: *The control of corporate Europe*, Oxford university press.
- Da Silva, L., Goergen, M. Y Renneboog, L., 2004. *Dividend policy and corporate governance*, Oxford University Press.
- DeAngelo, H. y DeAngelo, L., 2000. Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company, *Journal of Financial Economics* 56, 153-207.
- Easterbrook, F.H., 1984. Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review* 74 (4), 650-659.
- Faccio, L y Lang, L. 2000. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Faccio, L. y Lang, L., 2002. The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Faccio, L., Lang, L. y Young, L., 2001. Dividends and expropriation, *American Economic Review* 91 (1), 54-78.
- Fama, E., 1980. Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E. y French, K., 2001. Disappearing dividends; changing firms characteristics of lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics* 60 (1) , 3-45.
- Fama, E. y Jensen, M., 1983. Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* XXVI, 301-325.
- Farinha, J., 2003. Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis, *Journal of Business, Finance and Accounting* 30 (9-10), 1173-1209.
- Francis, J., Schipper, K. y Vincent, L., 2005. Earnings and dividend informativeness when *cash flow* rights are separated from voting rights, *Journal of Accounting and Economics* 39, 329-360.
- Galve Górriz, C. y Salas Fumás, V. 1992. Estructura de propiedad de la empresa española. *Revista de Economía Española* 701, 79-90.
- Giner, E. y Salas, V., 1995. Explicaciones alternativas para la política de dividendos. Análisis empírico con datos empresariales españoles, *Investigaciones Económicas* XIX (3), 329-348.

-
- González, F., 1995. La reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos: la evidencia empírica en el mercado español de valores, *Investigaciones Económicas* 19 (2), 249-268.
 - 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* 25 (88), 581-606.
 - Grullon, G.; Michaely, R. y Seaminathan, B., 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity, *Journal of Business* 35 (3), 387-424.
 - Gugler, K., 2003. Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment, *Journal of Banking and Finance* 27, 1297-1321.
 - Gugler, K. y Yortoglu, B., 2003. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany, *American Economic Review* 47 (4), 731-758.
 - Heckman, J., 1979. Sample selection bias a specification error, *Econometrica* 47, 153-161.
 - Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free *cash flow*, corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
 - Jensen, M.C. y Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Financial Economic* 3, 305-360.
 - Jensen, G., Solberg, D. y Zorn, T., 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt. and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, 247-264.
 - Jian-ping, D. y Yong, Z., 2005. A study on the relationship between the family control and dividend decision of the listed company, www.ccf.org.cn.
 - Kanwer, A., 2003. The determinants of corporate dividend policies in Pakistan: An empirical analysis, *Foundation for Business and Economic Research* 2º Etapa.
 - Khan, T., 2006. Company Dividends and Ownership Structure: evidence from UK panel data, *The Economic Journal* 116.
 - La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R., 1998. Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
 - La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* LIV, 471-517.
 - La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R., 2000a. Agency problems and dividends policies around the world, *Journal of Finance* 55 (1), 1-33.



- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R., 2000b. Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58 (1-2), 3-27.
- Lang, L. y Litzenger, R., 1989. Dividend announcements, cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis, *Journal of Financial Economics* 24, 181-191.
- Li, K. y Prabbala, N.B., 2005. Self-selection models in corporate finance, Working Paper SSRN 843105.
- Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earning, and taxes, *American Economic Review* 46 (2), 97-113.
- López de Foronda, O., 2005. Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde una perspectiva institucional: Evidencia empírica internacional, *Asociación Científica de Economía y Dirección de Empresa*.
- López Iturriaga, F.J. y Rodríguez Sanz, J.A., 1999. La decisión de dividendos en la empresa española: un contraste de teorías alternativas, *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas* 3, 29-44.
- Lozano, M.B., De Miguel, A. y Pindado, J., 2002. Papel de política de dividendos en las empresas reguladas, *Investigaciones Económicas XXVI* (3), 447-474.
- Mancinelli, L. y Ozkan, A., 2006. Ownership structure and dividend policy, *The European Journal of Finance* 12 (3), 265-282.
- Maury, C.B. y Pajuste, A., 2002. Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland, *Finnish Journal of Business Economics* 1, 15-45.
- Miller, M.H. y Modigliani, F., 1961. Dividend policy growth and the valuation of shares, *Journal of Business* 34 (4), 1031-1051.
- Miller, M.H. y Rock, K., 1985. Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance* 40 (4), 411-433.
- Poterba, J.M. y Summers, L.H., 1985. The economic effects of dividend taxation, en Edward I. Altman and Marti G. Subrahmanyam, eds., *Recent Advances in Corporate Finance* (Homewood, IL: Richard D. Irwin).
- Rozeff, M.S., 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividends payout ratios, *The Journal of Financial Research* 5, 249-259.
- Ruano-Pardo, S. y Salas-Fumás, V., 2006. Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España. 1992-2003, Banco de España, documentos de trabajo, 0622.
- Santana, D.J y Aguiar, I, 2006. El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002). *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* 26, 47-72.

-
- Shleifer, A. y Vishny, R.W., 1997. A survey of corporate governance, *The Journal of Finance* LII, 737-783.
 - Smith, B. y Amoako-Adu, B., 1999. Management sucesión and financial performance of family controlled firms, *Journal of Corporate Finance*, 5, 341-368.
 - Short, H.; Zhang, H. y Keasey, K., 2002. The link between dividend policy and institutional ownership, *Journal of Corporate Finance*, 8, 105-122.
 - 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, 201-225.
 - Thomsen, S. y Pedersen, T., 2000. Ownership structure and economic *performance* in the largest European companies, *Strategic Management Journal* 21, 689-705.
 - Zhang, R. 2005. The effects of firm-and country level governance mechanisms on dividend policy, cash holdings, and firm value: a cross-country study.