



**“CASH HOLDINGS E INVERSIONISTAS
INSTITUCIONALES: UN ANÁLISIS PARA
MERCADOS EMERGENTES”**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Nicolás Hidalgo Soto

Profesor Guía: Mauricio Jara

Santiago, Abril de 2016

Dedico de manera especial esta investigación a mi familia, especialmente a mi padre Joaquín Hidalgo Z. y mi madre Sandra Soto A. ya que sin apoyo e incondicional cariño nunca podría haber llegado a estas instancias.

Agradezco además muy afectuosamente a mis amigos y compañeros de carrera por acompañarme en este camino y mis profesores por su guía y amistad, especialmente a Mauricio Jara B. por su ayuda en esta tesis.

Cash Holdings e Inversionistas Institucionales: Un Análisis para Mercados Emergentes

Abstract:

Este trabajo analiza empíricamente la influencia de los inversionistas institucionales sobre la decisión de tenencias de efectivo, o cash holdings, para diversos mercados emergentes que coticen en bolsa para los años 2003-2014. Estos inversionistas pueden influir en la política de efectivo por medio del monitoreo o no, a la gestión de los administradores. En este estudio se dividieron a los inversionistas institucionales en base a su monitoreo, utilizando la metodología de Ferreira & Matos (2008), teniendo inversionistas institucionales independientes y grises. Lo encontrado revela que los inversionistas institucionales totales, a través del monitoreo ejercido permiten a los administradores incrementar sus tenencias de efectivo, aun cuando se esté en un contexto de bajos niveles de protección a los accionistas. Similar hallazgos para los inversionistas independientes que le permiten a los administradores tener más holgura interna, y lo gastan en consonancia con los intereses de los accionistas. Además si se utiliza como proxy de gobierno corporativo, los inversionistas institucionales, apoya la idea de que empresas mejor gobernadas tienen más dinero en efectivo. Para el caso de los inversionistas grises, se encuentra apoyo a la hipótesis de no monitoreo en la cual debido a que no monitorean a los administradores, dejan a estos seguir sus propios objetivos, lo que lleva al incremento de las tenencias de efectivo en la empresa.

Keyword: Cash Holdings, Inversionistas Institucionales, Gobierno Corporativo, Mercados Emergentes

Contenido

1.	Introducción	1
2.	Antecedentes, Revisión de Literatura e Hipótesis	3
2.1.	Teorías de Cash Holdings	3
2.1.1.	La Teoria del Trade-Off.....	3
2.1.2.	La Teoria del Pecking Order	4
2.1.3.	La Teoria de Agencia	5
2.2.	Evidencia Empirica de los Determinantes del Cash Holdings	5
2.3.	Cash Holdings y Gobierno Corporativo	7
2.4.	Gobierno Corporativo e Inversionistas Institucionales	8
2.5.	Hipótesis.....	15
2.5.1.	Inversores Institucionales.....	15
2.5.2.	Concentración de la propiedad	17
2.5.3.	Variables de control	18
3.	Muestra, Variables y Metodología.....	24
3.1.	Muestra	24
3.2.	Variables.....	25
3.3.	Metodología	29
4.	Resultados.....	32
4.1.	Análisis Descriptivo	32
4.2.	Resultados Regresiones.....	34
4.2.1.	Regresion Base	34
4.2.2.	Cash Holdings e Inversionistas Institucionales.....	37
5.	Conclusiones	43
6.	Anexos.....	45
6.1.	Regresiones con Variable Ratio Cash Neto	45
7.	Referencias Bibliográficas	50

Índice de Tablas

Tabla 1: Resumen de Hipótesis de Variables de Control	23
Tabla 2: Bolsas de Valores de la Muestra.....	25
Tabla 3: Defincion de Variables.....	28
Tabla 4: Estadística Descriptiva	32
Tabla 5: Matriz de Correlaciones	33
Tabla 6a: Determinantes del Cash Holdings.	36
Tabla 7a: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales	38
Tabla 8a: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales Independientes y Grises	40
Tabla 9a: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales, con China	41
Tabla 10a: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales Independientes y Grises, con China.....	42
Tabla 6b: Determinantes del Cash Holdings.	45
Tabla 7b: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales	46
Tabla 8b: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales Independientes y Grises	47
Tabla 9b: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales, con China	48
Tabla 10b: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales Independientes y Grises, con China	49

1. Introducción

El presente trabajo tiene por objetivo analizar la relación, si existe, entre los inversionistas institucionales y las tenencias de efectivo, o cash holdings. Esto para mercados emergentes, escogimos estos mercados ya que los inversionistas institucionales están desempeñando un papel cada vez más importante en los mercados emergentes del mundo, además de la poca investigación acerca de estos mercados en la literatura.

Altamente especializados y con una gestión de capital sustancial, los inversionistas institucionales pueden mejorar las características del mercado de muchas maneras, incluyendo el aumento en la liquidez, que influye en la psicología del mercado, mejora el acceso y el gobierno corporativo. Estos también pueden aprovechar su tamaño para negociar mejores servicios a menores costos. Alguno de los beneficios que se pueden observar en un estudio realizado por el “Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions”¹ son que: (i) los inversionistas institucionales tienen una filosofía de largo plazo, esto ya que mercados con números inversores institucionales tienden a ser menos volátiles y pueden asignar recursos y capital a las empresas con mayor eficacia. (ii) mejoran el gobierno corporativo de las empresas, los inversionistas institucionales en comparación con otros inversores gestionan mejor grandes conjuntos de activos, dándoles una mayor influencia y control sobre sus objetivos de inversión. Estos están en mejor posición para ejercer presión sobre las empresas y la administración para mejorar el gobierno corporativo y la transparencia. Por último, lo encontrado en este estudio es que (iii) poseen servicios profesionales. Esto significa que los inversionistas institucionales aprovechan sus economías de escala para negociar comisiones más bajas, ampliar la investigación y emplear a profesionales de inversión de alta calidad. Por otra parte, las políticas de inversión integrales y procedimientos establecidos, los inversionistas institucionales tienden a proporcionar una mejor gestión del riesgo y lograr rendimientos más altos y estables para sus inversores.

Para esto primero se explican en detalle las principales teorías que explican por qué las empresas eligen un cierto nivel de efectivo en caja, entre estas esta la teoría de equilibrio (o trade-off theory), la teoría de orden jerárquico (o pecking order theory) y por ultima la teoría de agencia.

Si bien existe apoyo a estas teorías, para investigaciones tanto en mercados desarrollados como emergentes, otro factor importante que ha estado atrayendo cada vez mas la atencion de los investigadores, es el tema de gobiernos corporativos (representado por la estructura de propiedad, dispersion accionario y el nivel de proteccion del derecho de los accionistas). Analizando el impacto que tienen los gobiernos corporativos es posible observar que es diferente o incluso

¹ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD384.pdf>

contradice a los estudios previos sobre tenencias de efectivo centrandose en los costes de agencia como un factor importante. Sin embargo, en general, la mayoría de los hallazgos implican un papel importante de los costes de agencia sobre las tenencias de efectivo, y las empresas con mejor calidad institucional, por ejemplo, buena proteccion de los accionistas, son mas propensos a tener menos dinero que las empresas con un gobierno corporativo deficiente. Debido a esto, en nuestro estudio incluimos una variable que mide esto, el indice anti-director rights desarrollado por La Porta R. , Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny (1998) y utilizado por Spamann (2010) y Kang (2015). Este indice mida la proteccion al inversionista, donde los paises toman el valor de cero a cinco, los que tienen mejor indice presentan una mejor proteccion a los accionistas minoritarios. Cuando los derechos de los accionistas minoritarios estan bien protegidos, las posibilidades de conflicto entre los insiders y outsiders es bajo. De esta manera es posible estudiar, para los paises que poseen poca proteccion a los inversionistas en general, las diferencias que se dan en mercados emergentes.

Este estudio en si se base principalmente en analisis de regresion, tomando una muestra de 7.075 empresas para 14 mercados emergentes, entre los años 2003 a 2014, analizando la relacion entre inversionistas institucionales y las tenencias de efectivo, ademas se separaron entre inversionistas institucionales independientes y grises, en base a Ferreira & Matos (2008).

Los resultados obtenidos demuestran que, existe una influencia significativa entre las variables de inversionistas institucionales, ya sea independientes o grises, esta relación es positiva pero difieren en su análisis. Además de esto se agregaron distintas variables de control, en base a la literatura relevante, como por ejemplo: oportunidades de crecimiento, tamaño de la empresa, endeudamiento, flujo de caja, volatilidad del flujo de caja, sustitución de activos líquidos y por último pago de dividendos.

El resto de la investigación sigue el siguiente orden. En la sección 2 se presentan antecedentes, revisión de la literatura y se plantean las hipótesis, en la sección 3 se presenta la muestra, variables y la metodología empleada. Sección 4 se presentan los resultados y finalmente en la sección 5 se concluye.

2. Antecedentes, Revisión de Literatura e Hipótesis

Existe un elevado volumen de literatura que ha estudiado los factores que determinan las tenencias de caja, o cash holdings (ver por ejemplo: Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999; Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes, 2003; Ozkan & Ozkan, 2004; Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2004; Ferreira & Vilela, 2004; Jani, Hoesli, & Bender, 2004; Bates, Kahle, & Stulz, 2009; Gill & Shah, 2012; Hall, Mateus, & Mateus, 2014). En terminos generales, existen argumentos relacionados con las ventajas de mantener mayores niveles de caja, las cuales se encuentran relacionados con la capacidad de la empresas para evitar costos excesivos de financiamiento externo, reducción de riesgos, y mantener niveles de inversión. Por otro lado, de igual manera saltan a la vista algunas desventajas relacionadas con la divergencia de intereses entre quienes tienen los derechos de decisión, pues pueden perseguir intereses privados, de manera de conseguir beneficios pecuniarios, y por tanto, invertir en proyectos que no generen valor (Jensen, 1986; Stulz, 1990).

2.1. Teorías de Cash Holdings

Existe una solida cantidad de literatura sobre el tema de tenencias de efectivo corporativo. Al revisar los articulos de investigacion sobre el tema, se hace evidente que existe una serie de teorías y motivos que son aplicables cuando se trata de explicar por que los empresas eligen un cierto nivel de efectivo en caja. Estas teorías y motivos incluyen la teoria de equilibrio (o trade-off theory), la teoria del orden jerarquico (o pecking order theory) y por ultimo la teoria de agencia. En la siguiente seccion, estas tres teorías diferentes se explican y se intrducen los motivos por lo cuales las empresas mantienen dinero en efectivo.

2.1.1. La Teoria del Trade-Off

El modelo de trade-off se utiliza a menudo como una forma de determinar el nivel optimo de efectivo que debe mantener una empresa (Ozkan & Ozkan, 2004). El costo marginal de las tenencias de efectivo se deriva del costo de oportunidad del capital como resultado de la baja rentabilidad de los activos liquidos en comparacion con otros inversiones con niveles similares de riesgo (Gao, Harford, & Li, 2013). Desde el punto de vista de los accionistas, como ha señalado Harford (1999), la construccion de un imperio y los beneficios empresariales tambien pueden ser una preocupacion cuando los directivos tienen acceso a un gran numero de fondos internos. Los beneficios marginales de las tenencias de efectivo influyen reducir al minimo las posibilidades de dificultades financieras, promover una politica de inversiones optima y evitar los costes asociados a la liquidacion de los activos existentes o acceder al financiamiento externo (Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2006). En analogia con la deuda, las tenencias de efectivo generar beneficios y costos, ser capaz de financiar las inversiones es esencial para una empresas para crecer, es un de sus beneficios. Basado en el modelo de equilibrio, una organización es capaz de identificar de manera efectivo el nivel optimo de retencion de caja mediante el equilibrio entre los beneficios marginales y los costos marginales de las tenencias de efectivo, o explotacion de efectivo (Opler,

Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999). Teniendo en cuenta el hecho de que las organizaciones requieren dinero en efectivo para administrar sus gastos corrientes, el mercado de capitales y la liquidación de activos son las fuentes más comunes de los fondos. Sin embargo, como el mercado financiero es imperfecto debido a la información asimétrica, las empresas a menudo tienen dificultades para acceder a los mercados de capitales y pueden tener que soportar un costo financiero significativo. En el modelo de trade-off, el efectivo en caja es visto como un amortiguador entre usos y fuentes de recursos de la empresa.

2.1.2. La Teoría del Pecking Order

En su artículo seminal, Myers & Majluf (1984) sentó las bases para una teoría angular de las finanzas corporativas, a saber, la teoría del pecking order (teoría de la jerarquía). El fundamento de esta teoría es la necesidad de reducir los costos de información asimétrica, así como otros gastos financieros (Myers & Majluf, 1984). De acuerdo con la hipótesis del orden jerárquico, las empresas deben optar por utilizar los recursos acumulados como su primera fuente de financiamiento con el fin de reducir al mínimo los costos de la asimetría de información y otros gastos financieros. Esta fuente de financiamiento es seguida por la deuda segura y luego la deuda riesgosa, respectivamente, y si no hay otra fuente de financiamiento disponible, la empresa puede recurrir a la emisión de acciones. La razón por la cual el equity es visto como la opción menos favorable de acuerdo con esta teoría es que la emisión de nuevas acciones es muy caro para las empresas debido a las asimetrías de información (Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2006). Esto ofrece una explicación de por qué las organizaciones optan por depender de los resultados acumulados como fuente de financiamiento de sus inversiones, seguido de la deuda y, finalmente, la emisión de acciones. Cuando una empresa va a la quiebra, los deudores son los primeros en ser considerados en términos de reembolso de su dinero, seguido de los accionistas. Existen asimetrías de información, cuando una de las partes durante un proceso de transacción carece de la información con respecto a la otra parte. Esta discrepancia en términos de conocimiento del negocio es el resultado de las ineficiencias del mercado ya que los participantes no tienen todo el acceso a la información que puede influir en su toma de decisiones. Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999), identifica la teoría del pecking order, o el modelo de jerarquía de financiamiento, como apuesto al modelo de trade-off. La teoría del pecking order no adopta un nivel óptimo de efectivo en caja y postula que las grandes reservas de efectivo en las empresas rentables conducen a la holgura financiera (Faulkender & Wang, 2006). Además, el efectivo se percibe como un amortiguador entre las necesidades de inversión y el efectivo retenido (Ferreira & Vilela, 2004). Cuando las ganancias acumuladas son insuficientes con respecto al financiamiento de nuevas inversiones, las organizaciones utilizan las tenencias de efectivo y deuda nueva, respectivamente. Al igual que con el modelo de trade-off, una serie de características

de las empresas influyen en nivel de las tenencias de efectivo pudiendo identificarse utilizando la perspectiva de la teoria del pecking order.

2.1.3. La Teoria de Agencia

Jensen (1986) sostiene que los motivos de los administradores no suelen estar alineados con los de los accionistas y si el gerente tiene un monton de dinero en efectivo a su disposicion, van a utilizar esos activos para obtener beneficios personales en lugar de aumentar el valor de la empresa. Por lo tanto, en el modelo de Jensen & Meckling (1976), los gerentes tienen un programa de acumulacion de activos con el fin de obtener el control discrecional sobre las decisiones de inversion de la empresa. En esta configuracion, la administracion decide si el dinero esta en manos de la firma o pagado a sus accionistas. Al fin de que los administradores persigan sus propios intereses, el dinero en efectivo constituye la forma mas adecuada de financiamiento, como tener que recaudar fondos externos por lo general requiere que la empresa ofrezca al prestamista ideas con respecto a la utilizacion del dinero. De acuerdo con Kalcheva & Lins (2007), la forma mas segura de manejar dinero en efectivo es separlo de los ingresos de explotacion seguido de una valoracion separada de la caja. La mayoría de los gerentes prefieren mantener dinero en efectivo en lugar de aumantar los desembolsos a los accionsitas cuando la organización carece de buenas oportunidades de inversion. Jensen (1986), encontro evidencia que sugiere que las empresas de paises con mayores problemas de agencia tienen a mantener mas dinero que empresas situadas en paises donde problemas de agente-principal son menos pronunciados. Por otra parte, Jensen (1986) establecio que los administradores atrincherados tienen una alta probabilidad de construir saldos excedentes de efectivo a pesar de que tambien gastan dinero en efectivo rapidamente.

2.2. Evidencia Empirica de los Determinantes del Cash Holdings

Investigacion empirica de la decision de mantener efectivo se ha centrado hasta ahora principalmente en el papel de los factores especificos de la empresa en la determinacion de los niveles de efectivo de las empresas. Una contribucion importante a este respecto se proporciona en Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999) que examina los determinantes de las tenencias de efectivo para las empresas estadounidenses que cotizan en bolsa. Observa que las empresas mas grandes tienden a mantener bajas reservas de efectivo. Tambien informa que las empresas con oportunidades de crecimiento mas fuertes y flujos de efectivo de mas riesgo tienen altos niveles de caja. De nuevo para una muestra de empresas estadounidenses Kim, Mauer, & Sherman (1998) proporciona resultados similares.

Si bien este estudio no esta enfocado principalmente en los determinantes de las tenencias de efectivo a nivel de factores especificos de las empresas se muestran ciertos estudios relevantes, ya que estas variables se utilizan mas adelante como variables de control.

Ferreira & Vilela (2004), investigaron los factores determinantes de los saldos de caja que utilizan las empresas en diferentes países de la EMU² entre 1987-2000 y encontraron que el nivel de efectivo en poder de las empresas se ve afectada positivamente por tanto el flujo de caja y las oportunidades de crecimiento y negativamente por apalancamiento, tamaño de la empresa y sustitutos de activos líquidos. Estos resultados contradicen la teoría del flujo de caja libre, ya que el resultado muestra una relación negativa entre las tenencias de efectivo y las oportunidades de crecimiento, lo que sugiere que el conflicto de agencia no juega un papel importante en la determinación de las tenencias de efectivo, pero los resultados son coherentes tanto para la teoría de pecking order y trade-off ya que la decisión sobre la tenencia de efectivo por las empresas es una decisión de equilibrio entre los costes y beneficios de mantener efectivo. Por lo tanto, las teorías de trade-off y pecking order pueden explicar los determinantes de tenencias de efectivo para los países de EMU. También encontraron que si existe una relación negativa significativa entre el nivel de efectivo en caja y la deuda bancaria, mientras que hay una relación negativa entre el nivel de desarrollo de los mercados financieros y el dinero en efectivo.

Un estudio sobre los determinantes de las tenencias de efectivo para el mercado chino es el desarrollado por Megginson & Wei (2010), presenta un estudio sobre la relación entre la propiedad estatal y las tenencias de efectivo entre 1993 a 2007. El estudio sugiere que los problemas de agencia de las empresas controladas por el Estado representan un menor nivel de valor de efectivo. Además, el estudio encuentra evidencia de una asociación positiva entre las tenencias de efectivo y el tamaño de la empresa, la rentabilidad y oportunidades de crecimiento. También el cash holdings se ve afectado negativamente por el apalancamiento y el capital de trabajo neto.

Otro documento sobre mercados emergentes, a un nivel internacional, el trabajo de Al-Najjar (2013) explora el cash holding corporativo para empresas en Brasil, Rusia, India y China en términos de características específicas de la firma y gobierno corporativo. Los resultados sugieren que los mercados emergentes difieren de los mercados desarrollados en términos de estructuras financieras y de gobierno, pero comparten patrones similares en los comportamientos de los determinantes y gestión de los fondos en efectivo.

En resumen, la mayoría de los estudios en el campo han sido dedicados a países o grupos de países en mercados desarrollados, principalmente, y la mayoría de ellos encuentran apoyo a la teoría del trade-off y pecking order. Las características de la empresa, tales como tamaño de la empresa, perspectivas de crecimiento, apalancamiento y el capital de trabajo neto han sido examinados sustancialmente, con resultados sobre su impacto relativamente consistentes entre sí. Sin

² The Economic and Monetary Union.

embargo, otro factor importante que ha estado atrayendo cada vez mas la atencion de los investigadores, es el tema de gobiernos corporativos (representado por la estructura de propiedad, dispersion accionario y el nivel de proteccion del derecho de los accionistas). Analizando el impacto que tienen los gobiernos corporativos es posible observar que es diferente o incluso contradice a los estudios previos sobre tenencias de efectivo centrandose en los costes de agencia como un factor importante. Sin embargo, en general, la mayoría de los hallazgos implican un papel importante de los costes de agencia sobre las tenencias de efectivo, y las empresas con mejor calidad institucional, por ejemplo, buena proteccion de los accionistas, son mas propensos a tener menos dinero que las empresas con un gobierno corporativo deficiente.

2.3. Cash Holdings y Gobierno Corporativo

Mas recientemente, ha habido un mayor énfasis en el papel de los gobiernos corporativos para explicar el comportamiento de retencion de caja de las empresas. Uno de los primeros estudios en analizar esto es Ozkan & Ozkan (2004) que analiza el impacto de la estructura de propiedad de las empresas en sus niveles de efectivo utilizando una muestra de empresas del Reino Unido. Ellos proporcionan evidencia de una relacion no monotona entre la propiedad gerencial y tenencia de efectivo. Observan que las tenencias de efectivo se ven afectadas negativamente por la propiedad gerencial en los niveles bajos de propiedad, pero el impacto se invierte en los niveles superiores. Tambien encuentran que las empresas con controladores finales tienen niveles mas altos de dinero en efectivo que empresas con muchos accionistas. Sus conclusiones con respecto a otros factores especificos de la empresa estan en linea con la evidencia previa para empresas estadounidenses. Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes (2003) analiza la relacion entre el gobierno corporativo y cash holding centrandose en el impacto de la proteccion al accionista mediante el uso de datos transversales a nivel de empresas provenientes de 45 paises. Su principal conclusion es que las empresas que operan en los paises donde la proteccion a los accionistas es mala tienden a tener niveles mas altos de dinero en efectivo. Sostienen que sus resultados proporcionan evidencia de que los problemas de agencia, como proxy a los derechos de los accionistas a traves de los paises, son de promordial importancia en la determinacion de las tenencias de efectivo de las empresas.

Otra investigacion relevante es Harford, Mansi, & Maxwell (2008) para el mercado estadounidense si bien sus resultados son contradictorios a los encontrados por Dittmar et al. (2003), sugieren que firmas con un gobierno corporativo pobre no tienen mas efectivo sino que menos, pero que entre un conjunto de empresas con altos niveles de cash holding, firmas con un mal gobierno corporativo gastan su dinero con mayor rapidez. Sin embargo, ellos sostienen que estos resultados ayudan a entender como el nivel de proteccion al inversionistas por pais interactua con los problemas de agencia a nivel de empresas y el poder de los accionistas.

Una razón de por qué la relación entre gobierno corporativo y cash holdings ha ganado atención cada vez más es que investigaciones recientes han proporcionado un fuerte apoyo a la importancia de las características legales e institucionales en la comprensión de los patrones de las finanzas corporativas en diferentes países (véase; La Porta, Lopez, Shleifer, & Vishny, 1998; Spamann, 2010; y Kang, 2015). El principal hallazgo de esta línea de la literatura es que la protección de los accionistas y acreedores por el sistema legal puede influir en los costos de agencia. Esto es principalmente debido a la expropiación potencial de los accionistas minoritarios y acreedores por parte de administradores y accionistas controladores.

En la medida en que estas relaciones de agencia costosas afecten el costo de financiamiento externo se debe esperar observar diferentes niveles de efectivo en poder de las empresas en países que proporcionen a los inversores diferentes niveles de protección. Por ejemplo, si un país tiene una estructura legal con una fuerte protección de los inversores, los costos de agencia esperados entre un outsider e un insider serán más bajos, y el financiamiento externo será relativamente más fácil de alcanzar. En esta configuración, las empresas tendrán menos incentivos para acumular grandes cantidades de dinero en efectivo. Esto es consistente con Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes (2003), que se centra en la protección de los accionistas y encuentra una relación negativa entre la protección de los accionistas y las tenencias de efectivo.

Un resultado similar pero a nivel de empresa es el que encuentra Ammann, Oesch, & Schmid (2011) en el que analiza 46 mercados emergentes, en el que firmas con un bajo nivel de gobierno corporativo mantienen significativamente más efectivo que firmas con un buen nivel de gobierno corporativo, estando en línea con Jensen (1986).

2.4. Gobierno Corporativo e Inversionistas Institucionales

Si bien la propiedad de los inversores institucionales ha crecido sustancialmente en las últimas décadas, atrayendo la atención de los investigadores por ejemplo se ha estudiado la influencia de la propiedad institucional en varios aspectos de las operaciones de la firma, incluida la política de dividendos (Grinstein & Michaely, 2005), fusiones y adquisiciones (Chen, Harford, & Li, 2007) y la compensación a los ejecutivos (Hartzell & Starks, 2003), muy pocos se han centrado en la relación entre las tenencias de efectivo, o cash holdings, y los inversionistas institucionales.

La primera investigación en relacionar el cash holdings con los inversionistas institucionales fue Ozkan & Ozkan (2004), al analizar empresas públicas Británicas para determinar las razones por las cuales las empresas poseen dinero en efectivo, utilizando datos desde 1984 a 1999 y empleando un modelo de coste transversal y un modelo de datos de panel. Se centran en la propiedad del directorio, incluyendo la estructura de la junta y los controladores de las firmas, además de la propiedad de los inversores institucionales como variable de control entre otras.

Toman en consideracion a los inversionistas institucionales debido a las características que tienen en el gobierno corporativo del Reino Unido, donde no tienen un rol activo en monitorear y en la disciplina en la gestión de las empresas (Ozkan & Ozkan, 2004). Si bien el análisis principal se enfoca en la propiedad del directorio, lo encontrado por las regresiones en esta investigación es que los inversionistas institucionales afectan positivamente a las tenencias de efectivo, pero no tiene significancia estadística. Además encuentran que existe una relación significativa entre las tenencias de efectivo y la propiedad del directorio. Esta relación es una relación no monótona, ya que encontraron que la relación es negativa cuando el nivel de participación es bajo, pero la relación se invierte y se convierte en positiva con un alto nivel de propiedad. También descubrieron que muchos factores son importantes en la determinación de las tenencias de efectivo, tales como la deuda bancaria, apalancamiento, oportunidades de crecimiento, activos líquidos y el flujo de caja. No hay evidencia muy fuerte que las empresas más grandes tienen menos dinero en efectivo. También sugieren que, teniendo en cuenta la heterogeneidad y la endogeneidad estas son esenciales en el análisis de las tenencias de efectivo de las empresas.

Otro estudio que intenta dar luces acerca de esta relación es el trabajo de Harford, Mansi, & Maxwell (2008), para el mercado estadounidense entre los años 1990-2004, en donde toman métricas de gobierno basadas en disposiciones públicas de adquisición (antitakeover provisions) y propietarios dentro de la empresa (insiders ownership), donde los inversores institucionales nacen como una forma de medir los problemas de agencia. Lo que encuentran es que la relación entre cash holdings e inversionistas institucionales es positiva pero el estadístico t es marginalmente significativo, una explicación que ellos toman en consideración es el monitoreo que pueden ejercer los inversionistas institucionales, esto es lo relevante de este estudio. Finalmente debido a la significancia estadística esta variable no es tomada en consideración para otros modelos. Otros hallazgos es que las empresas con gobiernos corporativos más débiles tienen reservas de efectivo más pequeñas. Cuando se distribuye efectivo a los accionistas, las empresas con estructuras de gobierno más débiles optan por volver a comprar en lugar de aumentar los dividendos, evitando futuros compromisos de pagos. La combinación de exceso de efectivo y los derechos de los accionistas débiles conduce a un incremento en los gastos de capital y adquisiciones. Las empresas con bajos derechos de accionistas y con exceso de efectivo tienen una menor rentabilidad y valoración. Sin embargo, hay pocas pruebas de que la presencia de exceso de efectivo altere la relación general entre la gobernabilidad y la rentabilidad. En los Estados Unidos, los gerentes atrincherados controlados semanalmente eligen gastar el dinero de manera rápida en adquisiciones y gastos de capital, en lugar de acumularlo.

El potencial de monitoreo por parte de los inversionistas institucional para aumentar el valor de los accionistas es ampliamente reconocido en la literatura (ver: Grossman & Hart (1980) y Shleifer & Vishny (1986), para la presentación de los argumentos teóricos. Leer a: Brickley,

Lease, & Smith (1988); Agrawal & Mandelker (1990); Smith (1996); Del Guercio & Hawkins (1999); Gillan & Starks (2000) y por ultimo a Hartzell & Starks (2003) para evidencia empirica). Pero todavia queda mucho por aprender acerca de la eficacia del monitoreo externo en abordar el problema fundamental de los accionistas en proporcionar suficiente holgura interna para evitar la falta de inversion sin tener en cuenta el exceso de inversion, esto en base a lo encontrado por Ozkan & Ozkan (2004) y Harford, Mansi, & Maxwell (2008). Ejemplos de monitoreo por parte de inversionistas institucionales incluyen voto activo a traves de las acciones, nombrar miembros del consejo de la junta directiva, exigiendo informacion adicional sobre la firma, alertar al mercado cuando se detectan malas practicas de gobierno corporativo, lo que lleva a exigir a las empresas en las cuales invierten buenas practicas corporativas (Blume & F., 2007)

Sin embargo, no todos los inversionistas institucionales crean el mismo valor. Se diferencia en el tipo de inversionista, sus horizontes de inversion debido a sus estrategias (por ejemplo, un trading de alta frecuencia vs comprar y mantener) y/o diferencias en el vencimiento de sus pasivos (por ejemplo, fondos de inversion frente a fondos de pensiones).

Una investigacion que toma en consideracion los horizontes de inversion y su relacion con las tenencias de efectivo es Harford, Kecskes, & Mansi (2012), para empresas en Estados Unidos desde 1985 a 2009, ellos esperan que los costes de agencia de las tenencias de efectivo disminuyan para las empresas con inversionistas con horizontes mas largos. Por otra parte, los inversores de largo plazo pueden influir en los administradores para que estos aumenten el valor del accionista por la amenaza creible de vender sus acciones (Admati & Pfleiderer, 2009; Edmans, 2009; Harford, Kecskes, & Mansi, 2012). Por lo tanto, predicen que empresas con inversionistas con horizontes mas largo deben tener mas dinero en efectivo. Por otra parte, las empresas con cash holdings en exceso de lo necesario para financiar proyectos rentables deben invertir menos y pagar mas a los accionistas si tienen en su estructura de propiedad inversionistas con horizontes mas largos. Por ultimo, su uso mas rentable del exceso de efectivo debe ser traspaso a los precios de las acciones.

Ellos utilizan la metodologia empleada en Gaspar, Massa, & Matos (2005), para medir a los inversionistas institucionales de largo plazo, los diferencian en funcion de su rotacion de su portafolio y los horizontes de los inversores de las empresas como la propiedad de sus inversiones a largo plazo (es decir, baja rotacion de cartera).

Sus principales resultados es que los inversores de largo plazo proporcionan un monitoreo suficiente para capturar el valor de la holgura interna, principalmente efectivo, al tiempo que mitiga el costo potencial. En concreto, los administradores mejor monitoreados, se les permite tener mas holgura interna (cash holdings), y lo gastan en consonancia con los intereses de los accionistas. Cuando tienen exceso de dinero en efectivo, son mas propensos a distribuirlo que a

invertirlo. Además sus resultados proporcionan una explicación a Mikkelson & Partch (2003), que constatan que la persistencia de grandes tenencias de efectivo no están asociadas con problemas de agencia entre los inversores y los administradores o mal desempeño de las empresas: las firmas pueden tener más dinero en efectivo sin sufrir estas consecuencias negativas si es que tienen inversores de largo plazo, ya que supervisan más. Sus resultados son consistentes con la evidencia de los Estados Unidos, sobre el gobierno corporativo y el cash holdings (empresas mejor gobernadas tienen más dinero en efectivo) y los horizontes de inversión y el gobierno, y contrasta con la evidencia internacional (empresas mejor gobernadas tienen menos efectivo).

Debido al papel central en estudios acerca de las fricciones financieras, dificultades financieras y problemas de agencia, la comprensión de las causas de la liquidez corporativa ha atraído un gran interés en la literatura. El estudio realizado por Harford, Keckes & Mansi (2012) contribuye a entender cómo la liquidez es administrada. Al mismo tiempo, proporciona una prueba más en el rol de monitoreo de los inversionistas de largo plazo (en relación con inversionistas simplemente concentrados) en el contexto de las políticas de inversión y políticas de dividendos y su relación con la liquidez de las empresas.

Si bien el estudio anterior solo presentaba evidencia empírica para los inversionistas de largo plazo, el siguiente estudio presenta evidencia tanto para los inversionistas institucionales de largo plazo como los de corto plazo, tomando un camino distinto para explicar la relación entre los inversionistas institucionales y las tenencias de efectivo, este es el desarrollado por Brown, Chen, & Shekhar (2011). Ellos se plantean dos hipótesis, una la hipótesis del trading y la otra la hipótesis del monitoreo. La hipótesis de trading, o de comercio, sostiene que un grupo de inversores institucionales tiene estrategias de trading basado en la probabilidad de obtener beneficios en el corto plazo. Su trading, o comercio, frecuente y de gran escala genera presión sobre los precios a corto plazo para la acción, lo que resulta en precios volátiles de las acciones. El comportamiento de manada de algunas instituciones aumenta aún más la volatilidad del mercado de valores. Bushee & Noe (2000), encuentra que la propiedad de las instituciones con un enfoque a corto plazo y alta rotación de cartera se asocia con rendimientos más volátiles de las acciones. También encuentran que la propiedad de instituciones que proporcionan capital a largo plazo a la firma tienen el efecto contrario, tal vez por que estas instituciones son menos propensas a participar en actividades de trading agresivas. Alta incertidumbre del mercado de valores hace que la financiación externa de la empresa, en particular la financiación de capital, sea más costosa, por que las empresas se enfrentarán a mayores costos directos (Corwin, 2003; Eckbo, Masulis, & Norli, 2007) y más incertidumbre en la emisión de acciones. Por lo tanto, la propiedad de las instituciones de trading agresivas impone limitaciones externas adicionales a la empresa, induciendo su demanda precautoria de dinero en efectivo. Por lo tanto, la hipótesis de trading

predice una relacion positiva entre la propiedad institucional y las tenencias de efectivo de la firma.

Por otro lado, la hipotesis de monitoreo indica que los inversores institucionales, en virtud de su relativas grandes tenencias de acciones y experiencia en la evaluacion de las operaciones de la firma, son mas capaces de controlar la gestion en comparacion que los inversionistas individuales. Sin embargo, esta observacion puede tener dos efectos opuestos sobre el nivel de las tenencias de efectivo de una empresa. Por un lado, como lo señala Jensen (1986), los gerentes atrincherados prefieren mantener dinero en efectivo para sus propios intereses que aumentar los pagos a los accionistas cuando la empresa tiene pocas oportunidades de inversion. Si el monitoreo institucional ayuda a reducir este problema de flujo de caja libre, a continuacion, se espera una relacion negativa entre la propiedad institucional y las tenencias de efectivo. A esto ellos llaman la hipotesis de monitoreo de tipo 1.

Por otra parte, el seguimiento institucional impide que los gestores desplieguen efectivo en gastos de capital y adquisiciones que destruyen valor (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007). Similar Harford, Mansi, & Maxwell (2008), encuentra que las empresas con gobierno corporativo mas debiles tienen reservas de efectivo mas pequeñas. Estas empresas tienden a reducir los pagos, pero pasan el exceso de dinero en efectivo rapidamente a los gastos de capital y adquisiciones, lo que resulta en un menor nivel de efectivo, si inversionistas institucionales actua como proxy como una variable de buen gobierno corporativo una asociacion positiva entre la propiedad institucional y las tenencias de efectivo debiese resultar. A esto ellos llaman hipotesis de monitoreo de tipo 2.

Para una data de 1981 a 2007, encuentran que el nivel de cash holdings de las empresas aumenta con el porcentaje de propiedad de los inversionistas institucionales. Pero ya que existen horizontes de inversion que hacen varian a los inversionistas institucionales, clasifican a estos utilizando el metodo de Yan & Zhang (2009), inversionistas de corto plazo y largo plazo, encontrando en las regresiones que los inversionistas de corto plazo estan relacionados positivamente con las tenencias de efectivo, apoyando la hipotesis de trading, o comercio, al mismo tiempo que proporciona evidencia a la hipotesis de monitoreo de tipo 2.

Para el caso de los inversionistas de largo plazo, encuentran apoyo a la hipotesis de monitoreo de nivel 1. Dado que las instituciones a largo plazo proporcionan capital estable a la firma, su propiedad estabiliza el precio de las acciones de las empresas y reduce la presion financiera externa, lo que resulta en una menor demanda de precaucion por dinero en efectivo. Por otra parte, las instuciones de largo plazo son mas propensas a participar en actividades de seguimiento. Su presencia reduce el flujo libre de caja de la empresa, dando como resultado que la firma mantenga menos dinero en efectivo.

Otro resultado que llama la atención en el estudio, es la inconsistencia del monitoreo de las instituciones de largo plazo ya que estos conducen a altos niveles de efectivo, el resultados analítico y empírico de Brown, Chen, & Shekhar (2011), sugiere lo contrario.

Karpavičius & Yu (2014), para el mercado Estadounidense entre los años 1980 a 2009, analiza el papel indirecto de los inversionistas institucionales en la vigilancia de los directivos de las empresas y en el proceso de maximización de la riqueza de los accionistas, ya que observan que el ratio de efectivo se ha doblado desde 1980 a 2009, pero los mecanismos de mitigación de los costos de agencia, apalancamiento y pago de dividendos, han disminuido. Suponiendo que la deuda y los dividendos son efectivos, pero costosos, para controlar los problemas de agencia asociados con el exceso de flujo de caja, la renovación parcial de estos dos mecanismos pasivos, apalancamiento y dividendos, por un monitoreo externo podría ayudar a explicar la evolución de los fundamentos de la firma.

Lo que encuentran es que el monitoreo institucional reduce el problema de agencia del flujo de caja libre. Controlando por causalidad inversa, encontramos que el aumento de la propiedad de inversionistas institucionales resultan en un menor apalancamiento y pago de dividendos que, en consecuencia, conduce a una mayor tenencia de efectivo y valor de la empresa. Los resultados son consistentes con la hipótesis de flujo de caja libre y proporcionan una explicación alternativa de por qué las empresas tienen tanto dinero en efectivo y por qué la deuda y los dividendos han disminuido durante los últimos treinta años.

Analizan principalmente que el monitoreo activo impacta a las tenencias de efectivo a través de dos vías. En primer lugar, la sustitución parcial del apalancamiento y el pago de dividendos con el monitoreo activo reduce los pagos de intereses y dividendos que anteriormente se utilizaban para reducir el flujo de caja accesible a los directivos y, por lo tanto, el problema de agencia asociado con el flujo de caja libre. La disminución de los mecanismos pasivos disminuyen el apalancamiento y el pago de dividendos, aumentando las tenencias de efectivo. En segundo lugar, el valor de un dólar adicional de los aumentos de efectivo por el monitoreo activo, incrementa el nivel óptimo de las tenencias de efectivo. Ambos efectivos conducen a mayores tenencias de efectivo. El valor de la empresa mejora debido al mayor valor en efectivo y a que se redujeron los costos asociados a la vigilancia pasiva. Esta explicación de los cambios significativos en las variables fundamentales es firme y consistente con la hipótesis de flujo de caja libre.

Por último, un estudio que analiza las ventas cortas y su relación con los inversionistas institucionales y el cash holdings es el presentado por Wang (2014). El analiza una explicación diferente al monitoreo por parte de los inversionistas institucionales, proporcionando evidencia de que la restricción de la venta corta reduce el efectivo de precaución. La restricción de venta corta se mide a través de inversionistas institucionales (Asquith, Pathak, & Ritter, 2005; Nagel,

2005), por que ellos son los principales proveedores de prestamos de capital para las ventas cortas (D'Avolio, 2002). Altos niveles de inversionistas institucionales indican una baja restriccion a la venta corta, lo que conduce a mayores tenencias de efectivo. La evidencia empirica verifica el impacto positivo de los inversionistas institucionales. Sin embargo, comenta que tambien puede haber otras explicaciones para este efecto. Por ejemplo, los altos niveles de propiedad institucional pueden ser señales de un mejor gobierno corporativo e incrementar el valor del efectivo y el nivel optimo de las tenencias de efectivo, o el trading activo por parte de los inversores institucionales puede hacer que los precios de las acciones sean mas vulnerables a las noticias negativas (Brown, Chen, & Shekhar, 2011).

Si bien, en este estudio intentan explicar la relacion entre las ventas cortas y el cash holdings, para aclarar el impacto de la propiedad de los inversionistas institucionales sobre las tenencias de efectivo y como opera esto con las preocupacion sobre las ventas en corto, se aplican las siguientes pruebas. En primer lugar, se considera la divergencia de opinion entre los inversionistas institucionales. Junto con las bajas restricciones de venta corta (alta propiedad institucional), la divergencia significativa de opinion indica una fuerte demanda de venta a corto plazo, y debe reforzar el efecto sobre las tenencia de efectivo. Se proporciona evidencia de apoyo a esto. En segundo lugar, desenreda la explicacion de “mejor gobierno” (explicacion de trading activo) de la propiedad institucional, la propiedad blockholder se controla (volumen de negocios institucionales) y el impacto de los inversionistas institucionales sigue siendo positivo. Por otra parte, el volumen de negocios institucionales amplifica el impacto de las ventas en corto en las tenencias de efectivo.

Sus principales resultados son que los accionistas de la empresa pueden interpretar los precios bajos de las acciones como una señal negativa, y decidir disminuir o terminar su asociacion con la empresa (por ejemplo, bancos subin la tasa de prestamo, los clientes dejan de comprar productos). La venta corta puede aumentar el coste de la financiacion externa, disminuir los flujos de efectivo de la operación, lo que conlleva a dificultades financieras. Suficientes tenencias de efectivo indican salud financiera, solidifican la confianza de los accionistas y sirven como municion para batallas contra la venta corta. En consonancia con el motivo de precaucion de mantener efectivo, este trabajo revela que la presion de las ventas cortas tiene un impacto positivo en las tenencias de efectivo. Los resultados son robustos despues de controlar por características pertinentes, heterogeneidad, los horizontes de inversion de las carteras, el monitoreo de los inversionistas institucionales y canales de informacion alternativos (como los analistas financieros). Dos pruebas estan diseñadas para los problemas de heterogeneidad: i) usando las regulaciones de la SEC el programa piloto SHO, como un un shock exogeno de las limitaciones de las ventas cortas esperadas, analisis en diferencia se implementa, ii) el uso de las ecuaciones simultaneas de tenencias de efectivo y las ventas en corto, donde la causalidad inversa

es excluida. El documento desarrollado por Wang (2014), proporciona evidencia que la actividad en los mercados financieros puede tener efectos reales sobre las políticas de la empresa y el mercado de valores no es solo un espectáculo.

Si bien estas investigaciones tienen como objeto central analizar la relación entre inversionistas institucionales y las tenencias de efectivo, otros estudios empíricos también toman en consideración la variable de inversionistas institucionales en sus análisis, como una variable de apoyo, estos estudios se verán rápidamente para mostrar el nivel de significancia y signo encontrado.

2.5. Hipótesis

Basado en lo expuesto anteriormente, en esta sección se desarrollarán las hipótesis a testear en base a qué rol cumplen los inversionistas institucionales en la determinación de los niveles de las tenencias de efectivo.

2.5.1. Inversores Institucionales

Está claro por la evidencia empírica que los inversionistas institucionales son capaces de monitorear más eficazmente que los inversionistas individuales. También tienen la experiencia en la evaluación de las operaciones de la firma y gozan de mayor poder de voto en la toma de acciones correctivas cuando sea necesario. Estos inversores también pueden disfrutar de más beneficios y reducir los costos de monitoreo debido a sus grandes tenencias de acciones. Hay evidencia de que la identificación institucional está asociada a más enmiendas a la carta de aumento de valor de antitakeovers (Agrawal & Mandelker, 1990), y que el resultado de las votaciones de las propuestas de los accionistas está fuertemente asociado con el hecho de que los patrocinadores son inversionistas institucionales y el porcentaje de propiedad de institucionales (Gillan & Starks, 2000). Además, Hartzell & Starks (2003) muestran que la concentración de la propiedad institucional se asocia con una mejoría en la compensación de la administración y Chen, Harford, & Li (2007) encuentran que la existencia de la propiedad concentrada por instituciones independientes de largo plazo tienen un mejor rendimiento después de la fusión de la empresa compradora.

Por una parte, el monitoreo institucional reduce los problemas de flujo de caja de la empresa. Jensen (1986) establece que los administradores atrincherados prefieren mantener dinero en efectivo para sus propios objetivos, en vez de incrementar los pagos a los accionistas cuando la empresa tiene pocas oportunidades de inversión. Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes (2003) encuentran evidencia de corte transversal que las empresas en países donde los derechos a los accionistas no están protegidos mantienen más efectivo en su balance que firmas en países con buena protección a los accionistas.

Por otra parte, el monitoreo institucional impide que los gestores desplieguen el efectivo en proyectos de gastos de capital y adquisiciones que destruyen valor. Dittmar & Mahrt-Smith (2007), muestran que las empresas Estadounidenses que se mal gobernadas sufren una menor valoración de su efectivo, ya que estas empresas disipan el efectivo rápidamente de manera que reduce el rendimiento operativo. Harford, Mansi, & Maxwell (2008), demuestran que las empresas con estructuras de gobierno corporativo más débiles tienen reservas de efectivo más pequeñas. Estas empresas tienden a elegir la recompra en lugar de aumentar los dividendos para evitar futuros compromisos de pagos. Cualquier exceso de efectivo acumulado se gasta rápidamente en los gastos de capital y adquisiciones, que destruyen valor, lo que resulta en un menor nivel de efectivo en caja. El monitoreo institucional mejora el gobierno corporativo de la empresa lo que reduce el ámbito de la discrecionalidad administrativa. Harford, Mansi, & Maxwell (2008), documentan una relación positiva, aunque en su mayoría no significativa entre la propiedad institucional y las tenencias de efectivo de las firmas, y ofrece el monitoreo institucional como una explicación a esto.

De este modo el monitoreo institucional se puede argumentar que tiene un efecto positivo o negativo en las tenencias de efectivo, lo que conduce a la declaración de las dos siguientes hipótesis.

H_{1A}: Se espera una relación negativa entre los inversionistas institucionales y las tenencias de efectivo. Hipótesis de monitoreo tipo 1.

H_{1B}: Se espera una relación positiva entre los inversionistas institucionales y las tenencias de efectivo. Hipótesis de monitoreo tipo 2.

Ahora si se toma en cuenta el tipo de inversionista, en base a lo desarrollado en Ferreira & Matos (2008), que separa el tipo de inversionistas institucionales en independientes y grises, en base al potencial de vínculos comerciales que tenga la empresa. Los inversionistas institucionales independientes son los fondos mutuos e asesores de inversión, estas instituciones colectan más información y tienen menos restricciones regulatorias, además de tener menos relaciones comerciales con las empresas en las cuales invierten. Ferreira & Matos (2008), anticipan que este grupo de inversionistas se envuelva más en el monitoreo de la administración. Brickley, Lease, & Smith (1988), se refiere a estas instituciones como “resistentes a la presión”. En cambio, los inversionistas institucionales grises, tienen relaciones comerciales con las instituciones en las cuales invierten, lo que hace a este grupo “sensibles a la presión” con respecto a la gestión empresarial. Alternativamente, se puede pensar que estas entidades tienen altos costos de monitoreo. Ferreira & Matos (2008), en su estudio anticipan que este grupo es más leal a la dirección corporativa y por lo tanto de mantener las acciones sin reaccionar a las acciones de los administradores, que quizás no estén en línea con los intereses de los accionistas. Brickley, Lease,

& Smith (1988), se refiere a este grupo como “sensibles a la presión”, y Almazan, Hartzell & Starks (2005), los llaman “pasivos”.

De este modo las hipótesis para los inversionistas institucionales independientes, debido a su monitoreo externo es similar al planteado anteriormente.

H_{2A}: Se espera una relación negativa entre los inversionistas institucionales independientes y las tenencias de efectivo. Hipótesis de monitoreo tipo 1.

H_{2B}: Se espera una relación positiva entre los inversionistas institucionales independientes y las tenencias de efectivo. Hipótesis de monitoreo tipo 2.

En el caso de los inversionistas institucionales grises, ya que no monitorean a los administradores, Jensen (1986), establece que los gerentes pueden retener dinero en efectivo para perseguir sus propios objetivos privados, invirtiendo en proyectos con valor presente negativo o administradores extrayendo beneficios privados, estos no necesariamente coinciden con los de los inversionistas (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Por ende, se espera una relación positiva entre inversionistas institucionales grises y las tenencias de efectivo, ya que estos dejan a la administración perseguir sus objetivos de aumentar las tenencias de efectivo.

H₃: Se espera una relación positiva entre los inversionistas institucionales grises y las tenencias de efectivo. Hipótesis de no monitoreo.

2.5.2. Concentración de la propiedad

Debido a que estamos analizando mercados emergentes, he decidido incluir una variable de la concentración de propiedad por empresa para cada país analizado. La distinta literatura relevante acerca de gobiernos corporativos señala que países con mala protección a los accionistas en su mayoría pertenecen a mercados emergentes, que analizaremos a continuación. Siguiendo este punto, en los distintos trabajos de La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny (1997), La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny (1998), La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer (1999), La Porta R. , Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny (2000b), argumenta que la alta concentración de propiedad en el mundo es una consecuencia de la mala protección a los inversionistas. Cuando un inversor acumula un gran paquete de acciones de una empresa, dado esto tiene el incentivo para monitorear, la disciplina y gestión de la administración.

En este sentido, la presencia de grandes accionistas puede proteger a los demás accionistas de ser expropiados por parte de la administración en un entorno legal débil. Por ende es posible que la concentración de propiedad pueda conducir a una reducción de los costos de agencia en el financiamiento externo, ya que los grandes accionistas tienen incentivos para supervisar a la administración. En la medida en que esto conduce a una reducción en los costos de financiamiento externo, se espera que las empresas mantengan menos dinero en efectivo en los países con una

alta concentracion de la propiedad (Guney, Ozkan, & Ozkan, 2003). Por lo tanto, los propietarios puede ejercer un mayor control sobre la adminstracion, y los obligan a pagar a los accionistas por via dividendos. Esto disminuira el efectivo en caja, la concentration de propiedad o accionistas mayoritarios estan mejor equipados para obligar a los administradores a pagar el exceso de dinero en efectivo (Jensen & Meckling, 1976)

Sin embargo, una hipotesis alternativa podria ser que los grandes accionistas podrian tener incentivos para acumular dinero en efectivo para maximizar los fondos bajo su control y evitar la disciplina del mercado externo (Guney, Ozkan, & Ozkan, 2003). Similar a esto es que, compañías con altos niveles de contracion es probable que tengan carteras menos diversificadas. Lo que lleva a que sus ingresos esten estrechamente ligados a los beneficios de un numero limitado de activos, lo que lleva un estilo mas averso al riesgo en su gobierno corporativo (Demsetz & Lehn, 1985; Anderson & Hamadi, 2009; Stacescu, 2015). La aversion al riesgo entre los propietarios hace que las empresas mantengan mas activos liquidos, en su defecto tenencias de efectivo. Por lo tanto, esperamos que las empresas con altos niveles de concentracion de propiedad tengan tenencias de efectivo relativamente altos que empresas similares con menores niveles de concentracion de propiedad.

Por ende las hipotesis planteadas son las siguientes:

H_{4A}: Se espera una relación negativa entre la concentración de propiedad y las tenencias de efectivo.

H_{4B}: Se espera una relación positiva entre la concentración de propiedad y las tenencias de efectivo.

2.5.3. Variables de control

2.5.3.1. *Oportunidades de inversión*

Según Ferreira & Vilela (2004), las empresas con mayores oportunidades de inversion se enfrentan al aumento del riesgo de quiebra debido a la desaparicion de proyectos con valor presente neto positivo en caso de insolvencia. En consecuencia, en el modelo de trade-off tales empresas tienen mas dinero en efectivo como forma de evitar problemas financieros (Ferreira & Vilela, 2004). En este estudio, el conjunto de oportunidades de inversion se aproxima por el valor de mercado de los activos dividido por el valor libro de los activos (market-to-book). Sin embargo, para este estudio se utilizara la medida de q de tobin debido a que mejora nuestras estimaciones, y Perfect & Wiles (1994) encuentran en su investigacion que el ratio de market-to-book esta altamente correlacionado con la q de tobin, encontraron una correlacion del 0.96, por ende este cambio no presenta problemas para la investigacion.

De acuerdo con Ozkan & Ozkan (2004), existe una relación positiva entre las tenencias de efectivo y las oportunidades de crecimiento. El uso de las oportunidades de inversión permite a las empresas aumentar su valor. Si una organización se encuentra con dinero en efectivo insuficiente, está obligada a renunciar a una oportunidad de inversión y esto es posible evitarlo mediante la tenencia de más efectivo (Ozkan & Ozkan, 2004). Además, Ferreira & Vilela (2004) fueron capaces de establecer una relación positiva entre las tenencias de caja y las oportunidades de inversión. En concreto, las empresas necesitan mantener una gran reserva de dinero en efectivo en caso de que surja una oportunidad de inversión repentina. De esta manera, las empresas pueden evitar la costosa financiación externa, que está en línea con la teoría del pecking order (Myers & Majluf, 1984) (Ferreira & Vilela, 2004).

H_{5A}: En base a la teoría del trade-off y pecking order, se espera una relación positiva entre las oportunidades de inversión y las tenencias de efectivo.

En cambio para la teoría de agencia, se espera que los gerentes de las empresas con pobres oportunidades de inversión mantengan más dinero en efectivo por que tienen que asegurarse de tener fondos para invertir en proyectos de crecimiento, incluso si el valor presente neto de estos proyectos es negativo. Esto destruirá el valor de los accionistas. Incluso si la empresa tiene una gran oportunidades de inversión esto puede conducir a un bajo ratio market-to-book (Ferreira & Vilela, 2004). Esto significa que hay una relación negativa entre las oportunidades de inversión y el efectivo en caja.

H_{5B}: En base a la teoría de agencia, se espera una relación negativa entre las oportunidades de inversión y las tenencias de efectivo.

2.5.3.2. Pago de dividendos

Las empresas que pagan dividendos están en condiciones de mantener menos dinero en efectivo, siempre que sean capaces de recaudar fondos cuando sea necesario, lo cual puede hacerse mediante la reducción de los dividendos. Según la teoría del trade-off, debería existir una correlación negativa entre las tenencias de efectivo y el pago de dividendos (Ozkan & Ozkan, 2004). De acuerdo con la teoría de la señalización, sin embargo, las empresas que pagan dividendos no quieren reducir sus dividendos a sus accionistas, ya que ellos a menudo dependen del ingreso procedente de estos pagos.

H₆: En base a la teoría del trade-off, se espera una relación negativa entre el pago de dividendos y las tenencias de efectivo.

2.5.3.3. Endeudamiento

El índice de apalancamiento se utiliza como una medida de la capacidad de una organización para emitir deuda. Según Ferreira & Vilela (2004), las empresas que tienen una mayor capacidad para

aumentar la deuda tienen menos dinero en efectivo, mientras que las empresas que tienen una menor capacidad para aumentar la deuda tienen más dinero en efectivo. Además, las organizaciones que tienen un alto nivel de apalancamiento requieren menos efectivo en caja como una forma de reducir el costo de mantener dinero en efectivo (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999). Esto implica una relación negativa entre las tenencias de efectivo y el apalancamiento de acuerdo con el modelo de trade-off. En general, los investigadores han acordado que el apalancamiento aumenta la probabilidad de quiebra como consecuencia del incremento del estrés financiero creado por los planes de amortización de la gestión de capital de las empresas (Faulkender & Wang, 2006). Para minimizar el riesgo de problemas financieros, también se alienta a las empresas con un mayor apalancamiento para mantener más dinero en efectivo. En sus resultados, Ferreira & Vilela (2004) también fueron capaces de establecer una relación negativa entre la tenencia de efectivo y apalancamiento.

Ferreira & Vilela (2004) sostienen que la deuda aumenta cuando los costos de inversión superan las utilidades acumuladas y disminuyen cuando la inversión es inferior a las utilidades retenidas. Las tenencias de efectivo a nivel de organización declinan cuando las inversiones son más altas que las utilidades retenidas y aumenta cuando las inversiones son más bajas que los resultados acumulados. Esta línea de razonamiento sugiere una relación negativa entre las tenencias de efectivo y el apalancamiento (Ferreira & Vilela, 2004). Según Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999), la deuda de una empresa reacciona a las variaciones de sus fondos internos. Un aumento de los fondos internos de la empresa se traduce en una reducción de su apalancamiento. En la mayoría de los casos, las empresas utilizan fondos internos en lugar de la emisión de nuevas acciones ya que esta forma de financiamiento es costoso debido a la selección hostil. Al igual que con los fondos internos, las empresas tienden a gastar más dinero de lo que generan, resultando en una disminución de las tenencias de efectivo que eleva el nivel de la deuda relativa. Esto implica que las variaciones en los recursos internos es una fuerza impulsora de los cambios en el nivel de efectivo en caja (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999). Por último, para el caso de teoría de agencia, empresas con bajo apalancamiento están menos sujetas a la supervisión, lo que permite una discrecionalidad administrativa superior (Ferreira & Vilela, 2004). Esto significa que empresas con menos endeudamiento tienen más dinero en efectivo.

H₇: En base a la teoría del trade-off, pecking order y teoría de agencia, se espera una relación negativa entre el endeudamiento y las tenencias de efectivo.

2.5.3.4. Tamaño

De acuerdo a Kalcheva & Lins (2007), la demanda de efectivo es menor en las grandes empresas debido a las economías de escala. Un hallazgo similar fue el presentado por Pinkowitz, Stulz, & Williamson (2006), quien demostró que las empresas grandes tienen una menor demanda de

dinero en efectivo debido a su mejor capacidad de innovación financiera, en comparación con las empresas más pequeñas. De acuerdo con Ozkan & Ozkan (2004), es menos común para las grandes corporaciones experimentar restricciones de crédito en comparación con las empresas más pequeñas. Por otra parte, el costo del financiamiento externo es menor para las grandes empresas debido a sus economías de escala que se genera por los grandes cargos incurridos de los costos fijos en la emisión de valores (Bates, Kahle, & Stulz, 2009). Mas aun, Ferreira y Vilela (2004), demuestra que las pequeñas organizaciones que tienen fuertes perspectivas de crecimiento con altos riesgos del negocio tienen a tener más efectivo ya que es más caro para este tipo de organizaciones recaudar fondos a través de préstamos. Comúnmente, la tarifa de transacción involucrados en la recaudación de fondos es normalmente fijo y, por lo tanto, aumentando el costo marginal de las empresas más pequeñas. Además, la mayoría de las grandes empresas están diversificadas lo que reduce el riesgo que se enfrenten a dificultades financieras, a su vez, lo que lleva a que mantengan menos efectivo (Ferreira & Matos, 2008).

H_{8A}: En base a la teoría del trade-off, se espera una relación negativa entre el tamaño de la firma y las tenencias de efectivo.

Debido a las economías de escala, las empresas que pueden producir grandes cantidades de bienes tienen más éxito en relación a empresas que no son capaces de producir esa misma cantidad, y por lo tanto requieren más dinero en efectivo después de controlar por los efectos de la inversión (Bates, Kahle, & Stulz, 2009). En un mundo de pecking order, esto implica una correlación positiva entre las tenencias de efectivo y el tamaño de la empresa, medido como el logaritmo del total de activo. Sin embargo, Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999), así como Ferreira & Vilela (2004) no fueron capaces de establecer ninguna evidencia para apoyar esta relación. Este mismo efectivo positivo se muestra para la teoría de agencia, ya que grandes empresas son más propensas a tener más accionistas, lo que aumentaría la libertad de la administración de tomar decisiones de inversión. También las empresas más grandes no son propensas a ser blancos de una adquisición. Un objetivo más grande requiere más recursos por parte del oferente. Por lo tanto, se espera que los directos de las grandes empresas tengan más poder discrecional sobre la inversión y las políticas financieras de las empresas lo que lleva a un mayor tenencia de efectivo (Ferreira & Matos, 2008).

H_{8B}: En base a la teoría del pecking order y teoría de agencia, se espera una relación positiva entre el tamaño de la firma y las tenencias de efectivo.

2.5.3.5. *Flujo de caja*

Basado en el modelo de trade-off, el flujo de caja es una fuente de liquidez dentro de una empresa. A medida que el flujo de caja proporciona una forma igualmente líquida de financiamiento como dinero en efectivo existente, el modelo implica que el flujo de caja se puede utilizar como sustituto

para la celebración de dinero en efectivo (Kim, Mauer, & Sherman, 1998). Ferreira y Vilela (2004) demuestran la existencia de una relación negativa entre las tenencias de efectivo y el flujo de caja, la explicación es que el flujo de caja es una fuente sustituta de liquidez en la organización.

H_{9A}: En base a la teoría del trade-off, se espera una relación negativa entre el flujo de caja y las tenencias de efectivo.

Grandes flujos de efectivo demuestran actividades operativas eficaces, que a su vez implica que la empresa puede invertir más para promover su crecimiento, esto mismo lleva a la empresa a mantener más dinero en efectivo (Ferreira & Vilela, 2004). Por otra parte, se espera que las organizaciones con altos flujos de efectivo mantengan altos niveles de efectivo porque la mayoría de las empresas prefieren el financiamiento interno al externo, de acuerdo con la teoría de pecking order (Myers & Majluf, 1984; Ozkan & Ozkan, 2004).

H_{9B}: En base a la teoría del pecking order, se espera una relación positiva entre el flujo de caja y las tenencias de efectivo.

2.5.3.6. Volatilidad del flujo de caja

Las tenencias de efectivo son esenciales en las empresas que están expuestas a la reducción del flujo de caja o al empeoramiento de las condiciones de mercado. En gran parte de la literatura existente se espera una correlación positiva entre las tenencias de efectivo y la volatilidad del flujo de caja (Kalcheva & Lins, 2007; Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2006). En concreto, las empresas que se enfrentan a una elevada volatilidad de flujo de caja tienen más dinero en efectivo como forma de aumentar sus posibilidades de permanecer en el mercado durante los periodos en que se enfrentan a una disminución de la rentabilidad. En el Reino Unido, la investigación ha establecido una relación positiva entre las tenencias de efectivo y la volatilidad del flujo de caja (Faulkender & Wang, 2006; Ozkan & Ozkan, 2004). A medida que aumenta la volatilidad, las empresas están expuestas a un acceso insuficiente de activos líquidos. Además, la decisión por parte de la empresa por desaprovechar una valiosa oportunidad para el crecimiento debido a la falta de dinero tiene una implicancia negativa en la organización. Por lo tanto, las empresas que experimentan una elevada volatilidad del flujo de caja están obligados a tener más dinero en efectivo como forma de evitar los costos asociados con las restricciones de liquidez (Ozkan & Ozkan, 2004). Este argumento también está respaldado en Bates, Kahle, & Stulz (2009), quien encuentra evidencia que apoya la idea de que las organizaciones con un alta volatilidad del flujo de caja tienden a tener más dinero en efectivo. Ferreira & Vilela (2004), también plantearon la hipótesis de una relación positiva en los países pertenecientes a la EMU, ya que empresas que tienen una mayor volatilidad en los flujos de caja se enfrentan a mayores riesgos de sufrir escasez de efectivo como resultado de la baja en los flujos de caja previstos (o negativos).

H₁₀: En base a la teoría del trade-off, se espera una relación positiva entre la volatilidad del flujo de caja y las tenencias de efectivo.

2.5.3.7. *Sustitutos de activos líquidos*

Por último, las empresas también pueden tener activos líquidos. Estos activos se pueden convertir en dinero en efectivo con facilidad y a bajo costo. Estos incluyen las cuentas por cobrar e inventarios, de hecho es el capital de trabajo neto menos efectivo y equivalentes al efectivo. Son sustitutos del efectivo y por lo tanto, la teoría predice una relación negativa entre activos líquidos y retención de caja (Ferreira & Vilela, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004; Bigelli & Sanchez-Vidal, 2012). Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999) encuentran evidencia de que las grandes empresas mantienen activos líquidos para que pueden ser capaces de seguir invirtiendo aun cuando el flujo de caja es bajo o cuando los fondos externos son muy caros.

H₁₁: En base a la teoría del trade-off, se espera una relación negativa entre el flujo de caja y las tenencias de efectivo.

Tabla 1: Resumen de Hipótesis de Variables de Control

Variable	Abreviación	Principales Teorías		
		Trade-off	Pecking order	Agencia
Oportunidades de inversión	Qtob	+	+	-
Pago de dividendos	Div	-		
Endeudamiento	Lev	-	-	-
Tamaño	Size	-	+	+
Flujo de caja	Cf	-	+	
Riesgo	Risk	+		
Sustitutos de activos líquidos	Capex	-		
	Nwc	-		

3. Muestra, Variables y Metodología

3.1. Muestra

La muestra se construye sobre empresas no financieras que coticen en países emergentes de todo el mundo durante el periodo comprendido entre los años 2003-2014, para decidir si un país se consideraba mercado emergente o no, tomamos en consideración lo empleado por el Fondo Monetario Internacional en su World Economic Outlook³, en donde sus principales criterios para clasificar a un país en economías desarrolladas, mercados emergentes o en desarrollo se tiene: (1) el nivel de ingreso per cápita, (2) diversificación de su exportación y por ultimo (3) el grado de integración en el sistema financiero mundial. Además para tener más seguridad de los países seleccionados, tomamos en consideración la clasificación que utiliza la FTSE Group⁴ para separar a los países en sus índices de acciones⁵, específicamente para el continente Africano solo se utilizara a Sudáfrica, para el caso del continente Americano se tiene a: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; para Asia: China, Indonesia, República de Corea, Malasia y Tailandia; por ultimo para el continente Europeo: Grecia, Hungría y Polonia, en definitiva 14 mercados emergentes. Las empresas financieras son excluidas debido a que su efectivo y equivalentes al efectivo es parte de su negocio por ende deben cumplir con requisitos específicos de capital (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999). Además de esos países se tenía en consideración a Arabia Saudita, Bangladesh, Bulgaria, Emiratos Árabes Unidos, Kenia, Republica de Mauricio y Ucrania, pero debido a la poca data que se tenía sobre esos países se decidió excluir de la muestra final.

Los datos analizados se extrajeron de distintas fuentes de información. Desde Thomson One se ha obtenido información financiera y porcentaje de propiedad de los mayores accionistas, además del porcentaje de propiedad de inversionistas institucionales. Para el caso de la variable antidirector rights index se utilizó la información proporcionada en los trabajos de La Porta, Lopez, Shleifer, & Vishny (1998) Spamann (2010) y Kang (2015)

Así, la muestra final contiene 51.527 observaciones, correspondientes a 7.075 empresas listadas en las siguientes bolsas de valores.

³ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/update/01/>

⁴ <http://www.ftse.com>

⁵ http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update_latest.pdf

Tabla 2: Bolsas de Valores de la Muestra

País	Bolsa de Valores
Brasil	Bolsa de Valores de Sao Paulo (BM&FBOVESPA)
Chile	Bolsa de Comercio de Santiago
China	Hong Kong Stock Exchange, Shenzhen Stock Exchange & Shanghai Stock Exchange
Colombia	Bolsa de Valores de Colombia (BVC)
Grecia	Athens Stock Exchange
Hungría	Budapest Stock Exchange
Indonesia	Jakarta Stock Exchange
República de Corea	Korea Exchange, Karachi Stock Exchange
México	Bolsa Mexicana de Valores (BMV)
Malasia	Kuala Lumpur Stock Exchange
Perú	Bolsa de Valores de Lima (BVL)
Polonia	Warsaw Stock Exchange
Tailandia	The Stock Exchange of Thailand
Sudáfrica	Johannesburgo Stock Exchange

3.2. Variables

Una variable dependiente depende de otros factores, y está en el centro de la medición durante una prueba (Brooks, 2008). Dado que este estudio tiene como objetivo investigar cómo afecta los inversionistas institucionales el cash holding corporativo, la variable dependiente es el cash holding corporativo. Hemos utilizado el mismo método que en estudios anteriores (Ferreira & Vilela, 2004) y las tenencias de efectivo se definen como el ratio de efectivo y equivalentes al efectivo por activos totales. Sobre la base de la literatura que se ha cubierto, casi todos los investigadores utilizaron esta medida como el ratio de caja, tales como Kim, Mauer, & Sherman (1998); Ozkan & Ozkan (2004) y otros. Por otro lado Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999) y Ferreira & Vilela (2004) utilizaron el ratio efectivo y equivalentes al efecto por los activos netos, esto es activos totales menos efectivo y equivalentes al efectivo, mientras que Garcia-Teruel & Martinez-Solano (2004) utilizan ambos metodos para medir el coeficiente de caja. A medida que se reviso literatura relevante es posible demostrar que la utilizacion de la variable dependiente en diferentes formas no afecta los resultados. Para probar esto se utilizo de las dos maneras, la forma de cash neto se encuentra en el anexo de esta investigacion.

Algunos podrían argumentar que tomar el logaritmo natural de esta relación podría reducir la asimetría de la variable. Sin embargo, ya que no queremos mejorar artificialmente nuestros datos, hemos decidido proceder con la variable dependiente en su forma actual, que es apoyado por el uso de un modelo idéntico al empleado por Ferreira & Vilela (2004). Sin embargo, en el apéndice se agregaran el logaritmo de estas relaciones para mostrar que si bien cambia la significancia de ciertas variables, el signo esperado no se modifica.

Para las variables explicativas, o independientes, que se utilizan para explicar el comportamiento de la variable dependiente (Brooks, 2008). Se tiene primero a los inversionistas institucionales totales que se mide como el porcentaje de acciones poseído por inversionistas institucionales dividido por el número total de acciones en circulación, esta definición ha sido ampliamente adoptada por literatura previa, (Gompers & Metrick, 1998; Ozkan & Ozkan, 2004; Grinstein & Michaely, 2005; Chen, Harford, & Li, 2007; Harford, Mansi, & Maxwell, 2008; Brown, Chen, & Shekhar, 2011; Karpavičius & Yu, 2014; Hedman & Persson, 2014; Wang, 2014).

Debido a que también queremos analizar si el tipo de inversionista afecta a las políticas de cash holdings, se han dividido a los inversionistas institucionales en base al potencial de vínculos comerciales con las empresas, esta división viene dada por inversionistas institucionales independientes frente a inversionistas grises (Ferreira & Matos, 2008).

Los inversionistas institucionales independientes, es el porcentaje de acciones en manos de gestores de fondos de inversión y asesores de inversión. Estas instituciones son más propensas a recoger información y hacer frente a las restricciones reglamentarias o tienen un menor número de relaciones con las corporaciones en las cuales invierten. Ferreira & Matos (2008) en su trabajo comentan que este grupo está más involucrado en la supervisión de la gestión empresarial. Brickley, Lease, & Smith (1988) se refieren a estas instituciones “resistentes a la presión”, y Almazan, Hartzell, & Starks (2005) las llaman “activas”.

Para el caso de los inversionistas institucionales grises, es el porcentaje de acciones en manos de bank trusts, compañías de seguros y otras instituciones (por ejemplo, fondos de pensiones, fundaciones, etc). Las relaciones comerciales actuales o potenciales de este tipo de instituciones con las empresas tienden a hacer que este grupo sea más “sensible a la presión” con respecto a la gestión empresarial. Alternativamente, se puede pensar que estos grupos de entidades tienen altos costos de monitoreo. Ferreira & Matos (2008) anticipan que este grupo es más leal a la dirección corporativa y por lo tanto de mantener las acciones sin reaccionar a las acciones de la administración que no estén en línea con los intereses de los accionistas. Brickley, Lease, & Smith (1988) se refieren a estas instituciones como “sensibles a la presión” y Almazan, Hartzell, & Starks (2005) las llaman “pasivas”.

Debido a que estamos trabajando con mercados emergentes, con baja protección a los accionistas, trataremos de medir este nivel de protección, ya que puede ser el caso que los distintos mercados emergentes difieran en cuanto a la protección a los accionistas. Esto se analiza por índice de anti-director rights desarrollado por La Porta R. , Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny (1998) y mejorado por Spamann (2010) y Kang (2015). Este índice mida la protección al inversionista, donde los países toman el valor de cero a cinco, los que tienen mejor índice presentan una mejor

protección a los accionistas minoritarios. Cuando los derechos de los accionistas minoritarios están bien protegidos, las posibilidades de conflicto entre los insiders y outsiders es bajo.

Ahora analizando las variables de control, estas se utilizan para probar el impacto relativo de las variables explicativas (Brooks, 2008). Se utilizarán variables de control como variables independientes específicas de la firma que han explicado el cash holding corporativo en estudios anteriores (Jani, Hoesli, & Bender, 2004; Gill & Shah, 2012; Alvarez, Sagner, & Valdivia, 2012; Al-Najjar, 2013; Hall, Mateus, & Mateus, 2014). Estas se utilizarán para hacer el estudio más fiable y preciso. Las variables de control utilizadas son: tamaño, apalancamiento, q de Tobin, flujos de caja, riesgo de los flujos de caja, dividendos, además de dos variables para explicar los sustitutos de activos líquidos que son: capex y capital de trabajo neto.

Tabla 3: Definición de Variables

Abreviación	Variable	Definición
<i>Variable Dependiente</i>		
Cash	Ratio de Efectivo y Equivalentes al Efectivo	(Efectivo y equivalentes al efectivo) / Total de activos.
<i>Variables Independientes</i>		
Tinst	Total Inversionistas Institucionales	Porcentaje de acciones en propiedad de inversionistas institucionales.
Tgrey	Total Inversionistas Independientes	Porcentaje de acciones en propiedad de inversionistas independientes (Investments advisors y Hedge funds).
Tindep	Total Inversionistas Grises	Porcentaje de acciones en propiedad de inversionistas grises (Bank trust, Insurance companies y Pension Funds).
<i>Variable de Gobierno Corporativo</i>		
Adri	Antidirector Rights Index	Índice que mide la protección al inversionista, desarrollado por La Porta (1998).
<i>Variables de Control</i>		
Owncon	Concentración de la Propiedad	Suma de los tres accionistas con mayor propiedad por empresa.
Qtob	Q de Tobin	(Capitalización bursátil + Deuda total) / Total de activos.
Size	Tamaño	Logaritmo natural del total de activos.
Lev	Endeudamiento	Deuda total sobre activos totales.
Nwc	Capital de Trabajo Neto	(Activo corriente – Efectivo y equivalentes al efectivo) / Total de activos.
Capex	Gastos de Capital	Capital expenditures / Total de activos.
Cf	Cash Flow de las Operaciones	Cash flow de las operaciones / Total de activos.
Risk	Desviación Estándar por Industria	Desviación estándar del cash flow de las operaciones para empresas de la misma industria.
Div	Dividendos	Dividendos / Total de Activos

3.3. Metodología

Con el fin de probar el impacto de los inversionistas institucionales en los niveles de efectivo en las empresas, se emplea el modelo de mínimos cuadrados en datos de panel. El conjunto de datos de panel contienen una serie de observaciones transversales recogidas a lo largo del tiempo. Como tales, contienen tanto efectos de tiempo y sección transversal, y por lo tanto los conjuntos de datos son típicamente más grandes que cuando se maneja la data para sección transversal o series de tiempo por separado. Debido al tamaño más grande la muestra y el hecho de que las variables explicativas varían en dos dimensiones, los estimadores basados en datos de panel son generalmente más precisos que para otras fuentes. Incluso si los tamaños de la muestra son idénticas, las estimaciones de parámetros por este modelo tienden a ser más eficientes. La forma estándar de un modelo de datos de panel se puede escribir como:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta x_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Donde $y_{i,t}$ es la variable dependiente, α es el término de intercepción, β es un vector de $k \times 1$ parámetros a estimar las variables independientes utilizando el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), y finalmente $x_{i,t}$ es un vector de observaciones de las variables independientes con $t = 1, \dots, T; i = 1, \dots, N$ (Brooks, 2008).

En primer lugar, los datos de panel pueden aliviar el problema de distinguir el verdadero estado de dependencia de la dependencia estatal espuria. La dependencia estatal espuria asume que las características no observadas de los individuos pueden influir en la probabilidad de que los individuos sean dependientes de un parámetro cuando, de hecho, no se ven afectados por ese parámetro. Empleando datos de panel se reducirá este problema tomando en cuenta las características individuales y de este modo permitir la fácil identificación de la dinámica individual, es decir, la identificación del verdadero estado de dependencia. En segundo lugar, los datos de panel pueden reducir los efectos de variables omitidas. El sesgo de variables omitidas surge cuando una variable que se correlaciona con las variables incluidas se excluye del modelo. Por otra parte, para obtener el poder explicativo utilizando modelos de series de tiempo puros generalmente requerirá una extensa gama de periodos de observación para obtener un número suficiente de observaciones para una prueba de hipótesis significativa. Por el contrario, los datos de panel combinan tanto tiempo y dimensiones de sección transversal de forma simultánea (Campbell, Lo, & MacKinlay, 1997; Brooks, 2008).

Cuando se trata de la muestra de datos y la importación en cualquier software estadístico, para el caso de este estudio se utilizó Stata 14⁶, hay que distinguir primero entre datos de panel equilibrados y datos de panel desequilibrados. Un panel balanceado tiene un número constante de observaciones de series de tiempo para cada unidad de sección transversal mientras que los datos desequilibrados exhiben diferentes cantidades de observaciones en diferentes puntos de tiempo. Dado que solo las unidades de sección transversal con al menos cinco observaciones consecutivas se utilizan en esta muestra de datos y la mayor parte del saldo de datos que faltan los programas de estadísticas lo programan de forma automática, los datos que figuran este estudio pueden ser vistos como equilibrados.

Fixed effects, o efectos fijos, a veces también son conocidos como modelos de mínimos cuadrados con variables dummy (least squares dummy variable model), se pueden incluir para capturar el efecto de todas las variables observables y no observables que no varían sobre las unidades individuales. Como tal, los estimadores de datos de panel pueden ser más fiables en la especificación del modelo incompleto. Por último, los problemas de endogeneidad, es decir, si los regresores se correlacionan con los términos de error, pueden ser mitigados mediante una especificación de datos de panel. Más específicamente, aplicando un supuesto efecto fijo elimina la parte del término de error que se correlaciona con los regresores y por lo tanto la heterogeneidad (Verbeek, 2004). Debido a la naturaleza de los datos de panel, los modelos de efectos fijos son ya sea de sección transversal o de naturaleza serie de tiempo. Efecto fijo de sección transversal descompone el término de error, $\mu_{i,t}$, en un efecto específico individual, μ_i , y un nuevo término de error, $v_{i,t}$, que de nuevo varía con el tiempo y por entidad (Brooks, 2008).

$$u_{i,t} = u_i + v_{i,t}$$

Se utilizan efectos fijos de series de tiempo cuando se puede suponer que el valor medio de la variable dependiente, $y_{i,t}$, no cambia con el tiempo. Un modelo de efectos fijos de serie de tiempo se define como:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta_i x_{i,t} + \lambda_t + v_{i,t}$$

Donde λ_t es un intercepto que varía en el tiempo que captura los efectos influyendo en la variable dependiente con el tiempo, pero que son constantes para todas las entidades. Ambos efectos fijos también se pueden combinar si es necesario (Brooks, 2008). Ambos modelos pueden probar su significancia usando una test-F conjunto de los efectos fijos, ósea una prueba de redundancia de efectos fijos.

⁶ <http://www.stata.com/stata14/>

El modelo utilizado es un modelo de datos de panel con efecto fijo. Para el caso de los inversionistas totales se tiene:

$$Cash_{i,t} = \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 Tinst_{i,t} + \beta_3 Owncon_{i,t} + \beta_4 Qtob_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} \\ + \beta_7 Nwc_{i,t} + \beta_8 Capex_{i,t} + \beta_9 Risk_{i,t} + \beta_{10} Cf_{i,t} + \beta_{11} Div_{i,t} + v_{i,t}$$

Ahora para el caso de la separación entre inversionistas institucionales independientes y grises, se tiene:

$$Cash_{i,t} = \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 Tinddep_{i,t} + \beta_3 Tgrey_{i,t} + \beta_4 Owncon_{i,t} + \beta_5 Qtob_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} \\ + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 Nwc_{i,t} + \beta_9 Capex_{i,t} + \beta_{10} Risk_{i,t} + \beta_{11} Cf_{i,t} + \beta_{12} Div_{i,t} \\ + v_{i,t}$$

Donde el término de error se distribuye:

$$v_{i,t} \sim IID(0, \sigma_v^2)$$

Este enfoque considera la distribución de la variable dependiente dado α_i , que permite α_i ser estimado (Verbeek, 2004). Para la muestra de datos, las pruebas de redundancia para los modelos de efecto fijo muestran que la hipótesis nula de efecto fijo sobre series de tiempo redundante no puede ser rechazada, básicamente que el valor medio de la variable dependiente no cambia en el tiempo. Cuando se realizan los ensayos correspondientes para la sección transversal de efectos fijos se rechaza la hipótesis nula, ósea que las entidades muestran efectos individuales que no varían con el tiempo. Por lo tanto, la muestra utilizada, requiere el uso de un modelo cross-section de efecto fijo. Esta especificación significa que se permite que el intercepto varíe entre las entidades, pero no en el tiempo.

Sin embargo, incluso si los problemas con heterocedasticidad se mitigan con los efectos fijos, la auto correlación sigue siendo una fuente potencial de problemas. Por esta razón, un test generalizado de Durbin-Watson para la auto correlación de primer orden en los residuos de datos de panel fue desarrollado por Bhargava, Franzini, & Narendranathan (1982). En este trabajo ellos argumentan que en la practica solo la prueba de Durbin-Watson necesita ser aplicada. Los investigadores tambien proporcionan tablas con estadisticas de prueba relacionados que se utilizan para probar los resultados de Durbin-Watson para la autocorrelacion significativa ya que los intervalos de confianza dependen de la longitud del panel balanceado, el numero de regresores y el numero de entidades. Para la muestra, el test de Durbin-Watson no es posible rechazar la hipotesis nula de que no hay ningun problema con la autocorrelacion. Puesto que se emplean efecto fijo de seccion transversal, un posible componente invariante en el tiempo en α_i que se correlaciona con las variables explicativas ya se ha eliminado (Verbeek, 2004).

4. Resultados

En esta parte de la tesis se presentan por primera algunas estadísticas descriptivas de las variables utilizadas en este estudio. A continuación, los resultados empíricos derivados de los modelos de regresión presentados anteriormente son exhiben.

4.1. Análisis Descriptivo

La tabla numero 4 describe la estadística descriptiva de las variables utilizadas en este estudio.

Como se puede apreciar el promedio de las tenencias de efectivo para nuestra muestra de 14 mercados emergentes es 15,48%. Este resultados es considerablemente mayor al presentado por Oxkan & Ozkan (2004), que encontraron que la media era 9,9%. Sin embargo, nuestros resultados están más en línea con lo encontrado por Ferreira & Vilela (2004), que encontraron que el promedio de su muestra era de 14,8% de efectivo y equivalentes al efectivo dividido por activos totales.

Se puede observar además el porcentaje de propiedad de los inversionistas institucionales totales con un 4,45%, más bajo del encontrado por Karpavičius & Yu (2014) que para el año 1980 encontro para US un 9,4% y para el 2009 un 42,9%. Tambien se puede apreciar que el 82%, osea 3,63% viene dado por inversiosnitas del tipo gris y el resto un 0,8%, osea 18% del total, por inversionistas del tipo independientes.

Cabe destacar que todas las variables han sido acotadas en los niveles del 1% y 99%, lo que significa que estos se establecen igual a las cifras correspondientes a estos percentiles, eliminado así valores extremos.

Tabla 4: Estadística Descriptiva

Variable	Unidad	Observaciones	Media	Desv. Est.	Mínimo	Mediana	Máximo
<i>Cash</i>	Ratio	50.903	0,1547659	0,1424793	0,0004884	0,1109091	0,7545455
<i>Tinsti</i>	%	51.527	0,0446442	0,0804691	0	0,13	0,9
<i>Tgrey</i>	%	51.527	0,0363466	0,0704577	0	0	0,9
<i>Tindep</i>	%	51.527	0,0082976	0,0377499	0	0,05	0,87
<i>Adri</i>	Numero	51.527	3,274274	1,30882	2	3	5
<i>Owncon</i>	%	51.032	0,4513178	0,2240456	0,01	0,46	0,94
<i>Qtob</i>	Ratio	50.636	1,362714	1,149378	0,2016769	0,9841688	9,25532
<i>Size</i>	Ratio	51.294	19,26808	1,656771	14,07788	19,16262	24,63529
<i>Lev</i>	Ratio	51.147	0,2264546	0,1813149	0	0,2068182	0,8571429
<i>Nwc</i>	Ratio	50.509	0,0025315	0,1883909	-0,8486216	0,076923	0,4794872
<i>Capex</i>	Ratio	50.218	-0,059607	0,0577573	-0,3714286	-0,0421053	-0,0001792
<i>Risk</i>	Ratio	51.243	0,1250034	0,108233	0,0299904	0,0993802	1,839774
<i>Cf</i>	Ratio	50.739	0,0537234	0,0909609	-0,5180723	0,0531915	0,345
<i>Div</i>	Ratio	36.552	0,0243202	0,0270088	0	0,0172067	0,2182469

La tabla número 5, muestra los coeficientes de correlación de las distintas variables utilizadas en el análisis

Es posible observar una correlación negativa entre las tenencias de efectivo y los inversionistas institucionales de un -0,0194. Pero si se observa por el tipo de inversionista, se tiene que los inversionistas institucionales grises tienen una correlación positiva del 0,0129 y los inversionistas institucionales independientes una correlación negativa de -0,0674.

Para el caso de nuestras variables de control, se tiene que las variables que están relacionadas positivamente con las tenencias de efectivo son oportunidades de inversión (medido por la variable de q de tobin), sustitutos de activos líquidos (medidos por capital de trabajo neto, nwc, y capex), flujo de caja y dividendos.

En cambio las variables que están relacionadas negativamente con las tenencias de efectivo son: la concentración de propiedad (owncon), el tamaño de las empresas y el endeudamiento.

Tabla 5: Matriz de Correlaciones

Variable	Cash	Tinsti	Tgrey	Tindep	Owncon	Qtob	Size	Lev	Nwc	Capex	Risk	Cf	Div
Cash	1,0000												
Tinsti	-0,0194	1,0000											
Tgrey	0,0129	0,8905	1,0000										
Tindep	-0,0674	0,4860	0,0352	1,0000									
Owncon	-0,0317	-0,0234	-0,0535	0,0513	1,0000								
Qtob	0,2797	-0,0127	0,0242	-0,0744	-0,0061	1,0000							
Size	-0,1229	0,1893	0,1635	0,1018	0,0833	-0,0725	1,0000						
Lev	-0,4244	-0,0256	-0,0324	0,0060	0,0041	-0,1481	0,3177	1,0000					
Nwc	0,0479	0,0135	0,0103	0,0098	-0,0158	0,0198	-0,2941	-0,4509	1,0000				
Capex	0,0910	-0,0237	-0,0385	0,0218	0,0118	-0,0889	-0,0537	-0,1050	0,1356	1,0000			
Risk	0,0881	-0,0033	0,0135	-0,0333	0,0258	0,0988	0,0186	-0,0384	-0,0261	0,0184	1,0000		
Cf	0,1490	0,0809	0,0763	0,0311	0,0432	0,0864	0,0077	-0,2125	-0,0944	-0,1762	0,0014	1,0000	
Div	0,1381	0,0084	0,0233	-0,0262	0,0861	0,2442	-0,0195	-0,1240	0,0232	-0,0596	0,0355	0,3211	1,0000

4.2. Resultados Regresiones

En la siguiente sección se presentaran los resultados de las regresiones, además de un breve análisis.

4.2.1. Regresión Base

La tabla numero 6a presenta la regresión de las tenencias de efectivo y sus determinantes principales, en base a la literatura estudiada. Aquí se presentan las variables de control que se utilizaran más adelante.

Es posible ver que se dividió la muestra en dos, por un lado 13 mercados emergentes eliminando China (modelos 1 y 2) y los 14 mercados emergentes, incluyendo a China (modelos 3 y 4). Esto se realizó con el fin de validar los modelos ya que China presenta una gran cantidad de datos y podría llevar a desvirtuar los resultados finales

Es posible ver que la única variable de control no significativa, en los cuatro modelos, es la variable de riesgo. Las demás lo son al 1% de significancia. Además, como era de esperarse al agregar las tenencias de efectivo como variable retardada el r-cuadrado aumenta en los dos modelos, pasando de 15,3% a 32,9% para el caso sin China y 17% a 28,9% para el caso de los 14 mercados emergentes.

Esto se realiza ya que si se tiene en cuenta la naturaleza potencial no-estática del efectivo de caja, uno de los primeros en analizar esto son Ozkan & Ozkan (2004), ósea que las imperfecciones del mercado pueden llevar a que las empresas no pueden responder de forma inmediata a los cambios en sus características, por ejemplo apalancamiento y ratio de market-to-book value. En otras palabras, puede haber costos de ajuste y transacción que causan un retraso entre las nuevas condiciones del mercado y la respuesta de las empresas a ajustar sus tenencias de efectivo. Ellos señalan que para un modelo estático puede sostenerse, las empresas tienen que ser capaces de adaptarse instantáneamente a los choques externos y los cambios en el balance deben medir estos rendimientos relacionados. Es por esto, que mediante el rezago de las tenencias de efectivo, como una variable explicativa, la posibilidad de ajuste de las empresas de mercados emergentes ajustando sus tenencias de efectivo con un cierto nivel de retraso puede ser explorado.

Además es posible señalar, que se cumple para la variable oportunidades de inversión apoyo a la hipótesis de trade off y pecking order, encontrando una relación positiva entre esta y las tenencias de efectivo, apoyando la hipótesis 5 de nuestro estudio, resultados similares que Kim, Mauer, & Sherman (1998), Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999) y por ultimo, Ozkan & Ozkan, (2004), lo que hace que para lograr un mayor crecimiento, las empresas necesitan mas fondos para financiar esas oportunidades, por lo que muchas empresas tienden a tener una mayor cantidad de fondos para satisfacer esas necesidades de financiamiento, sobre todo si es difícil para ellos

obtener fondos externos, lo que puede ser caro o tomar mucho tiempo de organización. Para el caso del tamaño, también se encuentra apoyo a la teoría del pecking order pero no hacia trade-off, ya que se encuentra una relación positiva, apoyando la hipótesis 8B de este estudio, por ende las teorías relevantes que ayudan a explicar su relación con las tenencias de efectivo son la teoría de agencia y pecking order, resultados similares a Kytonen (2005), que analiza el mercado Finlandés, y Chen & Mahajan, (2010), que analizan 15 mercados de la Unión Europea. Como era de esperarse el endeudamiento es negativo y significativo al 1%, apoyando la hipótesis 7 del estudio, la explicación, es que cuando la empresa tiene la capacidad de obtener más deuda, no es necesario mantener altos niveles de dinero en efectivo. Esto es confirmado por Kim, Mauer, & Sherman (1998), Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999) y por último, Ozkan & Ozkan, (2004) que también encuentran una relación negativa.

Para el caso de las variables de sustitutos de activos líquidos se encuentran resultados inversos, ya que por un lado capital de trabajo neto (nwc), se tiene una relación negativa y significativa al 1%, apoyando la hipótesis 11 del estudio, esta se explica ya que cuando la empresa tiene sustitutos de efectivo, no necesitara tener demasiado dinero en efectivo, ya que estos se pueden utilizar como respaldo a las tenencias de efectivo, apoyando la teoría del trade-off. En cambio la variable que también mide la sustitución de activos líquidos, capex, se tiene una relación positiva y significativa al 1%, similar a Niskanen & Niskanen (2007), que explican que quizás esta variable no es vista como un sustituto de efectivo.

Para el riesgo, o volatilidad de los flujos de caja, se tiene un coeficiente positivo para los modelos (3) y (4) y no significativo, apoyando la hipótesis 10 del estudio. Este hallazgo es intuitivo en el sentido de que las empresas en estos mercados que experimentan inestabilidad de los flujos de efectivo tienen que protegerse contra la escasez de ingresos inesperados por tener accesos a las reservas de efectivo que compañías que experimentan menos fluctuaciones en sus flujos de ingreso. Es por esto que desde un punto de vista de precaución, se puede argumentar que el exceso de efectivo actúa como una garantía de que el negocio puede continuar con sus operaciones incluso en momentos en que los flujos de efectivo son bajos. En tiempos de una crisis como la de 2008, el costo de obtención de fuentes externas de liquidez (por ejemplo, créditos) aumenta a medida que los prestamistas se enfrentan a una avalancha de nuevos potenciales prestamistas. Este argumento también se analiza en Bates, Kahle, & Stulz (2009), quienes señalan que las tenencias de efectivo sirven al propósito de manejar los choques bruscos que hace que el acceso al mercado de capitales sea caro e inviable. En tales circunstancias, las empresas con oportunidades de inversión mayores incurrirán en pérdidas aun mayores si no tienen suficientes fondos propios.

Para el caso de los flujos de caja, la relación es positiva y significativa al 1%, apoyando la hipótesis 9B del estudio, similar a Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999), Ferreira &

Vilela (2004) y Garcia-Teruel & Martinez-Solano (2004), la explicación es que empresas con altos flujo de caja son más rentables, por lo que acumular este flujo de dinero en efectivo para usarlo como una fuente interna de financiamiento.

Por último para los dividendos, se tiene una relación negativa y significativa para los modelos (2) y (3), apoyando la hipótesis 6 del estudio. Esto se debe a que las empresas que pagan dividendos son capaces de recaudar fondos internamente mediante la cancelación temporal de sus pagos siempre que surja la necesidad. Este resultado está en línea con Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999), apoyando la idea de que los dividendos es un sustituto de las tenencias de efectivo.

Tabla 6a: Determinantes del Cash Holdings

Variable Dependiente	Cash			
	Modelos sin China		Modelos con China	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Cash_{t-1}</i>		0.437*** (28.759)		0.467*** (49.078)
<i>Qtob</i>	0.012*** (6.133)	0.008*** (4.180)	0.012*** (9.603)	0.005*** (5.807)
<i>Size</i>	0.002 (0.540)	0.005* (1.713)	0.009*** (2.984)	0.011*** (4.635)
<i>Lev</i>	-0.181*** (-13.050)	-0.068*** (-5.332)	-0.233*** (-21.869)	-0.080*** (-9.377)
<i>Nwc</i>	-0.152*** (-12.905)	-0.110*** (-10.844)	-0.157*** (-16.671)	-0.104*** (-14.629)
<i>Capex</i>	0.197*** (11.674)	0.287*** (17.666)	0.189*** (13.531)	0.275*** (21.701)
<i>Risk</i>	-0.010 (-1.500)	-0.005 (-1.003)	0.009 (1.352)	0.006 (1.402)
<i>Cf</i>	0.170*** (16.456)	0.265*** (22.790)	0.134*** (15.045)	0.255*** (28.572)
<i>Div</i>	0.087** (2.134)	-0.083** (-2.178)	0.024 (0.680)	-0.127*** (-4.095)
Observations	18,660	15,499	34,623	28,974
R-squared	0.153	0.329	0.170	0.353
Number of id	3,212	3,064	5,645	5,368
Country-Year FE	YES	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.2. Cash Holdings e Inversionistas Institucionales

Ahora analizando la relacion entre tenencias de efectivo e inversionistas institucionales. En la tabla 7a, se puede observar una relacion positiva entre el cash holdings y los inversionistas institucionales para los 3 modelos presentados.

Analizando el primer modelo, donde no se incluye la variable de gobierno corporativo (indice anti-director rights) ni la variable dummy, es posible notar que el total de inversionistas institucionales tiene una significancia del 5% y una relacion positiva, lo que vendria a poyar la hipotesis de que los inversionistas institucionales monitorean a los administradores, por ende el monitoreo institucional impide que los gestores desplieguen efectivo en proyectos de gastos de capital y adquisiciones que destruyen valor (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007). Ademas el monitoreo institucional mejora el gobierno corporativo de la empresa lo que reduce el ambito de la discrecionalidad administrativa. Harford, Mansi, & Maxwell (2008), documentan una relacion positiva, aunque en su mayoria no significativa entre la propiedad institucional y las tenencias de efectivo de las firmas, y ofrece el monitoreo institucional como una explicacion a esto. Esto este en linea con Karpavičius & Yu (2014), Wang (2014) y Harford, Kecskes, & Mansi (2012). Altos niveles de propiedad institucional pueden ser señales de un mejor gobierno corporativo e incrementar el valor del efectivo y el nivel optimo de las tenencias de efectivo (Brown, Chen, & Shekhar, 2011).

Para el modelo (2) se agrega una variable de gobierno corporativo que toma en consideracion la institucionalidad del pais, osea la proteccion al inversionista (anti-director right). Debido a que estamos controlando por efecto pais y año, esta variable se incluye multiplicando a los inversionistas institucionales totales, ya que si se incluyera esta variable individualmente no aportaria al estudio. El indice antidirector right, que mide la proteccion a los accionistas a un nivel pais, esperamos una relacion negativa indicando que paises con peor proteccion al accionista mantienen altos niveles de cash holdings, encontrandose apoyo a esta idea ya que la variable es negativa y significativa al 10%

Para el caso del modelo (3), se incluye una variable dummies que toma el valor de 1 cuando setiene un alto nivel de proteccion al accionista, con la variable indice de anti-director rights. Esto se realiza para ver la relacion entre la proteccion a los inversionistas por pais y su relacion con las tenencias de efectivo, si bien es posible observar que los inversionistas institucionales influyen sobre las tenencias de efectivo, de manera positiva y significativa al 1%, cuando se incluye entorno pais, a traves del indice anti-director rights, esta relacion disminuye. Esto encuentra apoyo a la relacion negativa encontrada en la literatura de gobiernos corporativos ya que en la medida en que estas relaciones de agencia costosas afecten el costo de financiamiento externo se debe esperar observar diferentes niveles de efectivo en poder de las empresas en paises que proporcionen

a los inversores diferentes niveles de proteccion. Por ejemplo, si un pais tiene una estructura legal con una fuerte proteccion de los inversores, los costes de agencia esperados entre un outsider e un insider seran mas bajos, y el financiamiento externo sera relativamente mas facil de alcanzar. En esta configuracion, las empresas tendran menos incentivos para acumular grandes cantidades de dinero en efectivo. Esto es consistente con Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes (2003), que se centra en la proteccion de los accionistas y encuentra una relacion negativa entre la proteccion de los accionistas y las tenencias de efectivo.

Tabla 7a: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales

Variable Dependiente	(1)	Cash (2)	(3)
<i>Cash_{t-1}</i>	0.437*** (28.527)	0.437*** (28.521)	0.436*** (28.480)
<i>Tinsti</i>	0.029** (2.288)	0.106** (2.515)	0.062*** (4.104)
<i>Tinsti*Adri</i>		-0.018* (-1.826)	
<i>Tinsti*dummy high Adri</i>			-0.078*** (-3.648)
<i>Owncon</i>	-0.007 (-1.216)	-0.007 (-1.174)	-0.008 (-1.309)
<i>Qtob</i>	0.007*** (4.010)	0.007*** (4.029)	0.007*** (4.016)
<i>Size</i>	0.005* (1.682)	0.005* (1.666)	0.005* (1.662)
<i>Lev</i>	-0.069*** (-5.375)	-0.069*** (-5.358)	-0.069*** (-5.354)
<i>Nwc</i>	-0.112*** (-10.897)	-0.112*** (-10.936)	-0.112*** (-10.988)
<i>Capex</i>	0.288*** (17.617)	0.288*** (17.624)	0.288*** (17.657)
<i>Risk</i>	-0.005 (-0.973)	-0.005 (-0.993)	-0.005 (-1.020)
<i>Cf</i>	0.264*** (22.624)	0.264*** (22.649)	0.264*** (22.641)
<i>Div</i>	-0.073* (-1.835)	-0.073* (-1.850)	-0.072* (-1.827)
Observations	15,336	15,336	15,336
R-squared	0.330	0.330	0.331
Number of id	3,042	3,042	3,042
Country-Year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Ahora si tomamos en cuenta la separacion entre inversionistas institucionales independientes y grises, tabla 8a, se puede ver en ambas relaciones una relacion positiva y significativa al menos al 1%. Para el modelo (1), donde solo se incluye la separacion de los inversionistas institucionales se puede ver que ambos son positivos, institucionales independientes y grises, con un elevado nivel de significancia para el primero con un 10% y un 5% para el caso de los inversionistas institucionales grises. Si bien ambos son positivos, la explicacion difiere ya que por un lado los inversionistas independientes posee monitoreo institucional y esto impide que los gestores desplieguen el efectivo en proyectos de gastos de capital y adquisiciones que destruyen valor. Dittmar & Mahrt-Smith (2007), muestran que las empresas Estadounidenses que se mal gobernadas sufren una menor valoracion de su efectivo, ya que estas empresas disipan el efectivo rapidamente de manera que reduce el rendimiento operativo. Harford, Mansi, & Maxwell (2008), demuestran que las empresas con estructuras de gobierno corporativo mas debiles tienen reservas de efectivo mas pequeñas. Estas empresas tienden a elegir la recompra en lugar de aumentar los dividendos para evitar futuros compromisos de pagos. Cualquier exceso de efectivo acumulado se gasta rapidamente en los gastos de capital y adquisiciones, que destruyen valor, lo que resulta es un menor nivel de efectivo en caja. El monitoreo institucional mejora el gobierno corporativo de la empresa lo que reduce el ambito de la discrecionalidad administrativa. Harford, Mansi, & Maxwell (2008), documentan una relacion positiva, aunque en su mayoría no significativa entre la propiedad institucional y las tenencias de efectivo de las firmas, y ofrece el monitoreo institucional como una explicacion a esto.

En cambio para el caso de los inversionistas institucionales grises, se tiene que como no tienen un monitoreo externo su relacion positiva se debe a los gerentes pueden retener dinero en efectivo para perseguir sus propios objetivos privados, invirtiendo en proyectos con valor presente negativo o administradores extrayendo beneficios privados, estos no necesariamente coinciden con los de los inversionistas (Jensen, 1986) (Stulz, 1990). Por ende, esta relacion positiva se debe a los administracion perseguir sus objetivos de aumentar las tenencias de efectivo.

Ahora, para el caso de la variable de de concentracion de propiedad, se tiene que no es significativa para los 3 modelos presentados, y negativa lo que apoya nuestra idea de que los propietarios puede ejercer un mayor control sobre la administracion, y los obligan a pagar a los accionistas por via dividendos. Esto disminuira el efectivo en caja, la concentracion de propiedad o accionistas mayoritarios estan mejor equipados para obligar a los administradores a pagar el exceso de dinero en efectivo (Jensen & Meckling, 1976).

Se realizaron los mismos modelos incluyendo a China, asi completando los 14 mercados emergentes y se puede ver la misma relacion de significancia y coeficientes presentados anteriormente, para ver esto ver la tabla numero 9a y 10a.

Tabla 8a: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales Independientes y Grises

Variable Dependiente	Cash		
	(1)	(2)	(3)
<i>Cash_{t-1}</i>	0.437*** (28.520)	0.437*** (28.516)	0.436*** (28.482)
<i>Tindep</i>	0.024* (1.647)	0.074 (1.421)	0.055*** (3.032)
<i>Tindep*Adri</i>		-0.011 (-0.942)	
<i>Tindep*dummy high Adri</i>			-0.066*** (-2.680)
<i>Tgrey</i>	0.044** (2.243)	0.164*** (2.988)	0.076*** (3.509)
<i>Tgrey*Adri</i>		-0.031** (-2.104)	
<i>Tgrey*dummy high Adri</i>			-0.112*** (-2.607)
<i>Owncon</i>	-0.007 (-1.216)	-0.007 (-1.175)	-0.008 (-1.281)
<i>Qtob</i>	0.007*** (3.999)	0.007*** (4.026)	0.007*** (4.012)
<i>Size</i>	0.005* (1.668)	0.005* (1.645)	0.005 (1.644)
<i>Lev</i>	-0.069*** (-5.386)	-0.069*** (-5.365)	-0.069*** (-5.360)
<i>Nwc</i>	-0.112*** (-10.911)	-0.112*** (-10.940)	-0.112*** (-11.001)
<i>Capex</i>	0.288*** (17.607)	0.288*** (17.614)	0.288*** (17.654)
<i>Risk</i>	-0.005 (-0.985)	-0.005 (-1.003)	-0.005 (-1.026)
<i>Cf</i>	0.264*** (22.618)	0.264*** (22.640)	0.264*** (22.641)
<i>Div</i>	-0.072* (-1.832)	-0.073* (-1.839)	-0.071* (-1.808)
Observations	15,336	15,336	15,336
R-squared	0.330	0.330	0.331
Number of id	3,042	3,042	3,042
Country-Year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 9a: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales, con China

Variable Dependiente	Cash		
	(1)	(2)	(3)
<i>Cash_{t-1}</i>	0.467*** (48.966)	0.467*** (48.968)	0.467*** (48.942)
<i>Tinsti</i>	0.033*** (3.103)	0.073*** (2.578)	0.052*** (4.420)
<i>Tinsti*Adri</i>		-0.012 (-1.528)	
<i>Tinsti*dummy high Adri</i>			-0.069*** (-3.498)
<i>Owncon</i>	-0.005 (-1.001)	-0.005 (-0.941)	-0.005 (-1.024)
<i>Qtob</i>	0.005*** (5.607)	0.005*** (5.555)	0.005*** (5.546)
<i>Size</i>	0.010*** (4.622)	0.010*** (4.586)	0.010*** (4.585)
<i>Lev</i>	-0.080*** (-9.399)	-0.080*** (-9.380)	-0.080*** (-9.379)
<i>Nwc</i>	-0.104*** (-14.620)	-0.104*** (-14.608)	-0.104*** (-14.636)
<i>Capex</i>	0.276*** (21.721)	0.276*** (21.745)	0.276*** (21.755)
<i>Risk</i>	0.007 (1.437)	0.007 (1.417)	0.007 (1.400)
<i>Cf</i>	0.255*** (28.456)	0.255*** (28.472)	0.255*** (28.472)
<i>Div</i>	-0.122*** (-3.842)	-0.122*** (-3.842)	-0.121*** (-3.839)
Observations	28,795	28,795	28,795
R-squared	0.354	0.354	0.354
Number of id	5,344	5,344	5,344
Country-Year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 10a: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales Independientes y Grises, con China

Variable Dependiente	Cash		
	(1)	(2)	(3)
<i>Cash_{t-1}</i>	0.467*** (48.965)	0.467*** (48.971)	0.467*** (48.947)
<i>Tindep</i>	0.032*** (2.709)	0.069** (2.231)	0.050*** (3.796)
<i>Tindep*Adri</i>		-0.011 (-1.270)	
<i>Tindep*dummy high Adri</i>			-0.063*** (-2.822)
<i>Tgrey</i>	0.037* (1.893)	0.103* (1.739)	0.060*** (2.708)
<i>Tgrey*Adri</i>		-0.018 (-1.166)	
<i>Tgrey*dummy high Adri</i>			-0.094** (-2.270)
<i>Owncon</i>	-0.005 (-1.003)	-0.005 (-0.942)	-0.005 (-1.014)
<i>Qtob</i>	0.005*** (5.609)	0.005*** (5.561)	0.005*** (5.552)
<i>Size</i>	0.010*** (4.621)	0.010*** (4.583)	0.010*** (4.581)
<i>Lev</i>	-0.080*** (-9.405)	-0.080*** (-9.386)	-0.080*** (-9.384)
<i>Nwc</i>	-0.104*** (-14.622)	-0.104*** (-14.612)	-0.104*** (-14.639)
<i>Capex</i>	0.276*** (21.716)	0.276*** (21.737)	0.276*** (21.751)
<i>Risk</i>	0.007 (1.436)	0.007 (1.414)	0.007 (1.399)
<i>Cf</i>	0.255*** (28.455)	0.255*** (28.468)	0.255*** (28.471)
<i>Div</i>	-0.122*** (-3.842)	-0.122*** (-3.841)	-0.121*** (-3.831)
Observations	28,795	28,795	28,795
R-squared	0.354	0.354	0.354
Number of id	5,344	5,344	5,344
Country-Year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5. Conclusiones

El presente trabajo tuvo la finalidad de analizar si los inversionistas institucionales, a través del monitoreo o no, logran influir en las tenencias de efectivo de las empresas, para esto utilizamos 14 mercados emergentes.

Para lograr dicho propósito, hemos utilizado como variable dependiente el porcentaje de propiedad de los inversionistas institucionales para estos mercados por empresa. Los resultados muestran una relación positiva y significativa al 1%, lo que vendría a apoyar el monitoreo externo por parte de los inversionistas institucionales ayuda a que los gestores desplieguen el efectivo en proyectos de gastos de capital y adquisiciones que destruyen valor, osea la hipótesis de monitoreo tipo 2. Dittmar & Mahrt-Smith (2007), muestran que las empresas Estadounidenses que se mal gobernadas sufren una menor valoración de su efectivo, ya que estas empresas disipan el efectivo rápidamente de manera que reduce el rendimiento operativo. Resultado similar a Harford, Mansi, & Maxwell (2008) que demuestra que las empresas con estructuras de gobierno corporativo más débiles tienen reservas de efectivo más pequeñas. Estas empresas tienden a elegir la recompra en lugar de aumentar los dividendos para evitar futuros compromisos de pagos. Cualquier exceso de efectivo acumulado se gasta rápidamente en los gastos de capital y adquisiciones, que destruyen valor, lo que resulta es un menor nivel de efectivo en caja. El monitoreo institucional mejora el gobierno corporativo de la empresa lo que reduce el ámbito de la discrecionalidad administrativa. Harford, Mansi, & Maxwell (2008), documentan una relación positiva, aunque en su mayoría no significativa entre la propiedad institucional y las tenencias de efectivo de las firmas, sin embargo para nuestro caso esta relación se muestra significativa.

Ahora para el caso de la división de inversionistas institucionales, ya sea en independientes o grises, para ambos se encuentra una relación positiva y significativa, pero la explicación es diferente. Por un lado, los inversionistas institucionales independientes, como realizar un monitoreo en las empresas en las cuales invierten, la razón es la misma que lo expresado anteriormente. Pero para el caso de los inversionistas institucionales grises, ya que no monitorean a los administradores, permiten que retener dinero en efectivo a los administradores para perseguir sus propios objetivos privados, invirtiendo en proyectos con valor presente negativo o administradores extrayendo beneficios privados, estos no necesariamente coinciden con los de los inversionistas (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Por esto la relación positiva, ya que estos dejan a la administración perseguir sus objetivos de aumentar las tenencias de efectivo. Osea se muestra apoyo a la hipótesis de no monitoreo.

Sin embargo, si se tiene en cuenta que para invertir en mercados emergentes desde el punto de vista de los inversionistas institucionales un factor crítico es el gobierno corporativo, osea los inversores no invierten en compañías de mercados emergentes con un pobre gobierno corporativo,

ademas que la falta de transparencia es una señal de alerta para los inversores del mercado, esto según una encuesta a inversionistas acerca de por que invierten en mercados emergentes (Survey Says... Corporate Governance Matters to Investors in Emerging Market Companies)⁷. Se espera que las empresas en las cuales se invierte sean de un buen gobierno corporativo, lo que viene apoyar la idea de empresas con elevados inversionistas institucionales como un proxy de un buen gobierno corporativo lo que convella a elevadas tenencias de efectivo en concordancia con los estudios de Ozkan & Ozkan (2004) y Harford, Mansi, & Maxwell, (2008).

Ademas los inversores proporcionan un monitoreo suficiente para capturar el valor de la holgura interna, principalmente efectivo, al tiempo que mitiga el costo potencial. En concreto, los administradores mejor monitoreados, se les permite tener mas holgura interna (cash holdings), y gastarlo en consonancia con los intereses de los accionistas. Cuando tienen exceso de dinero en efectivo, son mas propensos a distribuirlo que a invertirlo. Ademas sus resultados proporcionan una explicacion a Mikkelson & Partch (2003), que constatan que la persistencia de grandes tenencias de efectivo no estan asociados con problemas de agencia entre los inversores y los administradores o mal desempeño de las empresas: las firmas pueden tener mas dinero en efetivo sin sufrir estas consecuencias negativas si es que tienen inversores de largo plazo, ya que supervisan mas. Estos resultados son consistentes con Harford, Kecskes, & Mansi (2012), sobre el gobierno corporativo y el cash holdings (empresas mejor gobernadas tienen mas dinero en efectivo) y contrasta con la evidencia internacional (empresas mejor gobernadas tienen menos efectivo).

Por ultimo, otra explicacion a estas relaciones positivas tanto de inversionistas independientes como grises, es que si se tiene que los inversionistas que invierten en mercados emergentes tienen una horientacion de largo plazo, como muestra el estudio realizado por el "Emerging Markets Committe of the International Organization of Securities Commisions", y esto se relaciona con lo encontrado por la evidencia para los inversionistas institucionales de largo plazo se encuentra apoyo a la encontrado en las investigaciones de Brown, Chen, & Shekhar (2011) y Harford, Kecskes, & Mansi (2012). Finalmente, nuestro trabajo contribuye a la discusión académica sobre los inversionistas institucionales en mercados emergentes, ya que presenta evidencia acerca del rol de monitoreo que desempeñan los inversionistas institucionales en estos mercados. Además este estudio contribuye a la comprensión de cómo se gestiona esta liquidez. Al mismo tiempo, proporciona una prueba más en el papel de monitoreo de inversionistas, tanto independientes como grises, en el contexto de políticas de inversión, políticas de pago de dividendos y su relación con la liquidez de las empresas.

⁷http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/dbfd8b004afe7d69bcb6bdb94e6f4d75/IFC_EMI_Survey_web.pdf?MOD=AJPERES

6. Anexos

6.1. Regresiones con Variable Ratio Cash Neto

Tabla 6b: Determinantes del Cash Holdings

Variable Dependiente	Cash neto			
	Modelos sin China		Modelos con China	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>(Cash neto_{t-1})</i>		0.373*** (11.998)		0.401*** (27.573)
<i>Qtob</i>	0.027*** (4.525)	0.019*** (3.840)	0.026*** (7.404)	0.010*** (4.226)
<i>Size</i>	0.003 (0.403)	0.009 (1.366)	0.016** (2.045)	0.017*** (2.752)
<i>Lev</i>	-0.328*** (-10.879)	-0.151*** (-4.800)	-0.468*** (-19.298)	-0.166*** (-8.386)
<i>Nwc</i>	-0.309*** (-12.354)	-0.223*** (-9.936)	-0.371*** (-16.019)	-0.227*** (-12.908)
<i>Capex</i>	0.399*** (11.091)	0.502*** (14.049)	0.545*** (15.742)	0.542*** (18.687)
<i>Risk</i>	-0.019 (-1.376)	-0.010 (-0.954)	0.022 (1.336)	0.015 (1.390)
<i>Cf</i>	0.309*** (12.250)	0.445*** (16.557)	0.263*** (11.167)	0.461*** (21.078)
<i>Div</i>	0.074 (0.729)	-0.183** (-2.035)	-0.140 (-1.485)	-0.241*** (-3.291)
Observations	18,658	15,496	34,618	28,969
R-squared	0.114	0.249	0.146	0.318
Number of id	3,212	3,064	5,645	5,368
Country-Year FE	YES	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 7b: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales

Variable Dependiente	Cash neto		
	(1)	(2)	(3)
<i>Cash neto_{t-1}</i>	0.373*** (11.921)	0.373*** (11.922)	0.372*** (11.908)
<i>Tinsti</i>	0.057** (2.093)	0.174** (2.214)	0.118*** (3.692)
<i>Tinsti*Adri</i>		-0.028 (-1.442)	
<i>Tinsti*dummy high Adri</i>			-0.144*** (-3.417)
<i>Owncon</i>	-0.014 (-0.990)	-0.013 (-0.962)	-0.015 (-1.066)
<i>Qtob</i>	0.019*** (3.753)	0.019*** (3.763)	0.019*** (3.754)
<i>Size</i>	0.009 (1.302)	0.009 (1.290)	0.009 (1.284)
<i>Lev</i>	-0.152*** (-4.813)	-0.151*** (-4.798)	-0.151*** (-4.788)
<i>Nwc</i>	-0.226*** (-9.961)	-0.226*** (-9.988)	-0.227*** (-10.041)
<i>Capex</i>	0.505*** (14.051)	0.505*** (14.053)	0.505*** (14.073)
<i>Risk</i>	-0.010 (-0.958)	-0.010 (-0.973)	-0.011 (-0.999)
<i>Cf</i>	0.445*** (16.475)	0.445*** (16.489)	0.445*** (16.491)
<i>Div</i>	-0.171* (-1.814)	-0.172* (-1.823)	-0.171* (-1.809)
Observations	15,333	15,333	15,333
R-squared	0.250	0.250	0.251
Number of id	3,042	3,042	3,042
Country-Year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 8b: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales Independientes y Grises

Variable Dependiente	Cash neto		
	(1)	(2)	(3)
<i>Cash neto_{t-1}</i>	0.373*** (11.919)	0.373*** (11.919)	0.372*** (11.902)
<i>Tindep</i>	0.049 (1.553)	0.144 (1.497)	0.107*** (2.810)
<i>Tindep*Adri</i>		-0.022 (-0.960)	
<i>Tindep*dummy high Adri</i>			-0.126** (-2.507)
<i>Tgrey</i>	0.085** (2.181)	0.222** (2.323)	0.141*** (3.353)
<i>Tgrey*Adri</i>		-0.035 (-1.296)	
<i>Tgrey*dummy high Adri</i>			-0.199*** (-2.653)
<i>Owncon</i>	-0.014 (-0.990)	-0.013 (-0.963)	-0.014 (-1.048)
<i>Qtob</i>	0.019*** (3.745)	0.019*** (3.757)	0.019*** (3.751)
<i>Size</i>	0.009 (1.289)	0.009 (1.279)	0.008 (1.269)
<i>Lev</i>	-0.152*** (-4.823)	-0.152*** (-4.809)	-0.151*** (-4.796)
<i>Nwc</i>	-0.226*** (-9.973)	-0.226*** (-9.995)	-0.228*** (-10.048)
<i>Capex</i>	0.505*** (14.045)	0.505*** (14.048)	0.506*** (14.075)
<i>Risk</i>	-0.010 (-0.969)	-0.010 (-0.981)	-0.011 (-1.004)
<i>Cf</i>	0.445*** (16.470)	0.445*** (16.480)	0.445*** (16.492)
<i>Div</i>	-0.171* (-1.812)	-0.172* (-1.818)	-0.169* (-1.796)
Observations	15,333	15,333	15,333
R-squared	0.250	0.250	0.251
Number of id	3,042	3,042	3,042
Country-Year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 9b: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales, con China

Variable Dependiente	Cash neto		
	(1)	(2)	(3)
<i>Cash neto_{t-1}</i>	0.401*** (27.558)	0.402*** (27.577)	0.401*** (27.563)
<i>Tinsti</i>	0.067*** (2.791)	0.123* (1.866)	0.102*** (3.801)
<i>Tinsti*Adri</i>		-0.016 (-0.947)	
<i>Tinsti*dummy high Adri</i>			-0.127*** (-3.133)
<i>Owncon</i>	-0.014 (-1.220)	-0.014 (-1.179)	-0.014 (-1.238)
<i>Qtob</i>	0.010*** (4.095)	0.010*** (4.069)	0.010*** (4.050)
<i>Size</i>	0.017*** (2.750)	0.017*** (2.735)	0.017*** (2.726)
<i>Lev</i>	-0.166*** (-8.392)	-0.166*** (-8.376)	-0.166*** (-8.368)
<i>Nwc</i>	-0.227*** (-12.901)	-0.227*** (-12.889)	-0.227*** (-12.914)
<i>Capex</i>	0.545*** (18.722)	0.545*** (18.735)	0.545*** (18.744)
<i>Risk</i>	0.015 (1.400)	0.015 (1.387)	0.015 (1.369)
<i>Cf</i>	0.461*** (20.990)	0.461*** (20.996)	0.461*** (20.999)
<i>Div</i>	-0.234*** (-3.116)	-0.234*** (-3.116)	-0.234*** (-3.115)
Observations	28,790	28,790	28,790
R-squared	0.318	0.318	0.319
Number of id	5,344	5,344	5,344
Country-Year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 10b: Cash Holdings e Inversionistas Institucionales Independientes y Grises, con China

Variable Dependiente	Cash neto		
	(1)	(2)	(3)
<i>Cash neto_{t-1}</i>	0.401*** (27.558)	0.402*** (27.578)	0.401*** (27.562)
<i>Tindep</i>	0.061** (2.350)	0.115 (1.639)	0.094*** (3.159)
<i>Tindep*Adri</i>		-0.015 (-0.828)	
<i>Tindep*dummy high Adri</i>			-0.113** (-2.399)
<i>Tgrey</i>	0.091** (2.046)	0.186 (1.299)	0.135*** (2.673)
<i>Tgrey*Adri</i>		-0.026 (-0.739)	
<i>Tgrey*dummy high Adri</i>			-0.183** (-2.418)
<i>Owncon</i>	-0.014 (-1.223)	-0.014 (-1.181)	-0.014 (-1.231)
<i>Qtob</i>	0.010*** (4.101)	0.010*** (4.076)	0.010*** (4.060)
<i>Size</i>	0.017*** (2.749)	0.017*** (2.732)	0.017*** (2.722)
<i>Lev</i>	-0.166*** (-8.405)	-0.166*** (-8.389)	-0.166*** (-8.380)
<i>Nwc</i>	-0.227*** (-12.902)	-0.227*** (-12.892)	-0.227*** (-12.914)
<i>Capex</i>	0.544*** (18.718)	0.545*** (18.728)	0.545*** (18.741)
<i>Risk</i>	0.015 (1.396)	0.015 (1.382)	0.015 (1.366)
<i>Cf</i>	0.461*** (20.989)	0.461*** (20.993)	0.461*** (20.999)
<i>Div</i>	-0.234*** (-3.115)	-0.234*** (-3.114)	-0.234*** (-3.105)
Observations	28,790	28,790	28,790
R-squared	0.318	0.318	0.319
Number of id	5,344	5,344	5,344
Country-Year FE	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

7. Referencias Bibliográficas

- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2009). "The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice". *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2446-2485.
- Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1990). "Large Shareholders and The Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, 143-161.
- Almazan, A., Hartzell, J., & Starks, L. (2005). "Active Institutional Shareholders and Cost of Monitoring: Evidence From Executive Compensation". *Financial Management*, Vol. 34, 5-34.
- Al-Najjar, B. (2013). "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Some Emerging Markets". *International Business Review*, Vol. 22, 77-88.
- Alvarez, R., Sagner, A., & Valdivia, C. (2012). "Liquidity Crises and Corporate Cash Holdings in Chile". *The Developing Economies*, Vol. 50, 378-392.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). "Cash Holdings and Corporate Governance Around the World". *Working Paper*, 1-31.
- Anderson, R., & Hamadi, M. (2009). "Large powerful Shareholders and Cash Holding". *Working Paper*, 1-27.
- Asquith, P., Pathak, P. A., & Ritter, J. R. (2005). "Short Interest, Institutional Ownership and Stock Returns". *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, 243-276.
- Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?". *The Journal of Finance*, LXIV(5).
- Bhargava, A., Franzini, L., & Narendranathan, W. (1982). "Serial Correlation and the Fixed Effects Model". *The Review of Economic Studies*, Vol. 49, 533-549.
- Bigelli, M., & Sanchez-Vidal, J. (2012). "Cash Holdings in Private Firms". *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, 26-35.
- Blume, D., & F., A. (2007). "Institutional Investors and Corporate Governance in Latin America: Challenges, Promising, Practices and Recommendations". *Financial Market Trends*, 93-131.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. (1988). "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 267-291.
- Brickley, J., Lease, R., & Smith, C. (1988). "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 267-292.
- Brooks, C. (2008). *"Introductory Econometrics for Finance"*. (2nd Edition ed.). Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Brown, C., Chen, Y., & Shekhar, C. (2011). "Institutional Ownership and Firm Cash Holdings". *Working Paper*, 1-64.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors and Stock Return Volatility". *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, 171-202.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *"The Econometrics of Financial Markets"*. (2nd Edition ed.). Princeton, New Jersey: Princeton University.
- Campbell, J., Lettau, M., Malkiel, B., & Xu, Y. (2001). "Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk". *Journal of Finance*, Vol. 56, 1-43.
- Campbell, T., & Brendsel, L. (1977). "The Impact of Compensating Balance Requirements on the Cash Balances of Manufacturing Corporations: An Empirical Study". *The Journal of Finance*, Vol. 32, 31-40.
- Chen, N., & Mahajan, C. (2010). "The Euro and Corporate Liquidity". *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 36, 113-146.
- Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). "Monitoring: Which Institutions Matter?". *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, 279-305.

- Chen, Y.-R., & Chuang, W.-T. (2009). "Alignment or Entrenchment? Corporate Governance and Cash Holdings in Growing Firms". *Journal of Business Research*, Vol. 62, 1200-1206.
- Corwin, S. A. (2003). "The Determinantes of Underpricing for Seasoned Equity Offers". *Journal of Finance*, Vol. 58, 2249-2279.
- Cossin, D., & Hricko, T. (2004). "The Benefits of Holding Cash: A Real Options Approach". *Managerial Finance*, Vol. 30, 26-43.
- Custodio, C., Ferreira, M., & Raposo, C. (2005). "Cash Holdings and Business Conditions". *Working Paper*, 1-43.
- D'Avolio, G. (2002). "The Market for Borrowing Stocks". *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, 271-306.
- Del Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism". *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, 293-340.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1155-1177.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings". *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, 559-634.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, no. 1, 111-33.
- Drobetz, W., & Grüninger, M. (2007). "Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland". *Financial markets Portfolio*, Vol. 21, 293-324.
- Drobetz, W., Gruninger, M. C., & Hirschvogel, S. (2009). "Information Asymmetry and the Value of Cash". *Working Paper*, 1-46.
- Easterbrook, F. (1984). "Two Agency Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review*, Vol. 74, 650-659.
- Eckbo, E. B., Masulis, R. W., & Norli, O. (2007). "Security Offerings". En B. E. Eckbo, "*Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*" (pág. Chapter 6). Amsterdam: Elsevier/North-Holland.
- Edmans, A. (2009). "Blockholder trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia". *Journal of Finance*, Vol. 64, 2481-2513.
- Fama, E., & French, K. (2001). "Disappearing dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?". *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 3-43.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). "Corporate Financial Policy and the Value of Cash". *The Journal of Finance*, Vol. 61, 1957-1990.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). "The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World". *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, 499-533.
- Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). "Why do Firms Holds Cash? Evidence from EMU Countries". *European Finance Management*, Vol. 10, no. 2, 295-319.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). "Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms". *Journal of Financial Economics*, Vol. 109, 623-639.
- Garcia-Teruel, P., & Martinez-Solano, P. (2004). "On the Determinants of SMEs Cash Holding: Evidence from Spain". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 35, no 1-2, 127-149.
- Gaspar, J.-M., Massa, M., & Matos, P. (2005). "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, 135-165.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada". *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, 1-10.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors". *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 275-305.
- Gompers, P. A., & Metrick, A. (1998). "How Are Large Institutions Different from Other Investors? Why Do These Differences Matter?". *Unpublished manuscript*.
- Grinstein, Y., & Michaely, R. (2005). "Institutional Holdings and Payout Policy". *Journal of Finance* 60, 1389-1426.

- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and The Theory of The Corporation". *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, 42-54.
- Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2003). "Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings". *Working Paper*, 1-30.
- Hall, T., Mateus, C., & Mateus, I. B. (2014). "What Determines Cash Holdings at Privately Held and Publicly Traded Firms? Evidence from 20 Emerging Markets". *International Review of Financial Analysis*, 104-116.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). "Corporate Precautionary Cash Holdings". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, 43-57.
- Harford, J. (1999). "Corporate Cash Reserves and Acquisitions". *Journal of Finance*, Vol. 54, 1969-1997.
- Harford, J., Kecskes, A., & Mansi, S. (2012). "Investors Horizons and Corporate Cash Holdings". *Working Paper*, 1-46.
- Harford, J., Mansi, S., & Maxwell, W. (2008). "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US". *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, 535-555.
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). "Institutional Investors and Executive Compensation". *The Journal of Finance* 58, 2351-2374.
- Hedman, E., & Persson, J. (2014). "Corporate Cash Holdings: An Empirical Study of Ownership Identities on the Swedish Market". *Lund University, Thesis*, 1-63.
- Huang, Y., Elkinawy, S., & Jain, P. K. (2013). "Investor Protection and Cash Holdings: Evidence from US Cross-Listing". *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, 937-951.
- Irvine, P., & Pontiff, J. (2008). "Idiosyncratic Return Volatility, Cash Flows, and Product Market Competition". *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, 1149-1177.
- Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2004). "Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts". *Working Paper*, 1-30.
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*, Vol. 76, 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360.
- Kalcheva, L., & Lins, K. (2007). "International Evidence of Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems". *The Review of Financial Studies*, Vol. 20, 1087-1112.
- Kang, S. Y. (2015). "Re-envisioning Investors' Anti-Director Rights Index: Theory, Criticism, and Implications". *Working Paper*, 1-62.
- Karpavičius, S., & Yu, F. (2014). "How institutional Monitoring Creates Value: Evidence for the Free Cash Flow Hypothesis". *Working Paper*, 1-58.
- Kim, C.-S., Mauer, D. C., & Sherman, A. (1998). "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33, 335-59.
- Kim, J., Kim, H., & Woods, D. (2011). "Determinants of Corporate Cash-Holding Levels: An Empirical Examination of the Restaurant Industry". *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 30, 568-574.
- Koller, T., & Goedhart, M. (2005). "*Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*". John Wiley & Sons, Inc.
- Kytönen, E. (2005). "Corporate Liquidity Holdings: An Empirical Investigation of Finnish Firms". *Working Paper*, 1-34.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). "Corporate Ownership Around The World". *Journal of Finance*, Vol. 54, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). "Legal Determinants of External Finance". *Journal of Finance*, Vol. 52, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, Vol. 106, no. 6.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). "Investor Protection and Corporate Governance". *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 3-27.

- Megginson, W., & Wei, Z. (2010). "Determinants and Value of Cash Holdings: Evidence from China's Privatized Firms". *SSRN Working Paper Series*, 1-37.
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). "Do Persistently Large Cash Reserves Hinder Performance?". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, 275-294.
- Myers, S. C. (2001). "Capital Structure". *The Journal of Economic Perspectives*, 81-102.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187-221.
- Nagel, S. (2005). "Short Sales, Institutional Investors and the Cross-Section of Stock Returns". *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, 277-309.
- Nguyen, T., & Ramachandran, N. (2006). "Capital Structure in Small and Medium-Sized Enterprises: The Case of Vietnam". *Working Paper*, 192-211.
- Niskanen, M., & Niskanen, J. (2007). "Cash Holdings in SMEs; Evidence on Finnish data". *Working Paper*, 1-21.
- Ogundipe, S. E., Salawu, R. O., & Ogundipe, L. O. (2012). "The Determinants of Corporate Cash Holdings in Nigeria: Evidence from General Method of Moments (GMM)". *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic and Management Engineering*, Vol. 6, 24-30.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings". *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, no. 1, 3-46.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies". *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, no. 9, 2103-34.
- Perfect, S., & Wiles, K. (1994). "Alternative Constructions of Tobin's q: An Empirical Comparison". *Journal of Empirical Finance*, Vol. 1, 313-341.
- Pettit, J. (2007). *Strategic Corporate Finance - Applications in Valuation and Capital Structure*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2003). "Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?". *National Bureau of Economic Research*.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis". *The Journal of Finance*, Vol. 61, 2725-2751.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1992). "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach". *Journal of Finance*, Vol. 47, 1343-1366.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 461-488.
- Smith, M. P. (1996). "Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS". *Journal of Finance*, Vol. 51, 227-252.
- Spamann, H. (2010). "The Antidirector Rights Index Revisited". *The Review of Financial Studies*, 467-486.
- Stacescu, B. (2015). "The Effects of Ownership Structure and Concentration on Cash Holdings". *Working Paper*, 1-64.
- Stulz, R. (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, 3-27.
- Verbeek, M. (2004). *Modern Guide to Econometrics*. (2nd Edition ed.). Chichester: John Wiley & Sons.
- Wang, Z. (2014). "Short Sellers, Institutional Investors and Corporate Cash Holdings". *Working Paper*, 1-52.
- Yan, X., & Zhang, Z. (2009). "Institutional Investors and Equity Returns: Are Short-term Institutions Better Informed?". *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 893-924.

