

La política de dividendos de las empresas españolas: un ajuste parcial al objetivo de reparto

JOSÉ MARÍA DíEZ ESTEBAN
y ÓSCAR LÓPEZ DE FORONDA PÉREZ

Área de Economía Financiera y Contabilidad
Departamento de Economía y Administración de Empresas
Universidad de Burgos

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es verificar si la dirección de la empresa orienta su política de dividendos hacia el mantenimiento de una tasa de reparto de beneficios (*target payout ratio*), tal y como se plantea en el modelo de Lintner (1956), o si la situación económica y financiera de la empresa hace que el ajuste a dicha tasa de reparto se produzca sólo parcialmente. Los resultados obtenidos nos permiten afirmar que las empresas ajustan parcialmente su tasa de reparto de dividendos en función de su situación económico-financiera y de sus políticas de inversión y financiación. De este modo, podemos concluir que los argumentos de la teoría financiera de la agencia resultan muy adecuados para recomponer el puzzle de los dividendos y para evaluar y elaborar las políticas de reparto de las organizaciones.

ABSTRACT

The objective of this paper is to verify whether the management of the firm focuses its dividends policy towards the maintenance of a target payout ratio as stated by the Lintner's model or the economic and financial situation of the firm leads to a partial adjustment of this ratio. Obtained results let us assure that the firms partially adjust their target payout ratio depending on their economic and financial situation and their finance and investment policies. To summarise, we conclude that the key points of the agency theory are very adequate to solve the dividends puzzle and to evaluate and to elaborate the organizations sharing policies.

1. INTRODUCCIÓN

El efecto que la política de reparto de dividendos de la empresa tiene en su valor de mercado sigue siendo, a tenor del gran número de trabajos sobre esta cuestión que han sido publicados en los últimos años, uno de los temas que más interés suscita en el campo de las finanzas empresariales.

En uno de los primeros trabajos en los que se analizan las políticas de dividendos de las empresas, Lintner (1956) afirma que las empresas establecen a largo plazo un coeficiente objetivo de reparto de dividendos (*target payout ratio*) definido como un porcentaje sobre el beneficio obtenido y que una vez fijado son reacias a modificarlo¹. Hasta donde hoy conocemos, la mayoría de los directivos se marcan alguna *ratio* objetiva, aunque no la apliquen mecánicamente a los beneficios anuales obtenidos por sus empresas. Esta política de reparto de dividendos nace de la creencia que la eliminación de fluctuaciones bruscas en el pago de dividendos por parte de las empresas facilita el ajuste de las pautas temporales de consumo-inversión de sus accionistas y les evita ciertos costes de transacción en los que incurrían si el flujo de dividendos fuese cambiante.

Otros autores, en cambio, consideran que las políticas de reparto de dividendos de las empresas vienen determinadas por los problemas informativos y contractuales que existen entre los agentes económicos que las forman y que dichas políticas están relacionadas con sus opciones de crecimiento² (Gaver y Gaver, 1993; Barclay, Smith y Watts, 1995).

Ambas posturas, independientemente de las conclusiones a las que llegan, tratan de responder a dos cuestiones claves relativas a las políticas de reparto de dividendos por parte de las empresas: si esta decisión financiera repercute o no en sus valores de mercado y cuáles son sus factores determinantes. En el presente estudio optamos por plantear y contrastar empíricamente una serie de hipótesis sobre cuáles son los factores que explican las políticas de reparto de dividendos de las empresas no financieras españolas. En concreto, si estas empresas basan sus políticas de dividendos en el mantenimiento de una determinada *ratio* objetiva de reparto de beneficios (*target payout ratio*), o si intentan ajustar en cada período dicha política a la *ratio* objetiva desea-

¹ Los directivos al establecer la política de dividendos de sus empresas tienen en cuenta las políticas de dividendos de empresas de igual tamaño y de similares características y lo hacen por la importancia que dan al mantenimiento de su puesto de trabajo (Koutsoyiannis, 1982).

² Sin embargo, en un trabajo reciente, Fama y French (1998) concluyen que las políticas de reparto de dividendos de las empresas no se acomodan a sus políticas de inversión, sino que siguen un proceso de ajuste a una *ratio* objetiva.

da, pero su situación económica y financiera hace que tal ajuste se produzca sólo parcialmente³.

El presente trabajo se articula de la siguiente forma. En la próxima sección se realiza una sucinta revisión de las diversas teorías planteadas para explicar las políticas de reparto de dividendos de las empresas. En el epígrafe tercero se plantea un modelo generalizado de ajuste parcial, cuya contrastación empírica se realiza, utilizando la metodología de datos panel, a una muestra de empresas no financieras españolas. La información, para el período 1990-1997 se ha obtenido de la base de datos Global Vantage. Posteriormente se analizan los resultados y se sintetizan las conclusiones obtenidas en este estudio.

2. LA DISCUSIÓN DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN LA INVESTIGACIÓN

En su conocida tesis de la irrelevancia de la política de dividendos de la empresa, Modigliani y Miller (1961) afirman que, en mercados de capitales perfectos, el valor de mercado de una empresa es independiente de su políticas de dividendos. Sin embargo, las imperfecciones que existen en los mercados de capitales reales como los impuestos, los costes de transacción, los costes de agencia y las asimetrías informativas, hacen que las políticas de reparto de dividendos de las empresas sean relevantes para sus valores de mercado.

Una primera imperfección de los mercados de capitales que ha sido objeto de estudio por sus efectos sobre la relevancia o no de la política de reparto de dividendos de las empresas para sus valores de mercado, es el hecho de que los dividendos se hallan sujetos a unos tipos de gravamen más elevados que las ganancias de capital, lo que provoca una preferencia de los accionistas por la segunda fuente de obtener riqueza. Brennan (1970) afirma que los accionistas prefieren las ganancias de capital a los dividendos debido a la existencia de asimetrías fiscales y que las empresas que reparten mayores dividendos deben realizar ampliaciones de capital para mantener su nivel de financiación propia, lo que las obliga a incurrir en elevados costes de emisión de nuevas acciones. Sin embargo, trabajos posteriores muestran que existe una fuerte relación positiva entre la rentabilidad total esperada antes de impuestos y la rentabilidad por dividendos⁴ (Black y Scholes, 1974; Litzenberger y Ramaswamy, 1979).

³ El primer planteamiento estaría en línea con los postulados de Lintner (1956) y de la Teoría Financiera Moderna y el segundo con los de la Teoría Financiera de la Agencia.

⁴ En el trabajo de Black y Scholes (1974) no hay evidencia de que las diferencias en rentabilidad de los dividendos conduzcan a diferencias en rentabilidad total de las acciones. La de-

Una segunda imperfección de los mercados de capitales objeto de análisis es la existencia de diferencias de información y los conflictos de intereses entre los grupos participantes en la empresa, que pueden determinar que la decisión de reparto de dividendos influya sobre las expectativas de ganancia de los inversores, tal y como sugiere la teoría positiva o financiera de la agencia.

Cuando la información asimétrica origina problemas de selección adversa, 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 (Ambarish, John y Williams, 1987; John y Lang, 1991; Michaely, 1996). Otros autores consideran, sin embargo, que los dividendos carecerían de efecto informativo si no fuese por los mayores tipos impositivos que imponen a los accionistas de la empresa (Bhattacharya, 1979; John y Williams, 1985; Bernheim, 1991; Bernheim y Wantz, 1995).

El potencial conflicto de intereses entre los directivos y los accionistas de las empresas puede afectar también a sus políticas de dividendos. En concreto, los gerentes pueden usar los flujos libres de tesorería para satisfacer sus propios intereses y no los de los accionistas. Ante problemas de riesgo moral, un mayor reparto de dividendos se traduce en una menor discrecionalidad de los directivos sobre los recursos disponibles y en una mayor necesidad de acudir a los mercados de capitales (Rozeff, 1982). Por ello, los accionistas son favorables a mayores repartos de dividendos que hagan converger la conducta de los directivos hacia sus propios intereses, de modo que la disminución de los costes de agencia asociada a la distribución de beneficios sea suficiente como para compensar los mayores costes fiscales y de transacción que este reparto provoca. Por otro lado, el pago regular de los dividendos evita que los poseedores de obligaciones —bonos— ganen frente a los de acciones, ya que es posible que varíe el riesgo de la empresa y el impacto que la deuda pueda tener sobre las decisiones de inversión⁵ (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Lang y Litzenberger, 1989; Yoon y Starks, 1995).

saparición de la desventaja impositiva de los dividendos en relación a las ganancias de capital ha llevado a varios autores a investigar si esta nueva situación impositiva ha hecho cambiar las actitudes de las corporaciones y los inversores hacia los dividendos (Robin, 1991; Michaely, 1991). En Alemania, donde las desventajas impositivas no son tan importantes, Amihud y Murgía (1997) sugieren otras razones, aparte de los impuestos, para explicar el reparto de dividendos de las compañías.

⁵ Estos dos últimos trabajos tratan de contrastar la teoría del *free cash flow vs.* la teoría de señales con la idea de que empresas en períodos de crecimiento tendrá una política de dividendos dirigida más a enviar señales positivas al mercado que a disminuir la discrecionalidad de los directivos. En todo caso, los resultados obtenidos son divergentes, por lo que será necesario realizar más estudios para sacar conclusiones definitivas.

En ambos casos, los problemas reseñados responden a un mismo fenómeno de asimetría en el reparto de la información entre agentes económicos que hace conveniente un análisis conjunto de dichos problemas en un escenario más realista que permita contrastar empíricamente la hipótesis de que la política de dividendos transmite información relevante al mercado, modificando incluso la percepción que los inversores tienen sobre la empresa.

Otro planteamiento alternativo para explicar las políticas de reparto de dividendos por las empresas considera la existencia de un orden preferencial en las diferentes fuentes de fondos que utilizan las empresas, dentro de lo cual los recursos generados por las empresas tienen preferencia sobre la financiación externa a la hora de asignar recursos financieros a los proyectos de inversión (Myers, 1984). Desde la óptica de esta teoría, cuando los recursos generados por una empresa aumentan, la respuesta de su política de reparto de dividendos será de signo opuesto; es decir, los dividendos pagados disminuirán.

En los últimos años, los investigadores tratan de comprobar si el modelo de reparto de dividendos en las empresas es el mismo en diversos países, o si bien los diferentes marcos institucionales en los que éstas operan influyen en sus políticas de distribución de beneficios (La Porta y otros, 1998; Aivazian, Booth y Clearly, 1999).

Para Dewenter y Warther (1998), los menores conflictos de agencia que existen en las empresas japonesas en comparación con las compañías estadounidenses determinan sus políticas de reparto, por lo que afirman que las diferencias que existen entre las estructuras organizativas que se dan en ambos países afectan a las decisiones adoptadas por las empresas en materia de dividendos.

3. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

3.1. Planteamiento del modelo y definición de variables

El modelo que utilizamos en este trabajo para contrastar empíricamente las hipótesis que planteamos sobre los factores que determinan la política de reparto de dividendos, parte del propuesto por Lintner (1956); sin embargo, consideramos que, debido a la existencia de asimetrías informativas, a la separación entre propiedad y control y a los conflictos de intereses que se producen entre sus miembros, la empresa opta por seguir una política de dividendos asimétrica, en la que existe un parámetro b , que añadido a la tasa de reparto r , refleja cómo la distribución de dividendos varía en el tiempo. Por ello, estimamos que

es necesario plantear un modelo de ajuste parcial en el que se incluyan valores retardados de la variable a explicar⁶.

$$DIV_t = \alpha + brBN_t + (1 - b) DIV_{t-1} + \mu_t \quad (1)$$

donde:

- α : constante.
- r : *ratio* objetiva de reparto de beneficios (*target payout ratio*).
- b : coeficiente de ajuste.
- BN_t : beneficios netos obtenidos en el período t .
- DIV_t, DIV_{t-1} : dividendos pagados en los períodos t y $t-1$.
- μ_t : perturbación aleatoria del modelo.

Sin embargo, la política de reparto de dividendos de una empresa puede también variar como consecuencia de los cambios en su situación económico-financiera derivados de variaciones en el nivel y en la composición de su endeudamiento y en el volumen de sus inversiones.

Para establecer *a priori* cuáles son los factores que determinan las tasas de reparto de dividendos de las empresas recurrimos a los postulados de la teoría financiera de la agencia. La inclusión de estas variables, en el modelo a contrastar empíricamente, nos permitirá establecer si la política de reparto de dividendos de las empresas transmite información relevante al mercado y si sus decisiones de inversión, financiación y dividendos de las empresas están interrelacionadas, o si, por el contrario, estas decisiones son independientes entre sí, tal y como afirman Miller y Modigliani (1958).

Los factores que, en el marco teórico de la teoría financiera de la agencia, se consideran explicativos de la política de reparto de dividendos de una empresa son los dividendos que pagó en el período anterior, los beneficios netos que obtiene en el período, sus oportunidades de crecimiento y su nivel de endeudamiento.

En el modelo se incluyen las oportunidades de crecimiento de la empresa porque consideramos que permiten aproximar los problemas de información asimétrica que en ella existen⁷. La relación entre la *ratio* objetiva de

⁶ Este modelo ha sido aplicado por Gutiérrez, Rodríguez y Vallelado (1984) para estudiar la política de dividendos de los bancos privados españoles.

⁷ Para que el estudio fuese más completo habría sido necesario incluir un factor relacionado con la estructura de gobierno de la empresa en el que el grado de concentración accionarial, la participación de los directivos o de corporaciones bancarias en la propiedad de la empresa pue-

reparto de beneficios fijado por la empresa y su nivel de deuda muestra la influencia que la decisión de dividendos tiene en los conflictos de intereses que existen entre sus directivos, sus accionistas y sus acreedores y la relación que existe entre su decisión de reparto de dividendos y sus decisiones de financiación.

La introducción en el modelo básico de ajuste parcial de variables adicionales para explicar las políticas de dividendos adoptadas por las empresas se efectúa a través de una serie de *ratio* por razones de normalización. Para normalizar las variables, Giner y Salas (1995) utilizan el activo total de la empresa a precios de reposición. López y Rodríguez (1998) usan tanto el activo total de la empresa como sus recursos propios. En este trabajo se opta por emplear los recursos propios por dos razones: la primera, porque se incluye la *ratio* valor de mercado-valor contable de la empresa y porque el apalancamiento financiero se calcula como la relación que existe entre la deuda y los recursos propios de la empresa. La segunda razón, consecuencia de la anterior, es porque los beneficios de la empresa se plantean en términos de rentabilidad. En concreto, se utiliza la rentabilidad financiera que relaciona los beneficios netos de la empresa (variable que también aparece en el modelo de ajuste parcial) con sus recursos propios. Con ello se consigue que las variables del modelo (salvo la variable activos que se aproxima mediante el logaritmo del valor contable de los activos de la empresa) tengan semejante criterio de normalización.

El modelo generalizado de ajuste parcial que va a ser objeto de contrastación empírica en este trabajo es el siguiente:

$$DIV_t = \alpha + \beta_1 DIV_{t-1} + \beta_2 ROE_t + \beta_3 MB_t + \beta_4 L_t + \beta_5 LOGACT_t - \mu_t \quad (2)$$

donde:

- DIV_t : tasa de reparto de dividendos del período es el cociente entre los dividendos repartidos y los recursos propios de la empresa
- ROE_t : *ratio* de rentabilidad financiera es el cociente entre los beneficios netos y el valor contable de los recursos propios de la empresa.
- DIV_{t-1} : tasa de reparto de dividendos del período anterior es el cociente entre los dividendos repartidos en el período anterior y el valor contable de los recursos propios de la empresa en dicho período.

den ser factores relevantes para la decisión de reparto de dividendos, como postula la literatura. El hecho de no incluirlo se debe a que este trabajo no es definitivo, sino que se engloba en otro que está todavía en proceso.

- MB_t : *ratio* valor de mercado-valor contable es el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor contable de sus recursos propios.
- L_t : nivel de endeudamiento es el cociente entre el valor contable de la deuda de la empresa y el valor contable de sus recursos propios.
- $LOGACT_t$: es una variable de control calculada como el logaritmo neperiano del valor contable de los activos de la empresa.

3.2. Hipótesis a contrastar

El presente trabajo tiene como objetivo analizar si el modelo generalizado de ajuste parcial planteado tiene un poder explicativo mayor que el modelo de Lintner (1956) y contrastar empíricamente las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1

La política de reparto de dividendos de una empresa busca mantener una ratio objetiva de reparto de beneficios, pero esta política no es absolutamente rígida, tal y como sugiere Lintner, sino que se ajusta, al menos parcialmente, a su situación económica y financiera.

Una segunda hipótesis hace referencia a que un aumento de la rentabilidad financiera de la empresa incrementará sus fondos propios y, por tanto, sus posibilidades para financiar sus inversiones sin la necesidad de acudir a los mercados de capitales⁸. En consecuencia, consideramos que un aumento de la rentabilidad financiera de la empresa provoca que ésta reparta menos dividendos y destine esos recursos a financiar sus inversiones.

Hipótesis 2

Las empresas que obtienen una mayor rentabilidad financiera reparten menos dividendos que las empresas con una menor rentabilidad financiera.

En una tercera hipótesis suponemos que las empresas que tienen mayores oportunidades de crecimiento necesitan más fondos con los que financiar los proyectos que acometerán en el futuro y, por tanto, es probable que autofinan-

⁸ Estas inversiones serán principalmente en activos intangibles, ya que es más habitual recurrir a los recursos ajenos para adquirir activos tangibles.

cien buena parte del proyecto. Este hecho, en línea con lo que se plantea en la hipótesis 2, reduce los fondos disponibles para pagar dividendos.

Hipótesis 3

Las empresas con mayores oportunidades de crecimiento reparten menos dividendos que las empresas con menores oportunidades de crecimiento.

La cuarta hipótesis a contrastar es que a medida que se incrementa el apalancamiento financiero de una empresa, aumenta su riesgo financiero y se reduce, por tanto, su capacidad para acudir a los mercados de capitales en busca de financiación adicional. Al tener que recurrir a la financiación interna, disminuyen los fondos disponibles para repartir entre sus accionistas. Además, el incremento del apalancamiento financiero de la empresa reduce la necesidad de recurrir a la política de dividendos como forma de transmitir señales a los mercados de capitales.

Hipótesis 4

Las empresas que tienen un mayor apalancamiento financiero reparten menos dividendos que las empresas con un menor apalancamiento financiero.

La significatividad de las variables independientes del modelo generalizado de ajuste parcial nos llevaría a considerar que éste tiene un mayor poder explicativo que el modelo de Lintner (1956) y nos permitiría verificar que la decisión de reparto de dividendos tiene contenido informativo y que está interrelacionada con las otras decisiones financieras.

3.3. Selección de la muestra y fuentes de información

La investigación empírica se realiza para empresas no financieras españolas utilizando información recogida en la base de datos Global Vantage⁹. Esta

⁹ Este trabajo se engloba dentro de una investigación más amplia cuyo objetivo es realizar un estudio comparativo de las políticas de reparto de dividendos adoptadas por empresas pertenecientes a diferentes países. La elección de la base de datos Global Vantage, en vez de la base de datos de la CNMV que resulta más completa para el caso español y nos hubiese permitido realizar la investigación con una muestra más amplia, se debe a que su uso nos facilita las comparaciones internacionales, que es, en definitiva, el objetivo del proyecto en marcha.

base de datos, en el período comprendido entre 1990-1997, contiene información sobre 113 empresas. Sin embargo. La inclusión en el modelo de la variable valor de mercado-valor contable nos obliga a utilizar sólo empresas cuyas acciones se negociaron durante ese período en la Bolsa de Madrid. Este hecho reduce la muestra disponible a sesenta empresas.

3.4. Metodología empleada

La contrastación empírica del modelo utilizado para analizar los factores determinantes de las políticas de dividendos de los bancos de la muestra disponible, se realiza utilizando la metodología de datos de panel que permite conocer de forma individualizada los valores que una serie de variables toman a lo largo del tiempo¹⁰. La utilización de esta técnica, aunque tiene múltiples ventajas frente al análisis de corte de transversal, también plantea diversos problemas. El más importante es la existencia de efectos inobservables constantes correlacionados con las variables explicativas que provocan que los estimadores mínimos cuadrados ordinarios sean inconsistentes.

Una posible solución sería recurrir a la estimación intragrupos, pero estos estimadores únicamente son consistentes cuando las variables explicativas consideradas en el modelo son exógenas, es decir, no están correlacionadas con la perturbación aleatoria del modelo. En nuestro caso, la existencia tanto de efectos individuales como de problemas de endogeneidad entre las variables explicativas del modelo, nos lleva a considerar las variables en primeras diferencias y a estimar los parámetros del modelo mediante el método generalizado de momentos¹¹.

La existencia de una variable explicativa censurada (los dividendos son una variable censurada, ya que no toman valores negativos ni superiores a uno) obliga a recurrir al procedimiento *tobit*, lo que complicaría en gran medida el análisis.

Una alternativa es obtener, en una primera etapa, valores de la variable dependiente a partir de las estimaciones anuales del modelo de ajuste parcial descrito en la ecuación (1), con las variables en niveles y utilizando la me-

¹⁰ El panel de datos utilizado se caracteriza por ser incompleto o no balanceado. En concreto, la variante de panel de datos que se elige para este trabajo es la denominada micropanel; es decir, un conjunto de datos en el que la dimensión dominante corresponde al número de individuos, resultando el número de períodos sensiblemente inferior.

¹¹ La estimación de los parámetros del modelo ha sido realizada utilizando el programa DPD (Dynamic Panel Data), escrito por Arellano y Bond (1988).

metodología *tobit*. Una vez obtenidos estos valores, se sustituye con ellos los de la variable original en el panel de datos y se procede a estimar el modelo generalizado en la ecuación (2) como si el problema de censura de datos no existiera¹².

4. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

En las tablas I a VIII se muestran las estimaciones que, utilizando la metodología *tobit*, se obtienen de los coeficientes del modelo de ajuste parcial descrito en la ecuación (1). En ellos se puede observar que la variable dividendos del período anterior tiene coeficientes estadísticamente significativos al 99% en todos los períodos analizados y que los coeficientes de la variable rentabilidad financiera son estadísticamente significativos al 90% y 95%, excepto en los años 93 y 94.

En una segunda etapa, tras obtener los valores transformados de la variable dependiente, aplicamos la metodología de datos de panel, para estimar el modelo generalizado de ajuste parcial, obteniendo los resultados que aparecen en la tabla IX.

El test de Wald nos permite el contraste de la hipótesis de nulidad de todos los coeficientes, salvo el término constante. Este estadístico se distribuye según una función χ^2_r con un número de grados de libertad igual al número de coeficientes estimados. El valor p representa el máximo nivel de significación para el que se rechaza la hipótesis nula de ausencia de significación conjunta de todos los regresores. Los tests de Wald que utilizamos son: SC (para contrastar la significatividad conjunta de todas las variables explicativas) y DA (para contrastar la significatividad conjunta de las variables ficticias anuales). Los resultados obtenidos muestran la significatividad conjunta de todas las variables explicativas y la de las variables ficticias anuales.

El test de Sargan o test de condiciones de sobreidentificación nos permite contrastar la hipótesis nula de que las restricciones de sobreidentificación empleadas son válidas; esto es, que los instrumentos utilizados en la estimación del modelo son válidos. Este estadístico se distribuye según una función χ^2_r , siendo r el número de condiciones de sobreidentificación; es decir, la diferencia entre el número de condiciones de ortogonalidad y el número de coeficien-

¹² Esta solución, propuesta por Arellano y Bover (1988), ha sido aplicada en estudios realizados en el mercado español por autores como Giner y Salas (1995) y Lozano, De Miguel y Pindado (1999).

**MODELO DE AJUSTE PARCIAL
COEFICIENTES OBTENIDOS POR EL MÉTODO TOBIT**

TABLA I (1990)		TABLA V (1994)	
Variables		Variables	
CONSTANTE	0,04077655*** (0,010733)	CONSTANTE	-0,0036529 (0,005454)
ROE	-0,0152835** (0,081729)	ROE	0,0184797 (0,025206)
DIV(-1)	0,69432119*** (0,144359)	DIV(-1)	0,9259485*** (0,142418)
TABLA II (1991)		TABLA VI (1995)	
Variables		Variables	
CONSTANTE	0,00754319 (0,007194)	CONSTANTE	0,00982815** (0,004485)
ROE	0,04635151** (0,01884)	ROE	-0,0125493* (0,012778)
DIV(-1)	0,67608813*** (0,155744)	DIV(-1)	0,75159052*** (0,105729)
TABLA III (1992)		TABLA VII (1996)	
Variables		Variables	
CONSTANTE	0,00915229 (0,007549)	CONSTANTE	0,00418808 (0,004617)
ROE	0,06289202*** (0,017354)	ROE	-0,0068562 (0,008551)
DIV(-1)	0,95998256*** (0,162029)	DIV(-1)	0,58547942*** (0,113266)
TABLA IV (1993)		TABLA VIII (1997)	
Variables		Variables	
CONSTANTE	0,00327125 (0,007148)	CONSTANTE	-0,0071505 (0,00704)
ROE	-0,0042453 (0,003512)	ROE	-0,02386559* (0,026423)
DIV(-1)	0,41034958*** (0,134782)	DIV(-1)	0,98438848*** (0,195855)

Entre paréntesis, la desviación estándar de los coeficientes estimados de las variables.

*** Significatividad al 99%. — ** Significatividad al 95% — * Significatividad al 90%.

TABLA IX
Factores determinantes de la política de dividendos de las empresas

VARIABLES	
CONSTANTE	0,007393*** (6,516895)
DIVIDENDOS (-1)	0,2326*** (8,202612)
ROE	-0,000454*** (-9,565853)
VALOR DE MERCADO / VALOR CONTABLE	-0,001459*** (-18,333017)
LEVERAGE	-0,000567*** (-11,970506)
LOGACTIVOS	0,001781*** (2,604067)
Test de Wald (SC)	1217,73 (5)***
Test de Wald (DA)	1398,04 (6)
Test de Sargan	52,521553 (97)
m_1	-0,525 (58)
m_1	0,104 (47)

Todas las estimaciones se realizan en dos etapas con matrices de covarianzas y errores estándares robustos a la presencia de heterocedasticidad. Entre paréntesis aparece el valor del estadístico.

***, **, *, indican variables estadísticamente significativas al 99%, 95% y 90%, respectivamente.

— El test de Wald para contrastar la significación conjunta de variables explicativas. Bajo la hipótesis nula de no relación entre variables, el estadístico se distribuye como una χ^2 . Los grados de libertad figuran entre paréntesis.

— El test de Sargan para contrastar la validez de los instrumentos utilizados. Bajo la hipótesis nula de validez de los instrumentos, el estadístico se distribuye como una χ^2 . Los grados de libertad figuran entre paréntesis.

— Los tests m_1 y m_2 para detectar la eventual autocorrelación serial de primer y segundo orden de los errores del modelo. Bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación los estadísticos se distribuyen según una función normal tipificada.

tes estimados. Los resultados del test reflejan la validez de los instrumentos utilizados en la estimación del modelo.

Los tests m_1 y m_2 permiten detectar la eventual autocorrelación serial de primer y segundo orden. Los estadísticos que se distribuyen según una función normal tipificada, siendo la hipótesis nula la ausencia de correlación (Arellano y Bonds, 1991). Los resultados obtenidos en el test m_1 y en el test m_2 reflejan que no existe ni autocorrelación de primer orden ni autocorrelación de segundo orden.

Los resultados recogidos en el tabla IX muestran, en primer lugar, que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre los dividendos pagados por las empresas de nuestra muestra en un período y los dividendos que pagan en el período siguiente. Observamos, también, una relación negativa y estadísticamente significativa entre los beneficios netos obtenidos por las empresas y los dividendos que reparten. Estos resultados nos llevan a afirmar que una mayor disponibilidad de fondos propios por parte de las empresas reduce los dividendos que pagan con el fin de disponer de una mayor autofinanciación y, por tanto, que la segunda hipótesis que hemos planteado en este estudio se verifica.

El coeficiente asociado a la variable valor de mercado-valor contable es, tal y como suponíamos en la hipótesis 3, negativo y estadísticamente significativo. Los resultados obtenidos reflejan que las empresas con oportunidades de crecimiento y, por tanto, mayores necesidades de financiación reparten menos dividendos hasta el punto que el aumento en la generación de beneficios no provoca mayores pagos de dividendos¹³. Esto supone que los pagos por dividendos no se incrementan en las empresas con posibilidades de crecimiento y que esta decisión financiera no ayuda a identificar qué empresas pueden tener futuras ganancias.

En cuanto a la variable apalancamiento financiero, obtenemos un coeficiente negativo y estadísticamente significativo, resultado que coincide con el esperado a tenor de la hipótesis 4, en la suponíamos que las empresas con mayor nivel de endeudamiento reparten menos dividendos, ya que consideramos que ambas decisiones financieras actúan como mecanismos alternativos para restringir la posible discrecionalidad de los directivos en el uso de los flujos libres de tesorería.

La relación negativa entre la variable tamaño y la decisión de dividendos pone de manifiesto que la mayor dimensión de las empresas reduce sus pro-

¹³ De Angelo, De Angelo y Skinner (1996) obtienen idénticos resultados en una muestra de 145 empresas estadounidenses.

blemas de información asimétrica (Aidvazian, Booth y Cleary, 1999), lo que hace que sea menos necesario el uso de los dividendos como mecanismos para reducirlos¹⁴.

La significatividad de las variables incluidas en el modelo, objeto de contrastación empírica, nos permite aceptar la hipótesis de que en su política de reparto de dividendos las empresas no aplican rígidamente una *ratio* objetiva de reparto de beneficios, sino que tienen en cuenta variables relacionadas con su situación económica y financiera.

5. CONCLUSIONES

Los resultados obtenidos en la contrastación empírica del modelo que hemos planteado nos permiten afirmar que para las empresas no financieras españolas que componen la muestra objeto de estudio, la política de reparto de dividendos es una decisión financiera que no sólo refleja la información ya transmitida por los beneficios como plantea el modelo de Lintner (1956), sino que condiciona, además, el valor que el mercado asigna a sus acciones y que se adapta, al menos de manera parcial, a su situación económico y financiera.

Los factores explicativos de las políticas de reparto de dividendos de estas empresas son sus oportunidades de crecimiento y su rentabilidad. Las empresas rentables, de mayor tamaño y con proyectos de inversión tienden a bajar los *payouts* para poder financiar dichas inversiones con los recursos que generan. Por ello, se puede afirmar que existe una interrelación entre la decisión de dividendos y la de inversión.

Por otra parte, la relación obtenida entre el apalancamiento de la empresa y su política de reparto de dividendos nos muestra que la decisión de financiación y la de dividendos actúan como mecanismos alternativos para reducir los problemas de agencia de la empresa porque envían señales al mercado sobre su situación al tiempo que reducen los problemas de riesgo moral, al disminuir los flujos libres de tesorería que podrían ser usados de manera discrecional por los directivos. Desde esta perspectiva, por tanto, podríamos afirmar también que las empresas más endeudadas se encuentran sometidas a una mayor presión fiscal, por lo que tenderán a reducir sus tasas de reparto para poder hacer frente a las obligaciones contraídas.

¹⁴ En esta última relación, otros autores, por el contrario, han obtenido una influencia positiva entre la dimensión de la compañía y el reparto de dividendos, al provocar mayores problemas *ex post* en estas empresas, por lo que recurrirán a la decisión de dividendos para paliar el posible aumento de las asimetrías informativas.

Por todo ello, consideramos que los resultados obtenidos respaldan las proposiciones de la teoría financiera de la agencia y que sus argumentos resultan muy adecuados para recomponer el puzzle de los dividendos y para evaluar y elaborar las políticas de reparto de las organizaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- ADVAIZAIN, V.; BOOTH, L., y CLEARLY, C. (1999): *Signaling, Dividends and Financial Structure: Implications from Cross Country Comparisons*, Rotman School of Management, University of Toronto, Working Paper.
- AGRAWAL, A., y JAYARAMAN, N. (1994): «The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Flow Cash Flow Theory», *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, n.º 2, pp. 139-148.
- AHARONY, J., y SWARY, I. (1980): «Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis», *The Journal of Finance*, vol. 35, n.º 1, pp. 1-12.
- AMBARISH, R.; JOHN, K., y WILLIAMS, J. (1987): «Efficient Signaling with Dividends and Investment?», *The Journal of Finance*, vol. 42, n.º 2, pp. 321-343.
- AMIHUD, Y., y MURGIA, M. (1997): «Dividends, Taxes and Signaling: Evidence from Germany», *The Journal of Finance*, vol. 52, n.º 1, pp. 397-408.
- ARELLANO, M. (1992): *Introducción al Análisis Econométrico con Datos de Panel*, Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9222.
- ARELLANO, M., y BOND, S. (1988): *Dynamic Panel Data Estimation Using DPD. A Guide for Users*, Institute for Fiscal Studies, Working Paper n.º 88/15.
- ARELLANO, M., y BOND, S. (1991): «Some Tests of Specification for Panel Data. Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations», *Review of Economic Studies*, vol. 58, n.º 2, pp. 277-297.
- ARELLANO, M., y BOVER, O. (1990): «La Econometría de Datos de Panel», *Investigaciones Económicas*, vol. 14, n.º 1, pp. 3-45.
- AZOFRA V., y FERNÁNDEZ, A. I. (1999): Las Finanzas Empresariales 40 Años después de las Proposiciones MM. Teorías y Realidades», *Papeles de Economía Española*, n.º 78-79, pp. 122-144.
- BARCLAY, M.; SMITH, C., y WATTS, R. (1995): «The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n.º 4, pp. 4-19.
- BERGÉS, A. (1984): «Teoría de la Empresa y Valoración de los Dividendos en el Mercado Español de Capitales», *Información Comercial Española*, n.º 611, pp. 79-86.
- BERNHEIM, B. D. (1991): «Tax Policy and the Dividend Puzzle», *Rand Journal of Economics*, vol. 22, n.º 4, pp. 455-476.

- BERNHEIM, B. D., y WANTZ, A. (1995): «A Tax Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis», *American Economic Review*, vol. 85, n.º 3, pp. 532-551.
- BHATTACHARYA, S. (1979): «Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand” Fallacy», *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, n.º 1, primavera, pp. 259-270.
- BHATTACHARYA, S. (1980): «Nondissipative Signaling Structure and Dividend Policy», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 95, n.º 1, pp. 1-24.
- BLACK, F., y SCHOLES, M. (1973): «The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns», *Journal of Financial Economics*, vol. 1, n.º 1, pp. 1-22.
- BRENAN, M. J. (1970): «Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy», *National Tax Journal*, vol. 23, n.º 4, pp. 417-427.
- DE ANGELO, H.; DE ANGELO, L., y SKINNER, D. J. (1996): «Reversal of Fortune. Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth», *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n.º 3, pp. 341-371.
- DEWENTER, K., y WARTER, V. A. (1998): Dividends. Assymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S.». *The Journal of Finance*, vol. 53, n.º 3, pp. 879-904.
- EASTERBROOK, F. H. (1984): «Two Agency-Cost Explanation of Dividends», *American Economic Review*, vol. 74, n.º 4, pp. 650-659.
- FAMA, E., y FRENCH, K. (1998a): *Investment Dividends, Debt and Earnings*, University of Chicago, Graduate School of Business, Working Paper.
- FAMA, E., y FRENCH, K. (1998b): «Taxes, Financing Decisions, and Firm Value», *The Journal of Finance*, vol. 53, n.º 3, pp. 819-843.
- GAVER, J. J., y GAVER, K. M (1993): «Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n.º 1-2-3, pp. 125-160.
- GINER, E., y SALAS, V. (1995): «Explicaciones Alternativas para la Política de Dividendos: Análisis Empírico con Datos Empresariales Españoles», *Investigaciones Económicas*, vol. 19, n.º 3, pp. 329-348.
- GORDON, M. (1959): «Dividends, Earnings, and Stock Prices», *Review of Economics and Statistic*, vol. xx, pp. xxx-xxx.
- GUTIÉRREZ, J.; RODRÍGUEZ, J. M., y VALLELADO, E. (1989): «La Política de Dividendos de los Bancos Privados Españoles: Modelos de Comportamiento», *Investigaciones Económicas*, vol. 13, suplemento, pp. 127-133.
- HANSEN, L. P. (1982): «Large Sample Properties of Generalized Methods of Moments Estimators», *Econometrica*, vol. 50, n.º 4, pp. 1029-1054.
- JENSEN, M. (1986): «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *American Economic Review*, vol. 76, n.º 2, pp. 323-329.
- JENSEN, G. R.; SOLBERG, D. P., y ZORN, T. S. (1992): «Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n.º 2, pp. 247-263.

- JOHN, K., y LANG, L. (1991): «Insider Trading Around Dividend Announcements: Theory and Evidence», *The Journal of Finance*, vol. 46, n.º 4, pp. 1361-1389.
- JOHN, K., y WILLIAMS, J. (1985): «Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium», *The Journal of Finance*, vol. 40, n.º 4, pp. 1053-1070.
- LANG, L., y LITZENBERGER, R. H. (1989): «Dividend Announcements. Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis?», *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n.º 1, pp. 181-191.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. (2000a): «Agency Problems and Dividends Around the World», *The Journal of Finance*, vol. 55, n.º 1, pp. 1-33.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. (2000b): «Investor Protection and Corporate Governance», *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n.º 1-2, pp. 3-27.
- LINTNER, J. (1956): «Distribution of Incomes of Corporations among Dividend, Retained Earnings, and Taxes», *American Economic Review*, vol. 46, n.º 2, pp. 97-113.
- LITZENBERGER, R. H., y RAMASWAMY, K. (1979): «The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices», *Journal of Financial Economics*, vol. 7, n.º 2, pp. 163-195.
- LITZENBERGER, R. H., y RAMASWAMY, K. (1980): «Dividends, Short Selling Restrictions, Tax-induced Investor Clientele and Market Equilibrium», *The Journal of Finance*, vol. 35 n.º 2, pp. 469-482.
- LITZENBERGER, R. H., y RAMASWAMY, K. (1982): «The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?», *The Journal of Finance*, vol. 37, n.º 2, pp. 429-443.
- LÓPEZ, F., y RODRÍGUEZ, J. (1998): «La Decisión de Dividendos en la Empresa Española: Un Contraste de Teorías Alternativas», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, vol. 3, n.º 1, pp. 29-44.
- LOZANO, E.; DE MIGUEL, A., y PINDADO, J. (1999): «El Papel de los Dividendos en las Empresas Reguladas», IX Congreso Nacional de Acede, Burgos.
- MICHAELY, R. (1991): «Ex-dividend Day Stock Prices Behaviour; The Case of 1986 Tax Reform Act», *The Journal of Finance*, vol. 46. n.º 3, pp. 845-859.
- MICHAELY, R.; THALER, R. H., y WOMACK, K. L. (1996): «Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?», *The Journal of Finance*, vol. 50, n.º 2, pp. 573-608.
- MILLER, M. H. (1998): «The M&M Propositions 40 Years Later», *European Financial Management*, vol. 4, n.º 2, pp. 113-120.
- MILLER, M. H., y MODIGLIANI, F. (1961): «Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares», *Journal of Business*, vol. 34, n.º 4, pp. 411-433.
- MILLER, M. H., y SCHOLES, M. S. (1978): «Dividends and Taxes», *Journal of Financial Economics*, vol. 6, n.º 4, pp. 333-364.
- MILLER, M. H., y ROCK, K. (1985): «Dividend Policy under Asymmetric Information», *Journal of Finance*, vol. 40, n.º 4, pp. 1031-1051.

- MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48, n.º 3, pp. 261-297.
- MYERS, C. (1984): «The Capital Structure Puzzle», *The Journal of Finance*, vol. 39, n.º 3, pp. 575-592.
- RAJAN, R. G., y ZINGALES, L. (1995): «What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data», *The Journal of Finance*, vol. 50, n.º 5, pp. 1421-1460.
- ROBIN, A. J. (1991): «The Impact of the 1986 Tax Reform Act on Ex-dividend Day Returns», *Financial Management*, vol. 20, n.º 1, pp. 60-70.
- ROZEFF, M. (1982): «Growth, Beta, and Agency Costs as Determinant of Dividend Payout Ratios», *Journal of Financial Research*, vol. 5, n.º 3, pp. 249-259.
- YOON, P. S., y STARKS, L. T. (1995): «Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements», *The Review of Financial Studies*, vol. 8, n.º 4, pp. 995-1018.