

FÉLIX JAVIER LÓPEZ ITURRIAGA *
JUAN ANTONIO RODRÍGUEZ SANZ *

La decisión de dividendos
en la empresa española:
un contraste de teorías
alternativas **

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Una revisión de las distintas teorías explicativas de la política de dividendos. 3. Base de datos, metodología y modelo. 4. Análisis descriptivo preliminar. 5. Resultados de la estimación. 6. Conclusiones. Bibliografía.

RESUMEN: El objetivo del presente trabajo consiste en realizar un estudio empírico de los principales factores determinantes de la decisión de reparto de dividendos en el ámbito de la gran empresa no financiera española. Tras una revisión de las más destacadas teorías alternativas que han intentado ofrecer algún tipo de respuesta al así denominado *puzzle* de los dividendos, se procede a un contraste de las mismas, para lo cual se ha sometido una muestra de empresas a un análisis estructurado en una doble vertiente: análisis descriptivo previo y el subsiguiente análisis explicativo.

Los resultados obtenidos, además de confirmar la importancia de variables ya clásicas en la determinación de la política de dividendos empresarial como la rentabilidad y la liquidez, destacan algunas otras cuya relación con los recursos distribuidos como dividendos mantiene una cierta sintonía con las predicciones derivadas de la teoría de la agencia. La hipótesis relativa a las clientelas fiscales, por su parte, no obtuvo evidencia empírica concluyente a su favor en la presente investigación.

Palabras clave: Dividendos, información asimétrica, teoría de la agencia.

ABSTRACT: The aim of this paper is to show an empirical analysis of the main determinants of the dividend pay out decision in the big non-financial Spanish firms. After a review of the most outstanding theories which are supposed to explain in some extent the so called puzzle of dividends, we test them. In so doing, we have analyzed a sample of companies in two different ways: first of all, a descriptive analysis and later a causality analysis.

* Profesores titulares de Universidad. Universidad de Valladolid.

** Esta investigación ha recibido apoyo financiero de la DGICYT a través del proyecto PB97-0594. Los autores desean hacer constar su agradecimiento a Ana Isabel Fernández por sus valiosos comentarios en la interpretación de los resultados.

The results we achieve confirm the influence of traditional variables in the dividend pay out firms' decisions like investment profitability and liquidity. Besides, some more variables arise whose justification is closely related to the theory of agency and the asymmetric information. On the other hand, the fiscal asymmetries hypothesis do not seem to be supported by the results of our research.

Key Words: Dividends, asymmetric information, agency theory.

1. Introducción

La decisión de reparto de dividendos constituye uno de los temas más controvertidos en el seno de las finanzas empresariales hasta el punto de erigirse en una de sus tres principales decisiones financieras estratégicas. En las últimas cuatro décadas han sido numerosas las aportaciones que, desde enfoques muy variados, han contribuido a alimentar el fuego de esta discusión, haciendo que una enumeración exhaustiva de las mismas sea tarea poco menos que imposible. Aun con todo, no han faltado tales intentos, mereciendo la pena destacar, desde nuestro punto de vista, dos trabajos recopilatorios de este dilatado debate como son los de RODRÍGUEZ (1987) y GONZÁLEZ (1996).

La conciencia de la notable distancia que parece separar las explicaciones académicas de la praxis habitualmente adoptada por las empresas ha llevado a BLACK (1976) a calificar esta cuestión, con frase que empieza a tener marchamo de tópico, como *puzzle* cuyas piezas no terminan de encajar perfectamente entre sí. Esta divergencia entre la investigación teórica y la realidad empíricamente constatada no solamente hace referencia a la tantas veces aludida relevancia o irrelevancia de la decisión de dividendos, sino que alcanza otros temas como son el recurso más frecuente a los dividendos como forma de retribución de los accionistas o los factores determinantes de la cuantía de dichos dividendos.

A pesar del largo camino que la investigación financiera tiene por delante, debe igualmente reconocerse que los recientes avances en este tema han contribuido a aclarar el panorama y, si bien no se han disipado completamente las dudas al respecto, comenzamos a disponer de un cierto esbozo que puede ayudarnos a resolver el rompecabezas.

En lo tocante a nuestro país, son varios los trabajos que versan sobre la política empresarial de dividendos, llegando todos ellos a conclusiones que guardan una gran congruencia entre sí, a pesar de las lógicas diferencias existentes en lo relativo a la metodología empleada y a la finalidad perseguida por cada uno de ellos. Por un lado, algunas investigaciones muestran el destacado papel que en la decisión de dividendos desempeñan una serie de variables vinculadas al equilibrio financiero y a la rentabilidad de la empresa, como son ciertos coeficientes de liquidez y de solvencia, así como algunos ratios indicadores de la rotación de activos y del margen comercial (AZOFRA, 1986; RODRÍGUEZ, 1988). Al hilo de estas conclusiones surgen trabajos tendientes a determinar el nivel de respuesta de la empresa ante tales indicadores. En esencia, la cuestión que se dirime es el grado de ajuste de la política de dividendos a la situación económica y financiera empresarial, o la eventual rigidez de la misma (GUTIÉRREZ y otros, 1989; ARRAZOLA y otros, 1992; GINER y SALAS, 1995).

En una línea algo diferente, y más encuadrada en el contexto de los recientes paradigmas dominantes en la teoría económica de la empresa, se halla otro conjunto de contrastes cuyo punto de partida es la admisión de las distintas imperfecciones

de los mercados de capitales y, más en concreto, de las asimetrías informativas que en su seno se producen (GONZÁLEZ, 1995; ESPITIA y RUIZ, 1996; FONSECA, 1997). Los dividendos, en dicho contexto, aparecen como una hipotética forma de transmisión de información al mercado, si bien las implicaciones que este hecho puede comportar no tienen una interpretación unívoca (GINER y SALAS, 1995).

Nuestro trabajo trata, en concomitancia con la literatura previamente citada, de ayudar a dilucidar la validez y vigencia de las distintas explicaciones que se han propuesto para la política de dividendos. Dicho intento se realiza en un doble nivel pues, por una parte, realizaremos un somero análisis descriptivo previo cuya finalidad no es otra que enmarcar el subsiguiente análisis explicativo. En él se procura perfilar los principales rasgos económico-financieros definitorios de la decisión empresarial de distribución de resultados. Se pasa revista a una serie de variables comprensivas de diversos aspectos de la dirección financiera de la empresa y se apuntan las diferencias que, en una primera aproximación, cabe advertir entre las empresas que mantienen políticas de dividendos claramente divergentes. No obstante lo anterior, el objetivo nuclear del trabajo se sitúa en un ámbito ligeramente distinto, pues se pretende la identificación de aquellos factores que, a la luz de las teorías que gozan de mayor aval científico en este campo, han condicionado la política de dividendos de la gran empresa española durante la primera mitad de la década de los noventa.

Con este objetivo *in mente*, el presente artículo se estructura en cinco grandes epígrafes. Además del apartado introductorio, en el segundo de ellos se realiza una sucinta revisión y justificación teórica de las hipótesis susceptibles de contrastación. El epígrafe tercero contiene, junto con una descripción de la metodología seguida, algunos aspectos relativos a la base de datos empleada. Los resultados de los análisis antes aludidos se contienen en las secciones cuarta y quinta, tras las cuales se exponen las conclusiones más relevantes del estudio.

2. Una revisión de las distintas teorías explicativas de la política de dividendos

Como es de sobra conocido, un punto de inflexión en el estudio de la decisión de reparto de beneficios viene dado por el artículo de MILLER y MODIGLIANI (1961). Estos autores demostraron que, en condiciones de mercados perfectos, dicha decisión no tiene influencia alguna sobre el valor de la empresa, una vez que se consideran dadas las decisiones de inversión y de financiación.

El hilo argumental seguido por MILLER y MODIGLIANI, tan consistente en pura teoría, parecía chocar frontalmente con la política adoptada por las empresas en la realidad y no conseguía dar una respuesta cabal al frecuente reparto de beneficios al que éstas acuden como modo de retribución a sus accionistas. Se hacían precisas, por tanto, nuevas aportaciones que, relajando el supuesto de mercados perfectos, proporcionasen modelos con mayor capacidad explicativa y predictiva.

Una de las primeras imperfecciones que se introdujo fue la existencia de costes de transacción (ANG, 1987), si bien su consideración no logra solucionar completamente esta intrincada cuestión. Por una parte, el pago de dividendos resulta desaconsejable pues no parece tener mucho sentido compaginar ese reparto con la necesidad de acometer ampliaciones de capital, dados los costes de transacción que comportan las mencionadas ampliaciones. Ahora bien, si que pudiera estar justifi-

cado cuando permite satisfacer las necesidades de liquidez de algunos inversores, evitando que éstos se vean obligados a enajenar sus títulos.

Un aspecto que ha tenido mayor repercusión ha sido la revisión del marco impositivo. En gran parte de los sistemas fiscales los dividendos se hallan sujetos, en la imposición personal, no sólo a unos tipos de gravamen más elevados que las ganancias de capital, sino que también comportan una anticipación en el pago de los tributos, lo que debería concretarse en una preferencia de los accionistas por la segunda fuente de riqueza. Así parece cumplirse en el mercado español (BERGÉS, 1984; BASARRATE, 1988), advirtiéndose una penalización a las acciones con altas tasas de reparto de dividendos. Esta observación no hace sino agudizar las carencias de las explicaciones hasta este punto enumeradas, pues sigue sin justificarse adecuadamente el más frecuente uso del reparto de dividendos en comparación con la recompra de acciones propias o la entrega de acciones total o parcialmente liberadas.

Una posible explicación se hallaría en la idea de clientelas fiscales de dividendos, articulándose todo un conjunto de distintos intereses en función de la muy diversa incidencia del pago de impuestos (MILLER y SCHOLES, 1972; BASARRATE y RUBIO, 1989). De este modo, la existencia de inversores institucionales trastoca esa supuesta preferencia por las ganancias de capital y da lugar a situaciones en las cuales el reparto de dividendos incrementa la riqueza de los accionistas.

Como se puede deducir, el *puzzle* de los dividendos no parece todavía estar definitivamente resuelto. Más aún, cabría pensar que no tenemos delante todas las piezas del rompecabezas, requiriéndose matizaciones adicionales. En este sentido, merece especial atención la admisión del desigual reparto de información entre los agentes intervinientes en los mercados de capitales. Desde esta óptica, el reparto de dividendos puede contemplarse como un medio de atenuar las asimetrías informativas, tanto en su vertiente *ex ante* o problemas de selección adversa, como en su vertiente *ex post* o riesgo moral.

En el primer caso los dividendos constituyen una señal empleada por los miembros internos de la empresa para transmitir al mercado información creíble sobre la calidad de sus proyectos de inversión, habida cuenta de la imposibilidad de este último de conocer de modo fiable dichas oportunidades (BHATTACHARYA, 1979). El pago de dividendos reúne los requisitos para ser empleado inequívocamente como señal, impidiendo que empresas con menores expectativas imiten a aquéllas con indiscutibles oportunidades rentables de negocio y evitando, consiguientemente, la pérdida de valor de los títulos de las primeras a que tal actuación daría lugar.

En lo referente al segundo de los conflictos planteados, un mayor reparto de dividendos se traduce en un recorte de la discrecionalidad de los directivos sobre los recursos disponibles, sometiendo a éstos a un recurso más frecuente al mercado y disciplinando su actuación (EASTERBROOK, 1984). Se entiende así que los accionistas vean con buenos ojos el reparto de dividendos, al hacer converger la conducta de los directivos hacia los intereses de los propietarios de la empresa, de modo que la disminución de los costes de agencia asociada a la distribución de beneficios sea suficiente como para compensar los mayores costes en términos fiscales y de transacción.

No obstante lo anterior, ha de reconocerse que las empresas pueden encontrarse en situaciones de muy distinta índole en lo relativo al influjo de los costes de agencia, haciendo que el reparto de dividendos no resulte tan perentorio en todos los casos. Factores que modifican esta necesidad son, a modo de ejemplo, la tasa de creci-

miento de la empresa, la variabilidad de sus resultados, el nivel de endeudamiento o el grado de dispersión de la propiedad. Todas estas circunstancias, evidentemente, pueden alterar la intensidad con que se manifiestan los problemas de agencia dentro de la empresa y originar muy variadas decisiones de reparto de beneficios como respuesta a situaciones empresariales en apariencia bastante semejantes.

3. Base de datos, metodología y modelo

La muestra que será objeto de contraste está formada inicialmente por 434 empresas españolas no financieras, abarcando un horizonte temporal comprendido entre los años 1991 y 1995. La información económico-financiera que ha servido de base para la investigación procede de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) e incluye un conjunto de empresas que recurren a mercados financieros organizados o se financian mediante deuda suscrita, al menos, por cincuenta partícipes.

Sin embargo, como quiera que los datos necesarios para los distintos análisis no se limitan a las magnitudes contables recogidas en los estados financieros, ha sido necesario recopilar otros dos tipos de información, lo que ha comportado sendas reducciones en el tamaño muestral. Por un lado, el empleo del valor de mercado de los recursos propios ha obligado a eliminar algunas de las empresas consideradas inicialmente cuyas acciones no cotizaban en la Bolsa de valores. En segundo lugar, la incorporación de datos referentes a estructura de propiedad provenientes del Registro de participaciones significativas de la CNMV provocó un nuevo recorte del número de observaciones, estableciéndose éste en 101 entidades por periodo.

La metodología seguida se estructura asimismo en una doble vertiente. Inicialmente acometeremos un análisis descriptivo del conjunto de empresas, distinguiendo aquellas que repartieron dividendos en algún ejercicio del periodo considerado de las que no lo hicieron. Para cada uno de los grupos así conformados se calcularon los valores medios de una serie de partidas contables y ratios económico-financieros, efectuándose un contraste de igualdad de medias de las cifras así obtenidas. El objetivo perseguido es el de perfilar algunas de las diferencias más notorias entre los mencionados subconjuntos y esbozar de este modo algunas pautas que sean de utilidad para la interpretación del posterior análisis explicativo. Esta segunda fase consistió primordialmente en la estimación del panel de datos anteriormente descrito. La metodología de datos de panel resulta especialmente adecuada a estos efectos y consiste en la utilización de datos procedentes de una pluralidad de observaciones individuales recogidas a lo largo de varios periodos de tiempo, constituyendo, de algún modo, una combinación de series de tiempo y de análisis de sección cruzada. Esta conjunción tiene la virtud de permitir probar algunos supuestos cuya contrastación, de otro modo, no resultaría factible por encontrarse implícitos en los propios datos.

El empleo de paneles de datos es de gran utilidad para el denominado control de la heterogeneidad inobservable constante (ARILLANO y BOVER, 1990; ARILLANO, 1993). En los casos de observaciones intertemporales en los que no se dispone de información individual existen dificultades para determinar si los coeficientes estimados responden a las características propias de las variables explicativas o, más bien, a algún factor no observable directamente, pero estrechamente correlacionado con esas variables explicativas. La utilización de datos con una sola dimensión, en consecuencia, omitiría la consideración de rasgos distintivos de cada individuo, in-

variables a lo largo del tiempo y, de alguna manera, distorsionaría las estimaciones. El empleo de datos de panel, por el contrario, sirve para lograr estimaciones consistentes, una vez que se ha realizado el tratamiento oportuno de esa especificidad individual inobservable, que se supone constante.

El panel de datos también resulta aconsejable en la especificación de modelos dinámicos, puesto que en esos casos permite combinar observaciones de un mismo individuo correspondientes a varios periodos de tiempo. Este tipo de modelizaciones puede ser de ayuda al contrastar respuestas dinámicas y procesos de ajuste prolongados a lo largo de varios periodos, como alguna vez ha sugerido la hipótesis de ajuste parcial de la política de dividendos.

En lo tocante a las variables analizadas, éstas podrían clasificarse en seis grandes grupos que pasamos a describir a continuación. En cada uno de ellos se hace referencia al posible significado que tales variables tendrán a la luz de las distintas teorías explicativas de la decisión de dividendos.

1. Variables de tamaño y crecimiento: un mayor tamaño de la empresa puede agudizar los problemas de agencia *ex post*, exigiendo un superior reparto de beneficios. Sin embargo, una mayor dimensión suele ir acompañada de una reducción de los problemas de información asimétrica, lo que constituye una interpretación de signo contrario a la anterior. A su vez, las empresas que presentan tasas más elevadas de crecimiento exigen habitualmente altas cantidades de financiación, posponiendo lógicamente la distribución de dividendos. Como variables indicadoras del tamaño y del crecimiento de la empresa hemos seleccionado:

- Logaritmo del valor contable de los activos (LOGACT).
- Logaritmo de la cifra de negocios (LOGCN).
- Logaritmo del valor de mercado de la empresa (LOGVM). Este valor se obtiene como la suma del valor contable de su deuda más el valor de mercado de sus recursos propios.
- Crecimiento del activo en dos ejercicios consecutivos (CRAC).
- Crecimiento del valor de mercado de la empresa en dos ejercicios consecutivos (CRVM).
- Ratio de valoración o cociente entre el valor de mercado de la empresa y su valor contable (VMVC). Un mayor valor de este índice reflejaría la opinión favorable de los inversores en el mercado acerca de las oportunidades futuras de crecimiento de la empresa.

2. Variables de endeudamiento: es indudable que la utilización de deuda por parte de la empresa constituye una forma de restringir la discrecionalidad en el comportamiento directivo, de modo que el reparto de dividendos no resulta tan necesario. En consecuencia, cabría esperar una relación opuesta entre distribución de beneficios y nivel de apalancamiento financiero. Los ratios elegidos para medir el *leverage* financiero son:

- Deuda bancaria/deuda total (DBDT).
- Deuda total/valor contable del activo (DACTC).
- Deuda total/valor de mercado del activo (DACTM).

3. Variables de rentabilidad: parece lógico suponer que altas tasas de rentabilidad incrementan la disponibilidad de fondos e incrementan, por consiguiente, los posibles usos alternativos de tales recursos. Entre tales usos, el reparto de dividendos constituye una opción clave, por lo que podría justificarse una eventual relación posi-

tiva entre rentabilidad de la compañía y distribución de beneficios. Las variables seleccionadas para medir los distintos aspectos de la rentabilidad son las siguientes:

- Beneficio bruto/activo total (RBACT).
- Beneficio neto de gastos financieros/activo total (RNaCT).
- Ventas/activo total (VACT).
- *Cash flow*/activo total (CFACT).
- Gastos financieros/*cash flow* (GFCF).
- Beneficio neto de gastos financieros/recursos propios (RNRP).

4. Variables de estructura de los activos: la composición de los activos de la empresa no puede ser dejada de lado ya que, por una parte, el activo fijo —y, dentro de éste, el inmovilizado material— resulta habitualmente el más específico o menos susceptible de utilización discrecional, lo que puede reducir los problemas de riesgo moral. Al mismo tiempo, los elementos intangibles de la empresa —recogidos en la partida de inmovilizado inmaterial— pueden apuntar futuras oportunidades de negocio que condicionarían la utilización de los recursos disponibles para ser distribuidos en forma de dividendos. Las variables elegidas para medir este aspecto son:

- Inmovilizado material/inmovilizado total (IMIT).
- Inmovilizado inmaterial/inmovilizado total (IIIT).
- Inmovilizado/valor contable del activo total (IACT).
- Inmovilizado/valor de mercado del activo total (IACTM).

5. Variables de liquidez: estas variables son quizás unas de las que más importancia pueden alcanzar, ya que mayores cuotas de liquidez posibilitarán una mayor capacidad de reparto de dividendos. Esta afirmación no sólo se ve sustentada por su gran congruencia intuitiva, sino que así ha sido puesto reiteradas veces de manifiesto por la literatura. Al mismo tiempo, la inclusión de este grupo de variables permite matizar el efecto de otras variables pues la necesidad de mantener un cierto nivel mínimo de liquidez puede desaconsejar la distribución de dividendos, incluso aunque los beneficios de la empresa sean suficientemente elevados. Las variables que, a nuestro juicio, resultan ilustrativas de la liquidez de la empresa son:

- Activo circulante/pasivo circulante (ACPC).
- Fondo de rotación/activo total (FRAT).
- *Cash flow*/pasivo circulante (CFPC).

6. Variables de estructura de propiedad: se incluyen aquí una serie de variables descriptivas de la distribución de propiedad y control que pueden ser condicionantes de la cifra de dividendos. Estas variables son:

- Porcentaje de propiedad poseída por el mayor accionista (C1).
- Porcentaje de propiedad poseída por los dos mayores accionistas (C2).
- Porcentaje de propiedad poseída por los cinco mayores accionistas (C5).
- Porcentaje de propiedad poseída por los miembros del consejo de administración (ALFA).

— Porcentaje de propiedad poseída por los miembros del consejo de administración una vez excluidos los consejeros interpuestos por otras sociedades (ALFAAJ).

— Variable *dummy* que indica si el principal accionista de la empresa es otra empresa nacional (OEN).

— Variable *dummy* que indica si el principal accionista de la empresa es una empresa multinacional (OEMU).

— Variable *dummy* que indica si el principal accionista de la empresa es una familia o un individuo (FAPA).

— Variable *dummy* que indica si el principal accionista de la empresa es una institución financiera (BA).

— Variable *dummy* que indica si el principal accionista de la empresa es una empresa de propiedad pública (PU).

— Variables *dummy* que indican si existe algún inversor que posea más del 50 por 100, 25 por 100, 10 por 100 ó 5 por 100 del accionariado (M50, M25, M10 y M5, respectivamente).

Todos estos factores constituyen las variables independientes que tratarán de explicar la política de dividendos llevada a cabo por la empresa española. Como expresión de esta última se utilizarán dos medidas primordialmente:

— Dividendo total/activo total (DIVACT).

— Dividendo total/recursos propios (DIVRP).

4. Análisis descriptivo preliminar

Como ya quedó dicho anteriormente, en esta primera fase de la investigación empírica se realiza un análisis de tipo descriptivo que intenta mostrar, en una primera aproximación, las diferencias más notorias entre las empresas que optaron por el reparto de dividendos y las que optaron por la retención. A tal efecto, se clasificó a las empresas de la muestra en dos grandes grupos en función de si procedieron o no a la distribución de dividendos. Los valores medios de las distintas variables objeto de análisis para las 208 observaciones integrantes del grupo de no reparto y para las 297 integrantes del grupo de reparto aparecen reflejados en el cuadro 1. En dicho cuadro también se recoge un test de medias cuyo objetivo es contrastar la hipótesis nula de igualdad de valores medios para cada una de las variables consideradas, apareciendo entre paréntesis el valor-p o nivel de significación para el que se rechaza la hipótesis nula de igualdad de medias.

El primero de los aspectos destacables a la vista de los datos reflejados en el cuadro es la influencia positiva del tamaño respecto a la decisión de reparto de dividendos; así lo ponen de manifiesto de forma unánime variables como el volumen total de activos, la facturación, el volumen total de deuda, los capitales propios o el inmovilizado neto. Tanto el tamaño en su valor absoluto como sus transformados logarítmicos (activos, cifra de negocios y valor de mercado) apuntan claramente en la dirección de que son las empresas de tamaño superior las que mayoritariamente se inclinan por el reparto de dividendos, resultado que concuerda con FAZZARI y OTROS (1988), ARRAZOLA y OTROS (1992) y ALONSO (1994).

En segundo lugar, las variables representativas de las oportunidades de crecimiento muestran una relación dispar con la política de dividendos. Aunque la importancia del inmovilizado inmaterial sobre el inmovilizado neto total o el crecimiento de los activos y/o del valor de mercado no arrojan valores significativamente distintos para las dos submuestras consideradas, el ratio de valoración es claramente superior en el grupo de empresas que repartieron dividendos. Este resultado revela que las empresas que dieron dividendos se hallan valoradas en el mercado, por término medio, un 10 por 100 por encima de su valor contable, lo que tal

CUADRO 1.—Desviación típica, media y nivel de significación para el contraste de igualdad de medias de cada variable. Las variables marcadas con (*) se expresan en millones

		div = 0		div > 0		Valor-p.
		Media	Desv. típica	Media	Desv. típica	
Tamaño	ACT (*)	47.716	100.908	204.527	533.027	1,2749 10 ⁻⁶
	LOGACT	4,2815	0,5553	4,7221	0,6926	2,2452 10 ⁻¹⁴
	CN (*)	16.866	38.810	52.071	107.515	3,7088 10 ⁻⁷
	LOGCN	3,6362	0,8427	4,0648	0,8479	1,0203 10 ⁻⁷
	VM (*)	19.770	44.859	117.788	283.435	1,2541 10 ⁻⁸
	LOGVM	4,2157	0,6039	4,7342	0,7257	5,0794 10 ⁻¹⁷
	CRAC	0,2649	2,3280	1,0454	9,9731	0,25461
	CRVM	0,4991	3,7368	2,3073	24,0289	0,26436
	VMVC	0,9313	0,4255	1,1093	0,4602	1,0456 10 ⁻⁵
	Endeudamiento	DBDT	0,4505	0,2595	0,3744	0,2792
DACTC		0,5289	0,3078	0,4056	0,1905	5,4835 10 ⁻⁷
DACTM		0,6039	0,2546	0,4178	0,2288	7,0506 10 ⁻¹⁶
Rentabilidad	RBACT	-0,0051	0,0807	0,0353	0,0498	6,0999 10 ⁻¹⁰
	RNACT	-0,0263	0,0797	0,0208	0,0523	8,8719 10 ⁻¹³
	VACT	0,3461	0,3925	0,3454	0,3275	0,98385
	CFACT	-0,0098	0,0809	0,0372	0,0556	3,0925 10 ⁻¹²
	GFCF	0,2683	5,1333	2,3048	26,6285	0,20235
	RNRP	-0,0900	0,3923	0,0018	0,6227	0,04444
Activos	IMIT	0,5969	0,3538	0,5809	0,3137	0,60155
	IIFT	0,0359	0,1153	0,0352	0,0839	0,93754
	IACT	0,5633	0,2819	0,6062	0,2434	0,07702
	IACTM	0,7103	0,5116	0,6424	0,4356	0,12067
Liquidez	ACPC	3,6493	20,9199	1,6188	1,4828	0,1656
	FRAT	0,0713	0,2579	0,1002	2,3280	0,16157
	CFPC	-0,0127	1,0377	0,2426	0,4152	0,00094
Propiedad	C1	0,4430	0,2569	0,443731	0,25865	0,97829
	C2	0,5385	0,2474	0,5392	0,2519	0,97548
	C5	0,6123	0,2336	0,6142	0,2434	0,92857
	ALFA	0,2422	0,2750	0,1816	0,2330	0,01002
	ALFAAJ	0,1155	0,1917	0,0925	0,1708	0,16907
	OEN	0,1971	0,3971	0,2357	0,4244	0,29842
	OEMU	0,3125	0,4648	0,1852	0,3884	0,00131
	FAPA	0,2837	0,4501	0,1953	0,3964	0,0236
	BA	0,1683	0,3733	0,2121	0,4088	0,21377
	PU	0,0577	0,2326	0,1987	0,3989	8,7293 10 ⁻⁷
	M50	0,3990	0,4893	0,3872	0,4871	0,78938
	M25	0,7212	0,4501	0,7273	0,4453	0,88003
	M10	0,9327	0,2499	0,9226	0,2672	0,66434
M5	0,9904	0,0973	0,9966	0,0579	0,40992	
Dividendos	DIVACT	0	0,0001	0,0207	0,0262	3,2358 10 ⁻³³
	DIVRP	0	0	0,0366	0,0502	3,0536 10 ⁻²⁹

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y elaboración propia.

vez podría interpretarse como una confirmación de los mejores proyectos de inversión que parecen tener este tipo de compañías.

Otro de los resultados reseñables consiste en la mayoritaria presencia de capitales ajenos en aquellas empresas que decidieron no repartir dividendos. El coeficiente de endeudamiento —ya se exprese sobre el volumen total de activos o sobre el volumen de capitales propios— presenta valores significativamente superiores en el grupo de no reparto. Este resultado es totalmente consistente con las predicciones teóricas formuladas en las secciones precedentes y coincide con las conclusiones alcanzadas por otros trabajos.

Asimismo, merece un comentario especial el grupo de variables relativo a la estructura de propiedad empresarial. Por una parte, las variables que miden la concentración de propiedad en manos de los principales accionistas (C1, C2 y C5) o las variables *dummy* que adoptan el valor de 1 si el principal accionista posee más de un 50 por 100, 25 por 100, 10 por 100 ó 5 por 100 no mostraron diferencias de interés entre uno y otro grupo. Si son de observar, sin embargo, algunas discrepancias en lo que al tipo de inversor se refiere, puesto que mientras las empresas de propiedad pública se inclinan preferentemente por el reparto de dividendos, en aquellas empresas cuyo principal propietario es una empresa multinacional, una familia o una persona física, la decisión adoptada se orienta hacia la retención de beneficios. En cambio, las empresas en manos de accionistas bancarios o de otro tipo de empresas no arrojaron diferencias significativas. De otro lado, las empresas en las que los consejeros tienen una mayor participación optaron por no repartir dividendos, aunque únicamente el resultado fue significativo cuando se consideró al conjunto de los consejeros, independientemente de si éstos actuaron en representación o no de otro tipo de inversores.

Finalmente, y atendiendo a variables tradicionalmente consideradas por la literatura financiera, las empresas que repartieron dividendos fueron por término medio las más rentables y las que de mayor liquidez dispusieron, si bien esta última relación sólo fue puesta de manifiesto por el cociente *cash flow*/pasivo circulante. La razón de este, en apariencia, pobre influjo de la liquidez habría que buscarla en la propia naturaleza de las variables elegidas para medir este aspecto. De todas ellas es precisamente el *cash flow* el que refleja con más fidelidad los recursos disponibles por la gerencia para usos tales como el reparto de dividendos, por lo que no puede extrañar que el citado cociente sea el que presente diferencias más acusadas entre los dos grupos.

5. Resultados de la estimación

La segunda fase de la investigación intenta ofrecer una explicación conjunta de los determinantes tanto de la decisión de repartir o no repartir dividendos como de la cuantía a distribuir. Para ello se procedió a la aplicación de la metodología de datos de panel sobre la muestra previamente descrita. Sin embargo, se debe precisar que la consideración de variables que requieren para su cálculo de datos de ejercicios anteriores (crecimiento de los activos y del valor de mercado de la empresa) obliga a prescindir de las observaciones del primero de los años. Los grupos de variables consideradas como explicativas provienen de las hipótesis subyacentes a las teorías expuestas en el apartado teórico: las teorías fiscales, asimetrías informativas y teoría de la agencia. Junto a éstas se acompañan factores ya clásicos en la literatura financiera como son los relativos a la rentabilidad, liquidez y solvencia.

Los cuadros 2 y 3 recogen los resultados más destacables de la estimación del panel para las dos variantes contempladas de la política de dividendos. Tanto en un caso como en otro el test de Hausman¹ que contrasta la existencia de efectos fijos permite aceptar la hipótesis de ausencia de correlación de los efectos fijos y las variables explicativas con un nivel de significación del 5 por 100. Y es esta razón la que motiva que las estimaciones reflejadas en los respectivos cuadros se realicen mediante el método de los mínimos cuadrados generalizados, método que se revela como el más adecuado en estos casos.

De los cuadros mencionados podemos inferir la disímil relevancia de las variables relacionadas con la dimensión y el crecimiento empresarial para la muestra objeto de estudio. Así, el logaritmo del volumen total de activos se mostró únicamente significativo en la estimación de los dividendos repartidos sobre fondos propios (cuadro 3), presentando una influencia positiva sobre los mismos². Esta relación viene a confirmar la hipótesis que desde la teoría de la agencia sostiene que son precisamente las empresas de mayor tamaño las que mayor conflictividad pueden presentar en sus relaciones contractuales y las que, por tanto, en mayor medida recurrirán al reparto de beneficios y deberán someterse consecuentemente a la disciplina de los mercados de capitales cada vez que de ellos deban recabar nueva financiación.

CUADRO 2.—*Resultados de la estimación siendo DIVACT la variable dependiente*

Variable	Coefficiente	Estadístico t	Valor-p
LOGVM	0,27617	1,31702	0,188
VMTVC	1,36313	3,92969	0,000
IMIT	-0,04590	-0,11320	0,910
DBDT	-1,03919	-2,22067	0,026
DACTC	-2,51031	-3,52971	0,000
IACTM	0,102516	0,323811	0,746
RNACT	3,89918	2,00748	0,045
CFPC	-0,113244	-0,741578	0,458
CRVM	-0,001942	-0,332948	0,739
C5	-0,005626	-1,03927	0,299
ALFAAJ	0,016263	1,96642	0,049
BA	0,579095	1,67564	0,094
M5	-1,10765	-0,509270	0,611
C	1,52456	0,630346	0,528
$R^2 = 0,170709$	Test de Hausman: 21,152		Valor-p: 0,070

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y elaboración propia.

¹ El test de Hausman se utiliza para el contraste de la hipótesis de efectos fijos vs. efectos aleatorios y se distribuye siguiendo una función chi-cuadrado de 13 grados de libertad. El valor p nos da el nivel de significación para la aceptación de la hipótesis nula de efectos aleatorios.

² Este resultado coincide con el obtenido por ARRAZOLA y otros (1992), quienes, utilizando diversas medidas tales como inversión, inmovilizado material bruto, producción o número de empleados, observaron una mayor dimensión en las empresas que decidieron el reparto de dividendos frente a las que optaron por la retención.

CUADRO 3.—Resultados de la estimación siendo *DIVRP* la variable dependiente

Variable	Coefficiente	Estadístico t	Valor-p
LOGACT	0,901483	2,09089	0,037
VMVC	2,28516	3,44153	0,001
IMIT	-0,890346	-1,09529	0,273
DBDT	-1,90266	-2,02905	0,042
DACTC	-0,328108	-0,229897	0,818
IAC TM	0,196696	0,305965	0,760
RNACT	0,747882	0,195507	0,845
CFPC	0,077220	0,253291	0,800
CRAC	-0,00163	-0,058772	0,953
C5	-0,027604	-2,01157	0,044
ALFAAJ	0,035604	2,12746	0,033
BA	1,06825	1,53991	0,124
M50	1,13995	1,63371	0,102
C	-1,83997	-0,778317	0,436
$R^2 = 0,09484$	Test de Hausman: 20,380		Valor-p: 0,086

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y elaboración propia.

En lo que a las oportunidades de crecimiento se refiere, los resultados no hacen sino confirmar plenamente las conclusiones del análisis descriptivo previo, puesto que en ningún caso las variables representativas del crecimiento o de la composición del inmovilizado arrojaron relaciones significativas con la variable dividendos. Y, al igual que en dicho análisis, es el ratio que relaciona el valor de mercado de la empresa con su valor contable el que muestra valores claramente superiores en el caso de las entidades que optaron por el reparto de dividendos, independientemente de la forma en que éstos fueron medidos. Este resultado es consistente con la hipótesis sugerida en el contexto de asimetrías informativas y que postula que los dividendos repartidos por la empresa no sólo dependen de los beneficios obtenidos en el ejercicio sino también de las expectativas sobre la rentabilidad de los futuros proyectos de inversión y que repercuten en un superior valor de mercado de la misma. Desde esta perspectiva parece lógico pensar que la capacidad de obtención de beneficios en el futuro constituye un aval de superior calidad para el reparto de dividendos que la obtención circunstancial de una rentabilidad positiva en el año en curso³.

El siguiente grupo de variables que también aparece como determinante de la política de reparto de dividendos es el relacionado con el nivel de endeudamiento. Tanto el porcentaje de deuda de procedencia bancaria, como el ratio de endeudamiento expresado como el cociente entre deuda y activo total, son las variables que el análisis mostró como más significativas. El apalancamiento financiero constituye una variable que aparece con profusión en multitud de trabajos como potencialmente explicativa de la tasa de reparto de dividendos; en línea con estos planteamientos, el signo negativo obtenido en la relación entre ambas variables —aunque única-

³ GINER y SALAS (1995) obtienen para una muestra de 73 empresas no financieras durante 25 años un resultado similar.

mente significativo cuando los dividendos aparecen divididos entre el volumen total de activos— confirma que cuanto menor es la capacidad de endeudamiento y la flexibilidad financiera empresarial, mayores son las restricciones al reparto entre los propietarios de la empresa de los recursos generados. Desde una óptica similar cabría interpretar la relación entre dividendos y deuda bancaria sobre deuda total, pues superiores cotas de esta última permiten entrever la mayor presión financiera a la que las empresas se ven sometidas respecto al reparto de dividendos.

En este caso, tanto la teoría de la agencia como la teoría de señales coinciden en su predicción acerca del signo esperado del endeudamiento, por lo que sería imposible distinguir la importancia de dicho factor en la resolución de los conflictos que tienen lugar en el seno de la empresa de su labor como transmisor de información en poder de los accionistas internos hacia los inversores externos.

Las variables pertenecientes al bloque de estructura de propiedad adoptan un protagonismo no demasiado marcado en el diseño de la política de dividendos y que, cuando menos, y teniendo en cuenta las proyecciones esbozadas en el apartado teórico, resultan ciertamente confusas. Así, únicamente para los dividendos sobre fondos propios y a un nivel de confianza del 95 por 100, el porcentaje de participación en el capital por parte de los 5 principales accionistas (C5) mantiene el signo esperado, comportando que cuanto menor es la dispersión en la propiedad accionarial menor es la necesidad de intentar resolver conflictos de agencia a través del reparto de dividendos.

Al margen de esta variable, los comportamientos esbozados en el análisis descriptivo cambian sustancialmente, puesto que el único tipo de inversor que como principal accionista incide significativamente sobre los dividendos es el bancario. Así se manifiesta en los cuadros presentados, donde se advierte que esta variable es significativa con unos niveles de confianza del 90,6 por 100 y del 87,6 por 100. De ser creíble este resultado, mientras que la presencia de deuda de carácter bancario actúa como factor de inhibición en el reparto de dividendos, su participación en el capital propio de las empresas supone un estímulo a dicho reparto. En todo caso, resulta evidente el incumplimiento de la hipótesis relativa a la existencia de clientelas fiscales, como pone de manifiesto la carencia de significación de la variable relativa a la participación de empresas, tanto nacionales como internacionales.

También es posible observar cómo la presencia de accionistas con porcentajes de participación superiores al 50 por 100 (M50) se traduce en una menor retención de los fondos generados por la empresa. En otro orden de cosas, la participación ajustada de los consejeros en el capital social demuestra un superior reparto de dividendos cuanto mayor es el valor alcanzado por dicha variable, exhibiendo valores significativos para niveles de confianza superiores al 95 por 100 en los dos casos contemplados. De este modo, cabría interpretar, en clara sintonía con las tesis de convergencia, que los consejeros propietarios, al hacerse con una mayor cuota de poder en la empresa, habrían optado por distribuir una mayor cantidad de fondos ante la mayor coincidencia de sus intereses con los del resto del accionariado.

Restaría finalmente hacer un breve comentario sobre algunas variables de corte tradicional como son las alusivas a la liquidez y a la rentabilidad. A pesar de que en el análisis descriptivo la variable *cash flow*/pasivo circulante se presentó como relevante, en esta ocasión ninguna de las medidas de liquidez inicialmente planteadas mostró una especial significación. Caso distinto lo constituye la rentabilidad, desta-

cándose la presencia de la variable R_{NACT} en el sentido apuntado por la literatura financiera y corroborando la relación positiva anteriormente encontrada entre dividendos y ratio de valoración. Podría, por tanto, afirmarse que es previsible que la capacidad de generación de beneficios se traduzca en una mayor formación de fondos propios y, consiguientemente, en una mayor flexibilidad financiera que potencie las posibilidades de distribuir dividendos por parte de la empresa.

6. Conclusiones

Desde la formulación de la tesis de irrelevancia de la política de dividendos por MILLER y MODIGLIANI en 1961, han sido innumerables los intentos llevados a cabo desde la economía financiera con objeto de desentrañar el que, en palabras de BLACK (1976), constituye uno de los *puzzles* de la teoría financiera que aún está por resolver. Aunque con el paso de los años la aseveración de BLACK no ha hecho sino confirmarse en toda su plenitud, no es menos cierto que explicaciones procedentes de enfoques tan sugerentes y novedosos como son la teoría de la agencia han contribuido con sus aportaciones a desentrañar alguno de los numerosos claroscuros que configuran esta decisión estratégica.

Nuestro trabajo constituye un intento de aclarar esta controvertida cuestión basándonos en la práctica observada por las empresas españolas. Utilizando una muestra de 101 empresas durante los años 1991 a 1995, hemos tratado de contrastar distintas explicaciones procedentes no sólo de los enfoques contractual e informativo, sino también de aquellos otros planteamientos que gozan de una mayor tradición en el seno de la economía financiera. En concreto, los factores contemplados como potencialmente explicativos de la política de dividendos se integran dentro de 6 grandes grupos: tamaño y crecimiento, endeudamiento, estructura de propiedad, estructura de los activos, rentabilidad y liquidez.

Las conclusiones más relevantes del análisis efectuado permiten entrever que la teoría de las clientelas fiscales es, de las inicialmente propuestas como teorías alternativas en la explicación de los dividendos, la que no encuentra soporte en la investigación llevada a cabo. No en vano, aunque la investigación fundamentada en el análisis de los rendimientos anormales generados en torno al día del pago del dividendo pudiera parecer un método más adecuado de análisis, los trabajos que así lo han hecho parecen llegar a conclusiones similares a la obtenida en el presente artículo. Manteniendo igualmente la coherencia con conclusiones alcanzadas por otros autores, nuestro análisis también pone de manifiesto la importancia de aspectos frecuentemente contemplados por la literatura, como son la liquidez y la rentabilidad de la empresa.

Al mismo tiempo, algunos de nuestros resultados parecen corroborar las hipótesis derivadas de la teoría de agencia, tanto en su vertiente *ex ante* como *ex post*: así lo sugiere la relación positiva con las variables tamaño y ratio de valoración, y la de signo negativo con el coeficiente de endeudamiento y la concentración de la propiedad. No obstante, esto no permite inclinarse con rotundidad por ninguna de ambas alternativas, haciéndose precisos futuros trabajos que permitan arrojar luz sobre estas y otras cuestiones.

Bibliografía

- ALONSO, C. (1994): «Estimating dynamic investment models with financial constraints», Centro de Estudios Monetarios y Financieros, *Working paper*, núm. 9418.
- AMIHUD, Y. y MURGIA, M. (1997): «Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany», *The Journal of Finance*, vol. 52, núm. 1, marzo, pp. 397-408.
- ANG, J. S. (1987): *Do dividends matter? A review of corporate dividend theories and evidence. Monograph series in Finance and Economics*, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, New York.
- ARELLANO, M. (1993): «Introducción al análisis econométrico con datos de panel», *La industria y el comportamiento de las empresas españolas. Ensayos en homenaje a Gonzalo Mato*, Alianza Editorial, Madrid, pp. 23-47.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (1990): «La econometría de datos de panel», *Investigaciones Económicas*, vol. 14, núm. 1, pp. 3-45.
- ARRAZOLA, M., DE HERVIA, J. y MATO, G. (1992): «Determinantes de la distribución de dividendos», *Investigaciones Económicas*, vol. 16, núm. 2, pp. 235-258.
- AZOFA, V. (1986): «Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes», *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, núm. 1, pp. 257-274.
- BASARRATE, B. (1988): «El efecto tamaño y la imposición sobre dividendos y ganancias de capital», *Investigaciones Económicas*, vol. 12, pp. 225-242.
- BASARRATE, B. y RUBIO, G. (1989): «La valoración de los dividendos en relación a las ganancias de capital: un estudio del comportamiento del precio de las acciones en el día del pago del dividendo», *Revista de Economía Pública*, vol. 3, pp. 31-51.
- BERGÉS, A. (1984): «Teoría de la empresa y valoración de los dividendos en el mercado español de capitales», *Información Comercial Española*, núm. 611, pp. 79-86.
- BHATTACHARYA, S. (1979): «Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy», *Bell Journal of Economics*, vol. 10, núm. 1, pp. 259-270.
- BHATTACHARYA, S. (1980): «Nondissipative signalling structures and dividend policy», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 95, núm. 1, pp. 1-24.
- BLACK, F. (1976): «The dividend puzzle», *Journal of Portfolio Management*, vol. 2, núm. 2, pp. 5-8.
- EASTERBROOK, F. H. (1984): «Two agency-cost explanations of dividends», *American Economic Review*, vol. 74, núm. 4, pp. 650-659.
- ESPITIA, M. y RUIZ, F. J. (1996): «El efecto informativo del anuncio de dividendos en el mercado de capitales español», *Investigaciones Económicas*, vol. 20, núm. 3, pp. 411-422.
- FAZZARI, S. M., HUBBARD, R. G. y PETERSEN, B. C. (1988): «Financing constraints and corporate investment», *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 141-195.
- FONSECA, F. (1997): *¿Actúan los dividendos como señal?: Un contraste basado en los cambios de la fiscalidad en España (1985-1995)*, Tesina CEMFI núm. 9702.
- GINER, E. y SALAS, V. (1995): «Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles», *Investigaciones Económicas*, vol. 19, núm. 3, pp. 329-348.
- GONZÁLEZ, F. (1993): *La valoración de los dividendos por el mercado de capitales: asimetría informativa y clientelas fiscales*, Tesis doctoral, Universidad de Oviedo.
- GONZÁLEZ, F. (1996): «El efecto precio de la política de dividendos: hacia una integración de los paradigmas de señales y agencia», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 25, núm. 88, pp. 581-606.
- GONZÁLEZ, F. (1995): «La reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos: la evidencia empírica en el mercado español de valores», *Investigaciones Económicas*, vol. 19, núm. 2, pp. 249-268.

- GUTIÉRREZ, J., RODRÍGUEZ, J. M. y VALLELADO, E. (1989): «La política de dividendos en los bancos privados españoles: modelos de comportamientos», *Investigaciones Económicas*, Suplemento, pp. 127-133.
- LANG, L. y LITZENBERGER, R. H. (1989): «Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?», *Journal of Financial Economics*, vol. 24, núm. 1, pp. 181-191.
- MILLER, M. y MODIGLIANI, F. (1961): «Dividend policy, growth, and the valuation of shares», *Journal of Business*, vol. 34, núm. 4, pp. 411-433.
- MILLER, M. y SCHOLES, M. S. (1972): «Dividends and taxes: some empirical evidence», *Journal of Political Economy*, vol. 6, núm. 4, pp. 1118-1141.
- RODRÍGUEZ, J. M. (1987): «Discusión teórica y evidencia empírica acerca de la política de dividendos (Una larga saga en pliego de cordel)», *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, núm. 2, pp. 9-34.
- RODRÍGUEZ, J. M. (1988): «La decisión de distribuir dividendos: investigación empírica en la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, vol. 12, núm. 2, pp. 243-258.