

**FACTORES EXPLICATIVOS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS:
EVIDENCIAS EMPÍRICAS EN MERCADOS BURSÁTILES EUROPEOS**

García-Borbolla Fernández, Amalia

Tel.: 956015424

amalia.borbolla@uca.es

Larrán Jorge, Manuel

Tel.: 956015431

manuel.larran@uca.es

Universidad de Cádiz

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.

Departamento de Economía de la Empresa.

Glorieta Carlos Cano, s/n 11002 Cádiz

Fax: 956 015386

FACTORES EXPLICATIVOS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: EVIDENCIAS EMPÍRICAS EN MERCADOS BURSÁTILES EUROPEOS

El presente trabajo, pretende dar respuesta, desde una perspectiva positivista, a los factores que permiten explicar la política de dividendos seguida por las empresas europeas. En concreto, y dado que nuestra muestra está conformada por observaciones pertenecientes a distintos países europeos estudiaremos si las diferentes características institucionales de los mismos influyen en dicha decisión. Asimismo, trataremos de identificar las características económico-financieras que mejor diferencian a las empresas en función de la decisión adoptada. A su vez, también estamos interesados en analizar el papel que juegan la teoría de señales y la teoría de la agencia en el volumen de dividendos repartidos.

Los resultados obtenidos, además de confirmar en general la importancia de las variables clásicas propuestas por Lintner (1956) en los países que constituyen la muestra de estudio, evidencian que la liquidez, salvo en Reino Unido, y el endeudamiento, salvo en Alemania y Holanda, no ejercen influencia alguna sobre el volumen de dividendos repartidos. Sin embargo, se observa el atributo de señal que poseen los dividendos en los países de influencia anglosajona, Holanda y Reino Unido, y en Francia e Italia, países de influencia continental.

PALABRAS CLAVE: Política de dividendos, señales informativas, mercado de capitales.

FACTORES EXPLICATIVOS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: EVIDENCIAS EMPÍRICAS EN MERCADOS BURSÁTILES EUROPEOS

1. INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas la política de dividendos seguida por las empresas ha sido un tema que ha suscitado mucho interés entre los teóricos y analistas financieros. En los últimos cincuenta años un gran número de investigadores ha tratado de dar respuesta a una serie de interrogantes relacionados con dicha decisión, los cuales resumimos a continuación:

¿Cómo están relacionados los precios de las acciones con el nivel de dividendos?

¿Qué motivos justifican la utilización del pago de dividendos líquidos como medio de retribuir a los accionistas, en detrimento de otras formas posibles de retribución?

¿Cuáles son los factores determinantes de la cuantía de dividendos distribuidos?

La tercera cuestión, la cual abordaremos en el presente trabajo, pretende dar respuesta, desde una perspectiva positivista, a las variables o factores que permiten explicar y predecir la política de dividendos seguida por las empresas europeas.

En concreto, dado que en todos los países europeos analizados en un trabajo previo, salvo en España¹, los dividendos, en un modelo de valoración donde aparece también como variable explicativa los resultados del ejercicio, se han mostrado relevantes, podemos afirmar que además de los factores establecidos por Lintner (1956), los cuales están relacionados con los beneficios generados en el pasado, otros ligados a la posible existencia de asimetrías informativas, los cuales otorgarían relevancia valorativa a los dividendos en un modelo de valoración, influyen en la política de dividendos establecida por las compañías.

¹ En García-Borbolla, Larrán y Rees (2001) donde estaban presentes todos los países aquí analizados, salvo España, se evidenció que el dividendo era una variable relevante para explicar el valor de mercado de las acciones. Posteriormente, aunque en aras a la brevedad no se muestran aquí los resultados, se aplicó el modelo a una muestra de empresas españolas evidenciándose que cuando los dividendos aparecían junto a los resultados del ejercicio no se mostraban significativos.

En el presente trabajo, tras llevar a cabo una revisión bibliográfica de los trabajos empíricos acometidos en torno a dicha cuestión, se mostrará el estudio empírico, el cual se va a dividir en muestra, variables, metodología y resultados, reservando la última parte a las conclusiones finales del estudio empírico.

2. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA PREVIA

Lintner (1956) fue uno de los pioneros en analizar la política de dividendos seguida por las empresas. Este autor sostenía que la política de dividendos únicamente dependía del nivel de beneficios pasados y presentes de la empresa. No obstante, una vez establecidos los mismos, eran conservados “rígidamente” por los directivos a lo largo del tiempo, por lo que ni las inversiones ni las necesidades de capital afectaban a la decisión de dividendos presentes.

Tras este trabajo inicial, numerosos trabajos empíricos posteriores han intentado contrastar la posible influencia de dichas variables y algunas más en el volumen de dividendos repartido por las compañías. Centrándose en el sector de energía eléctrica, Dhrymes y Kurz (1964) evidenciaban que el pago de dividendos estaba influenciado por variables no consideradas por Lintner (1956), tales como la magnitud de las inversiones, el endeudamiento a largo plazo, el tamaño de la empresa, y el control ejercido sobre la misma². Azofra De Miguel (1990)³ analizando una muestra de 87 empresas españolas, evidencian que además de las variables propuestas por Lintner, el nivel de endeudamiento y el volumen de inversión están relacionadas positivamente y negativamente, respectivamente, con el volumen de dividendos distribuido por las empresas. No obstante, Behm y Zimmerman (1993) al contrastar empíricamente el modelo de Lintner para el caso alemán, si bien obtienen una relación positiva entre los resultados y el volumen de dividendos del presente ejercicio, encuentran una relación negativa entre éstos y el volumen de dividendos distribuidos en el ejercicio precedente. La influencia de la liquidez, medida en un sentido dinámico, o a través del flujo de tesorería procedente de las operaciones, ha sido investigada por Charitous y Vafeas (1998), los cuales llegan a la conclusión de que el flujo de tesorería procedente de las

² Si está o no dominada por otra empresa.

³ Para el caso español posteriormente, Nuñez Niequel (1994) llega a la conclusión de que la variable que más influye en el nivel de reparto de dividendos es la rentabilidad obtenida por la empresa y en menor medida la eficiencia y la estructura financiera de que disponga la empresa. Espitia Escuer y Ruiz Cabestre (1995) evidencian que la variable más influyente en la decisión de reparto es el beneficio generado en el período t , seguida del ratio pay-out del sector en primer lugar, y en segundo lugar, del beneficio obtenido en el período precedente.

operaciones condiciona el volumen de reparto de dividendos, negativamente, en aquellas circunstancias donde la empresa ve reducida notablemente su liquidez.

En un estudio más reciente, Beiner (2001) para un conjunto de empresas suizas, puso de manifiesto que el volumen de dividendos obtenido dependía positivamente de los dividendos del ejercicio precedente, y negativamente de las oportunidades de inversión, del ratio de endeudamiento y del tamaño de la empresa.

En una línea diferente, se halla otro conjunto de contrastes cuyo punto de partida es la admisión de las distintas imperfecciones en los mercados de capitales, y más en concreto de las distintas asimetrías informativas que en su seno se producen. Bradley, Capozza y Seguin (1998) investigan a través de la volatilidad del flujo de tesorería si la teoría de señal y de la agencia influyen en el volumen de dividendos fijado por la empresa. En este sentido, argumentan que los directivos, al temer que los inversores consideren que la mayor volatilidad en los flujos de tesorería obedezca a un empleo indebido de fondos, bajo la teoría de la agencia, repartirán mayores dividendos. No obstante, bajo la teoría de señales, la volatilidad de los dividendos influiría negativamente en el volumen de dividendos repartidos, dada la reluctancia a reducir dividendos por parte de la empresa. Aplicando el modelo a 75 empresas comprendidas en el período 1985-1992, llegaron a la conclusión que la teoría de señales es la predominante en la relación anterior. En la misma línea que el trabajo anterior, López y Rodríguez (1999) analizan los factores que inciden en la distribución de dividendos considerando las implicaciones que en tal decisión pudieran tener las imperfecciones derivadas de la teoría de la agencia y de la teoría de señales. A tal fin examinaron 434 empresas correspondientes al período 1991-1995. Específicamente analizan variables relacionadas con el tamaño y crecimiento, endeudamiento y rentabilidad, estructura de activo, liquidez, y estructura de la propiedad. Los resultados de su estudio ponen de manifiesto que el tamaño ejerce una influencia positiva sobre el volumen de dividendos repartidos, lo cual confirmaría la hipótesis subyacente en la teoría de la agencia relativa a que las empresas de mayor tamaño son las que mayor conflictividad pueden presentar en sus relaciones contractuales. La variable resultante de dividir el valor de mercado entre el valor contable de la empresa se mostró significativa cuando se analizó la incidencia de las oportunidades de crecimiento en el volumen de dividendos repartidos. Ello sería consistente con la teoría de señales, al observarse que los dividendos repartidos no solo dependen del beneficio obtenido en el presente ejercicio, sino que los

futuros proyectos de inversión condicionarían el nivel de reparto. A su vez, se observa que la utilización de deuda restringe la discrecionalidad directiva, haciendo menos necesario el reparto de dividendos. Sin embargo, las variables relativas a la estructura de propiedad no mostraron un claro comportamiento. Además, si bien las variables relacionadas con la liquidez no fueron significativas, las variables referidas a la rentabilidad de la empresa fueron positivas y significativas.

Una contribución más reciente a la literatura de la agencia desde una perspectiva internacional fue la ofrecida por La Porta, López, Shleifer y Visny (2000). Según ellos, a través del pago de dividendos los directivos devuelven los beneficios de la empresa a los accionistas minoritarios en lugar de explotarlos en beneficio privado. Realizaron la hipótesis de una relación entre políticas de dividendos y la protección ofrecida por el sistema legal a los accionistas minoritarios en alguno de los siguientes casos: que los dividendos sean el resultado de un sistema eficaz de protección legal en el cual los accionistas minoritarios utilicen sus poderes legales para forzar a las empresas a distribuir dividendos, o los dividendos sean un sustituto de la protección legal del inversor o, en otras palabras, los dividendos protegen a los inversores en un entorno en el que tienen poca protección legal. En su estudio empírico compararon las políticas de dividendos de 4103 empresas pertenecientes a 33 países distintos clasificados en función de la protección legal hacia el inversor. Para ello, segmentaron la muestra en dos grupos, países con una fuerte protección legal hacia los accionistas minoritarios, o países anglosajones en general, y países en los que la protección legal hacia el inversor es débil, países regidos por el derecho civil. Los resultados del estudio respaldaban la primera de las hipótesis mencionadas: las empresas en países de mayor protección legal hacia el inversor pagan mayores dividendos. Además, se observa que las empresas de crecimiento más rápido en estos países pagan unos dividendos relativamente inferiores a los que pagan las empresas de crecimiento menor. En este sentido, La Porta et al. afirman que ello probablemente es debido a que al estar los accionistas bien protegidos por el sistema legal, están dispuestos a esperar dividendos futuros si la empresa posee buenas oportunidades de inversión. Sin embargo, en los países con menor protección legal hacia el inversor, los inversores exigen el pago de dividendos siempre que pueden obtenerlos. Al hilo de lo anterior, Azofra, Díez y López (2001) llevaron a cabo un estudio con objeto de analizar si la política de dividendos es rígida, y viene determinada exclusivamente por los dividendos del ejercicio precedente y por los resultados del

presente ejercicio, o si por el contrario, además de dichas variables, factores ligados a las distintas imperfecciones del mercado (teoría de señales y teoría de la agencia, básicamente), y a la pertenencia a un país de influencia continental o influencia anglosajona repercuten en dicha decisión. Para llevar a cabo lo anterior seleccionan a un conjunto de empresas no financieras de distintos países, unos de influencia anglosajona (Estados Unidos, Reino Unido y Canadá) y otros de influencia continental (España, Alemania, Italia, Francia y Japón) durante el período 1991-1998. Los resultados del estudio evidenciaron que los factores establecidos por Lintner (1956), dividendos del período precedente y beneficios del período deflactados por el volumen de activo, siguen ejerciendo una influencia notoria en el establecimiento de la política de dividendos. En todos los países analizados se constata que incrementos de rentabilidad vienen acompañados por aumentos en los dividendos distribuidos, en el caso de los países de influencia anglosajona, se justificaría por el deseo de satisfacer a los accionistas y por ende, mantener una buena reputación en el mercado, y en los países de influencia continental, el razonamiento se fundamentaría en la disminución de la discrecionalidad directiva que traería consigo dicha decisión. Sin embargo, si bien los dividendos del período precedente influyen negativamente en los dividendos distribuidos durante este ejercicio en los países de influencia anglosajona (al evidenciarse un aumento en las recompras de acciones), en los países de influencia continental, al ser en algunos países ilegal la recompra de acciones, los dividendos del ejercicio precedente están relacionados positivamente en los dividendos del presente ejercicio. Por otra parte, se muestra que la decisión de endeudamiento, y la decisión de distribución de dividendos, son mecanismos alternativos para restringir la discrecionalidad de los directivos pues en todos los países analizados las compañías con alto nivel de endeudamiento reparten un menor volumen de dividendos, aunque en el caso de los países de influencia anglosajona no es significativa⁴. Además, en ambas submuestras las oportunidades de crecimiento, influyeron negativamente sobre el volumen de dividendos repartidos. El porcentaje de acciones poseído por los directivos limita el conflicto de intereses entre accionistas y directivos, reduciendo por lo tanto, la necesidad de incrementar dividendos con objeto de disminuir los conflictos de agencia. En los países de influencia anglosajona, el porcentaje de acciones poseído por inversores institucionales disminuye las asimetrías de información existente y, por lo

⁴ Los autores del estudio lo justifican por una posible definición incorrecta de la variable.

tanto, la utilización de los dividendos como señal para reducir las asimetrías informativas existentes entre los insiders y outsiders pierde relevancia. No obstante, en los países de influencia continental, la presencia de los inversores institucionales trae consigo la distribución de unos mayores dividendos. A su vez, se observa como el tamaño incide negativamente en dicha decisión en ambos subgrupos de países, lo cual justifican en base a la reducción global de asimetrías informativas que trae consigo el incremento de tamaño.

Tras el análisis de algunos de los estudios empíricos que han tratado de investigar los factores determinantes de la política de dividendos de la empresa, el trabajo empírico que proponemos a continuación, va a tratar de dar respuesta a los principales factores que determinan la política de dividendos seguida por la empresa, con objeto de ayudar a dilucidar la validez de las distintas explicaciones que se han formulado en torno a la política de dividendos.

Al igual que Azofra et. al. (2001) adoptaremos una perspectiva internacional, considerando dos países de carácter anglosajón (Holanda y Reino Unido) y el resto (Alemania, España, Francia, Italia y Suiza) de influencia continental, pero a diferencia de Azofra et al. incluiremos además a Suiza, y excluirémos a Estados Unidos y Canadá, dado que la base de datos que nos ha servido de referencia, EXTEL, solo contempla países europeos. Por otra parte, tal como se verá cuando se haga alusión a las variables incluidas en el modelo, diferiremos de las empleadas por Azofra et al. (2001). En efecto, excluirémos variables relativas al porcentaje de propiedad poseído por determinados inversores al no estar presente dicha información en la base de datos mencionada con anterioridad. No obstante, introduciremos una variable clásica en la literatura en la determinación de la política de dividendos empresarial, como la liquidez, omitida en el estudio precedente, y dos variables ligada a la teoría de señales, las cuales justificaremos en un apartado posterior: los resultados del próximo ejercicio y el ratio resultante de dividir el valor de mercado de las acciones por el valor contable de los fondos propios de la misma.

3. ESTUDIO EMPÍRICO

3.1 INTRODUCCIÓN

El estudio empírico que planteamos lo vamos a estructurar en dos fases. En una primera fase llevaremos a cabo un análisis descriptivo con objeto de mostrar, en una primera aproximación las diferencias más notorias de las empresas que optaron por el

reparto de dividendos y las que optaron por la retención. A tal efecto se clasificó la muestra en dos grandes grupos en función de si procedieron o no a la distribución de dividendos. Para cada uno de los dos grupos así conformados se calcularon los valores medios de una serie de partidas contables y ratios económicos-financieros, efectuándose un contraste no paramétrico (Mann-Whitney/Wilcoxon) con objeto de estudiar si las dos submuestras proceden o no de la misma población.

La segunda fase de la investigación pretende dar una visión conjunta de los determinantes tanto de la decisión o no de repartir dividendos, como de la cuantía a distribuir. Emplearemos por consiguiente el análisis multivariante, utilizando una regresión logística cuando la variable dependiente sea una variable ficticia, y recurriremos a la regresión lineal múltiple cuando el objetivo de estudio sea el análisis de los factores determinantes de la cuantía de dividendos a distribuir.

3.2. MUESTRA

Dado que en este estudio empírico se pretende, entre otras cuestiones, justificar la relevancia valorativa de los dividendos analizando los factores que condicionan la decisión de reparto, la muestra objeto de estudio es la que se ha empleado para contrastar lo anterior en un trabajo previo⁵. En concreto, la muestra final está formada por 16.170 observaciones⁶, distribuidas de la siguiente forma:

TABLA A: MUESTRA FINAL POR PAÍSES

PAIS	Nº Observaciones
Alemania	1.931
España	769
Francia	2.431
Holanda	1.110
Italia	936
Suiza	1.157
Reino Unido	7.836

3.3 VARIABLES Y METODOLOGÍA

Tal como comentamos con anterioridad, la metodología seguida se estructura en una doble vertiente. Inicialmente, acometeremos un análisis descriptivo del conjunto de

⁵ Para analizar los pasos seguidos hasta obtener las observaciones finales, véase el trabajo García-Borbolla, Larrán y Rees (2001) acerca de la relevancia valorativa de los dividendos.

⁶ Las 15 observaciones que se han eliminado proceden de empresas en las no se disponía información para alguno de las variables empleadas en el análisis multivariante.

empresas ubicadas en los diferentes países analizados, distinguiendo, a su vez, aquellas que repartieron dividendos en algún ejercicio del horizonte temporal estudiado, de aquellas que no lo hicieron. Para cada uno de los grupos así configurados se calcularon los valores medios, mediana y desviación típica de cada una serie de partidas contables y ratios económicos-financieros. Asimismo, se llevó a cabo un contraste de igualdad de medianas a través del test de Mann-Witney/Wilcoxon.

En concreto, las variables a las que nos referimos son las siguientes (Tabla B⁷):

AC/PC: Ratio de solvencia. Resultado de dividir el activo circulante entre el pasivo circulante.

Bt: Beneficio por acción correspondiente al ejercicio t.

Bt+1: Beneficio por acción correspondiente al ejercicio t+1

Dt-1: Dividendos por acción propuestos con cargo al beneficio de t-1

Dt: Dividendos por acción propuestos con cargo al beneficio de t

El número de acciones por las que se han deflactado estas variables es el existente en t-1, con objeto de evitar que cualquier alteración en el número de acciones entre t-1 y t pueda distorsionar los resultados.

FA/ACTIVO: Ratio de endeudamiento definido por el resultante de dividir los fondos ajenos entre el volumen de activo total.

LOG Activo: Logaritmo del activo total. Se utiliza con objeto de contemplar el efecto que el tamaño posee sobre la política de dividendos de la empresa.

MV/FP: Ratio resultante de dividir el valor de mercado de las acciones entre el valor contable de los fondos propios de la empresa. Nos va a servir para medir las expectativas de beneficios a largo plazo que posee la empresa.

En una segunda fase se llevó a cabo la estimación de dos modelos, para cada uno de los siete países considerados. Específicamente, al radicar el objetivo del primer modelo en determinar los factores que determinan que las empresas repartan o no dividendos, utilizaremos un modelo de regresión logística donde la variable dependiente es una variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa opta por repartir dividendos, y

⁷ La cual figura en el anexo (apartado 6).

0 en caso contrario, y las variables independientes, cada una de las variables anteriormente mencionadas.

Sobre la base de lo anterior, el primer modelo queda constituido cómo sigue:

$$Dt \text{ dummy} = a*Bt + b*D_{t-1} + c*FA/ACTIVO + d*LOG \text{ ACTIVO} + e*AC/PC + f*B_{t+1} + g*MV/FP$$

Sin embargo, al residir el objetivo del segundo modelo en investigar las variables que inciden en el volumen de dividendos repartidos por la empresa, emplearemos un modelo de regresión lineal corregido por el test de White⁸, el cual a diferencia del modelo anterior toma como variable dependiente el volumen de dividendos correspondientes al ejercicio t, Dt. En efecto, el modelo al que nos referimos es el siguiente:

$$Dt = a*Bt + b*D_{t-1} + c*FA/ACTIVO + d*LOG \text{ ACTIVO} + e*AC/PC + f*B_{t+1} + g*MV/FP$$

3.4 HIPÓTESIS

En lo tocante a las hipótesis de partida, la justificaremos en base a las variables mencionadas con anterioridad:

Tamaño: En relación a la influencia del tamaño sobre el volumen de dividendos distribuidos, a priori desconocemos cual será el efecto final sobre el volumen de dividendos distribuidos, dado que desde el punto de vista de la teoría de la agencia, las empresas más grandes pueden agudizar los problemas de agencia, ya que es más difícil que exista un accionista que posea participación mayoritaria en la empresa, y que por lo tanto pueda implicarse en su gestión. Sin embargo, la teoría de señales predice un comportamiento contrario al anterior, ya que en las mismas existen menos problemas de información asimétrica, al estar más controladas por los distintos agentes que actúan en el mercado, por lo que esperamos una relación opuesta a la anterior: que las empresas más grandes repartan menos dividendos.

En base a lo anterior, la hipótesis relativa a la influencia del tamaño sobre el volumen de dividendos repartidos queda redactada cómo sigue:

⁸ Tras la comprobación previa en cada uno de los modelos de la existencia de heterocedasticidad.

La dimensión de la empresa afecta al volumen de dividendos repartidos por la empresa, puesto que la misma sirve para aminorar los problemas de agencia y/o de información asimétrica que tienen lugar en el seno de la empresa

Endeudamiento: Puesto que pensamos que la utilización de la deuda constituye una forma de restringir la discrecionalidad latente en el comportamiento de la dirección haciendo menos necesario el reparto de dividendos, esperamos una relación inversa entre el volumen de dividendos distribuidos y el nivel de endeudamiento alcanzado. En base a lo anterior, contrastaremos la siguiente hipótesis:

La utilización de deuda por parte de los directivos, al reducir los costes de agencia, hace menos necesario la distribución de dividendos por parte de la empresa.

Liquidez: En principio, pensamos que unas mayores cuotas de liquidez posibilitarán un mayor reparto de dividendos. En este sentido la hipótesis queda definida en los siguientes términos:

La liquidez de la empresa está relacionada positivamente con el reparto de dividendos de la empresa.

Beneficio generado en el ejercicio: En relación al mismo pensamos que cuanto mayores sean los beneficios obtenidos mayor disponibilidad de fondos existirá, incrementándose de ese modo el uso alternativo de recursos por parte de la empresa. Entre ellos, los dividendos constituirían una alternativa posible el reparto de dividendos, por lo que desde este punto de vista, podría fundamentarse una relación positiva entre el volumen de dividendos obtenidos y el beneficio del ejercicio:

El beneficio obtenido está relacionado positivamente con el volumen distribuido en forma de dividendos.

Dividendos propuestos con cargo al resultado del ejercicio precedente: Dado que los directivos son reacios a la reducción de dividendos, de manera que la variación experimentada en los dividendos viene dada por el resultado de aplicar un factor, velocidad de ajuste, a la diferencia entre el dividendo objetivo, y el dividendo del ejercicio inmediatamente anterior, la hipótesis a contratar sería la siguiente:

El volumen de dividendos distribuidos en el ejercicio precedente afecta positivamente al volumen de dividendos distribuidos en el presente ejercicio.

Variables ligadas a la teoría de señales: beneficios del próximo ejercicio y ratio resultante de dividir el valor de mercado entre los fondos propios.

Nosotros consideramos que si los directivos tienen en cuenta a la hora de fijar los dividendos futuros no sólo el resultado actual, sino el resultado futuro, a un año, y a largo plazo, que existirá una relación positiva entre el beneficio futuro y el volumen de dividendos distribuidos. Es decir, en un contexto de asimetrías informativas los dividendos repartidos no sólo dependen de los beneficios obtenidos en el ejercicio sino también de las expectativas de rentabilidad de los futuros proyectos de inversión que repercuten en un mayor valor de mercado de la misma, y que hace a los resultados del próximo ejercicio y al ratio Market to Book, variables determinantes en la decisión de dividendos tomada por la empresa.

Siguiendo este argumento, proponemos que el contenido de la hipótesis referida a estas variables venga establecida del siguiente modo:

Los resultados del próximo ejercicio y el ratio market to book afectan positivamente al volumen de dividendos establecidos por la empresa.

3.5 RESULTADOS

3.5.1 Análisis descriptivo

El primero de los aspectos destacables a la vista de los datos reflejados en la tabla 1, es la influencia positiva del tamaño en todos los países analizados respecto a la decisión de reparto de dividendos. Así lo ponen de manifiesto la variable resultante de transformar logarítmicamente el volumen de activo de la empresa. En efecto, tanto considerando la media como la mediana dicha variable presenta un valor superior en las empresas que reparten dividendos. De igual forma, el contraste de Mann-Whitney/Wilcoxon también se mostró significativo en la totalidad de países analizados. Esto concuerda con los resultados alcanzados por la gran mayoría de los estudios empíricos que han investigado el signo y la relevancia de dicha variable en la decisión de distribuir dividendos (Dhrymes y Kurz, 1964; Adedeji, 1998; etc)

En segundo lugar, la variable representativa de los beneficios a largo plazo de la empresa, variable ligada a la teoría de señales, tal cómo comentamos con anterioridad, la cual viene dada por el ratio resultante de dividir el valor de mercado por los fondos propios, es superior para aquellas empresas que reparten dividendos frente a las que no

lo reparten, tanto cuando se considera la media como cuando se emplea la mediana⁹, lo cual en principio pudiera ser indicativo de los mejores proyectos de inversión que pudieran tener las empresas que reparten dividendos. Estos resultados son similares a los alcanzados para el caso español por López et al. (1999). Del mismo modo, en todos los países analizados, los resultados del próximo ejercicio se mostraron más elevados para las empresas que repartieron dividendos que para aquellas que no distribuyeron cuantía alguna en forma de dividendos.

Otro de los resultados alcanzados hace referencia al mayor endeudamiento que presentan aquellas empresas que deciden no repartir dividendos, en todos los países que constituyen la muestra objeto de estudio, ya se mida por la media o por la mediana. Asimismo, el test de Mann-Whitney/Wilcoxon en todos los países, salvo en Reino Unido, se mostró significativo. En relación a esto último, Azofra et al. (2001) obtienen que en los países de influencia anglosajona el ratio de endeudamiento no es significativo, y ello lo justifican en base una posible definición incorrecta del mismo¹⁰.

Si analizamos las variables clásicas que más han sido estudiadas en la investigación empírica realizada hasta la fecha, rentabilidad y liquidez, observamos en relación a la primera, que al igual que las conclusiones alcanzadas por todos los trabajos que han incluido esta variable, que las empresas que reparten dividendos son más rentables en relación a las que no reparten, en todos los países analizados. Igualmente, el test de Mann-Witney se mostró significativo en todos los países objeto de estudio. En línea con este argumento, Azofra et al. (2001) afirman que en los países de origen anglosajón el deseo de mantener una buena reputación en el mercado de capitales justificaría lo anterior, mientras que en los países de menor protección legal hacia el inversor, países continentales en general, lo fundamentaría la necesidad de reducir la posible discrecionalidad del directivo.

Igualmente, cómo era de esperar, las empresas que reparten dividendos, en todos los países investigados, poseen unos dividendos en el ejercicio precedente superior, en relación con las empresas que no reparten dividendos. Estos resultados son congruentes

⁹ La única excepción la constituye Reino Unido para el caso de la media. No obstante, ello pudiera ser debido a la presencia de observaciones extremas que pudieran sesgar el valor de la media.

¹⁰ En este sentido esgrimen que tal vez el ratio resultante de dividir los fondos ajenos entre los fondos propios hubiese sido el más adecuado.

con Lintner (1956), Baker, Farrelly y Edelman (1985) y Benzinho (2000), al señalar que el objetivo de estabilidad presente en cualquier decisión relativa a los dividendos, y el deseo de no reducir dividendos, les lleva a considerar el dividendo distribuido en el ejercicio precedente cuando se plantean el dividendo correspondiente al ejercicio corriente. De la misma forma, el test de Mann- Witney se mostró significativo en todos los países analizados.

Sin embargo, un resultado interesante a destacar es el relativo a la liquidez, si bien en los países de corte anglosajón se observa que el ratio de solvencia en las empresas que no reparten dividendos es superior a las empresas que reparten dividendos, no ocurre lo mismo con las empresas de influencia continental, en donde la liquidez de las empresas que reparten dividendos es superior a las que no lo reparten, tanto si se considera la media como si se emplea la mediana. Adedeji (1998) para el caso de Reino Unido concluye que la liquidez no es una variable que condicione el volumen de dividendos repartidos. No obstante, López et al. (1999), entre otros, para el caso español obtienen resultados opuestos, al verificar que la liquidez de las empresas que reparten dividendos es superior a las que no lo reparten. Sin embargo, López et al. (2002), entre otros, evidencia que la liquidez de la empresa no es una variable que afecte a la decisión de reparto.

3.5.2 Análisis multivariante

3.5.2.1 Análisis logit (regresión logística binaria)

Cuando se incorporan conjuntamente las distintas variables en el modelo, los resultados difieren notablemente en algunos de los países objeto de estudio para determinadas variables explicativas. Los resultados del análisis logístico se presentan en la tabla 3.

Se observa, en todos los países analizados, que las empresas que distribuyeron dividendos en el ejercicio precedente tienen una mayor probabilidad de distribuir dividendos en el ejercicio actual.

Es decir, pese a las diferencias institucionales que existen entre los diversos países, es evidente que el alisamiento de los dividendos parece ser una tendencia generalizada entre los directivos de cualquier parte del mundo, al menos en los países que constituyen la muestra objeto de estudio.

Tal como vimos en el estudio clásico de Lintner (1956) sobre decisiones de dividendos en Estados Unidos, los resultados sugieren que los directivos tienden a mantener patrones de pagos constantes de dividendos y evitar sobre todo las reducciones de dividendos.

Del mismo modo, en todos los países analizados, salvo en España, el haberse generado beneficios influye positivamente en la decisión de distribuir dividendos. Esto significaría que los directivos de las empresas españolas, a la hora de decidir si distribuyen o no dividendos siguen unas prácticas más conservadoras que el resto de países, pues sólo se fijan en los dividendos correspondientes al ejercicio $t-1$, no teniendo en cuenta los resultados del presente ejercicio.

De igual forma, los beneficios del próximo ejercicio, salvo en Suiza y España¹¹, influyen positivamente en la decisión de repartir dividendos. Sin embargo, los beneficios a largo plazo, medidos por el ratio resultante de dividir el valor de mercado por el volumen de fondos propios, salvo en Holanda, Alemania y España¹², condiciona positivamente el reparto de dividendos.

Con respecto a la liquidez, al contrario de lo que esperábamos, en la mayor parte de los países analizados, salvo en Italia, no influye positivamente en la decisión de distribuir dividendos. Además, se aprecia que en los países de corte anglosajón (Holanda y Reino Unido), tal como se contempló en el análisis univariante, las empresas que distribuyen dividendos, poseen una liquidez inferior a las empresas que no distribuyen dividendos. O lo que es lo mismo, cuanto menor sea la liquidez que posean, más dividendos reparten.

A diferencia, por consiguiente de los países de influencia anglosajona, en los países de influencia continental, la liquidez no es un factor que condicione el reparto de dividendos. No obstante, en Italia, país donde los mercados de capitales son más estrechos (nº empresas que cotizan/población: 3.91, véase García-Borbolla, et al. 2001), la liquidez condiciona positivamente el reparto de dividendos.

El tamaño, tal como justificamos en el análisis univariante, adopta el signo esperado, positivo y significativo. Esto implicaría que el tamaño elevado favorece el

¹¹ En España, la significatividad de la variable, es inferior al 5%.

¹² En Suiza, la la significatividad de la variable, es inferior al 10%.

reparto de dividendos, como ha puesto de manifiesto en reiteradas ocasiones la literatura existente al respecto.

Del mismo modo, tal como sostienen Arrazola, Hevia y Mato (1992) y Barclay, Smith y Watts (1995) en todos los países analizados se observa que el endeudamiento está relacionado negativamente con la probabilidad de repartir dividendos, siendo únicamente no significativa en Alemania y España.

3.5.2.2 Análisis de regresión lineal

El análisis que se presenta a continuación va a tratar de determinar los factores que afectan al volumen de dividendos distribuidos por la empresa con objeto de justificar los resultados obtenidos en un trabajo precedente¹³ en relación con la relevancia valorativa de los dividendos por el mercado de capitales. Los resultados se vislumbran en la tabla 4.

Cómo era de esperar, en todos los países analizados, salvo en Italia, donde los resultados del presente ejercicio no son significativos, tras más de 5 décadas del trabajo pionero de Lintner (1956), el dividendo del ejercicio precedente y el beneficio del ejercicio actual afectan positivamente al volumen de dividendos correspondientes al ejercicio actual.

No obstante, se observan grandes diferencias entre los coeficientes de dichas variables. Así, el beneficio del ejercicio juega un papel más importante en la determinación del dividendo en países como Holanda o Francia, seguido de Alemania, en donde el coeficiente asciende en torno a 0.20, mientras que en otros países, Reino Unido, España o Suiza, siguen prácticas más estables en los dividendos, puesto que los dividendos del ejercicio precedente presentan un coeficiente alrededor de 0.80.

En efecto, según Lintner (1956) la mayoría de los directivos se marcan un coeficiente objetivo a largo plazo de reparto de dividendos en relación a las ganancias del ejercicio, (target pay out ratio), pero no aplican dicho ratio mecánicamente a los beneficios de cada año, sino que existe una tendencia generalizada a estabilizar las distribuciones de dividendos, porque en presencia de mercados imperfectos se facilitaría el ajuste de las pautas temporales consumo-inversión, sin incurrir en tantos costes de transacción como podría darse si el flujo de dividendos fuese muy estable.

¹³ García-Borbolla, Larrán y Rees (2001)

Esto sería congruente con la mayor parte de la literatura analizada al respecto (Azofra y De Miguel (1990), para el caso español, Behm y Zimmerman (1993) para el caso alemán, entre otros). Sin embargo, Azofra (2001) evidenció, al contrario de la mayor parte de la literatura empírica revisada, y de los resultados obtenidos en nuestro estudio, que el dividendo distribuido en el ejercicio precedente, si bien ejercía una influencia positiva en el dividendo actual en los países de influencia anglosajona, no ocurría lo mismo en los países de carácter anglosajón, para los cuales dicha variable obtuvo un signo negativo y significativo, lo cual explican en base al incremento de recompras de acciones que en dichas países se está produciendo a lo largo del tiempo.

Con relación a la influencia del tamaño sobre el volumen de dividendos distribuidos, los resultados del análisis de regresión lineal evidencian que en todos los países estudiados, salvo en España y Reino Unido, donde el tamaño influencia positivamente a la decisión de repartir dividendos, y en Alemania, donde dicha variable no es significativa, el tamaño ejerce una influencia negativa en el volumen de dividendos distribuidos.

Esto sería congruente con las conclusiones alcanzadas por la mayor parte de la literatura empírica analizada (Azofra, 2001, entre otros, para un conjunto de países europeos), si bien López y Rodríguez (1999) obtienen para un conjunto de empresas españolas, y Adedeji, (1998) para un grupo de empresas procedentes de Reino Unido, una relación positiva entre volumen de dividendos y tamaño de la empresa.

En relación a la liquidez de la empresa, se observa que, al contrario de lo que esperábamos, por un lado, que en la mayoría de los países el ratio de solvencia no influye en el volumen de dividendos distribuidos, y por otro lado, que en Reino Unido el efecto sobre el volumen de dividendos distribuidos es negativo.

Sin embargo, en la revisión de la literatura analizada no hay un acuerdo unánime en lo que respecta a la incidencia de la liquidez sobre el volumen de dividendos repartidos. A pesar de ello, en la gran mayoría de estudios, o bien no se mostró relevante dicha variable (Dhrymes y Kurz, 1964, Adedeji, 1998, López y Rodríguez, 1999, entre otros) u obtuvo un signo positivo y significativo (Brittain, 1966, Azofra, 1986, Rodríguez, 1988, entre otros).

Pese a ello, contrariamente a los resultados esperados, Delgado y San José (2001) llegan a la conclusión de que la liquidez está relacionada negativamente con el

volumen de dividendos repartidos. No obstante, dicho resultado lo atribuyen a la alta desviación típica que presenta dicha variable.

Igualmente, la variable de endeudamiento, no mostró los resultados esperados, puesto que salvo en Alemania, en el resto de los países investigados no era significativa.

O lo que es lo mismo, no se verifica que el endeudamiento y la política de dividendos sean mecanismos alternativos en la reducción de los costes de agencia. Esto significaría que la capacidad de endeudamiento que posea la empresa no restringe el reparto de dividendos.

Aunque en la mayor parte de la literatura revisada el endeudamiento influye negativamente en la decisión a distribuir dividendos (Beiner, 2001; etc), Barclay, Smith y Watts (1995) contrariamente a lo esperado obtienen un signo positivo en dicha variable, pero lo justifican aludiendo a las características de la muestra objeto de estudio, que incluye a empresas de financieras o de seguros, las cuales se caracterizan por estar altamente endeudadas, y pagar elevadas cantidades de dividendos.

Para finalizar, en relación a las variables que están relacionadas con la teoría de señales, beneficios del próximo ejercicio y beneficios a largo plazo, podemos concluir que la teoría de señales no funciona en Alemania, Suiza y España, si bien el resultado de España, lo esperábamos, porque los dividendos no se mostraron relevantes en el trabajo anteriormente mencionado sobre relevancia valorativa de los dividendos, no ocurría lo mismo en Alemania y Suiza, donde pensábamos, a raíz de los resultados obtenidos en el estudio anteriormente mencionado acerca de la relevancia valorativa de los dividendos, que los dividendos podrían constituir una señal sobre los resultados futuros de la empresa.

En este sentido, merece resaltar el caso de Francia, en donde los resultados del próximo año no son significativos, y el ratio market to book, aunque con un nivel de significatividad inferior al 10%, adopta un signo negativo, contrario a lo que esperábamos. O lo que es lo mismo, parece que la señal que tratan de transmitir los dividendos se refiere a los resultados que van más allá del ejercicio económico, y que las empresas de cara a las oportunidades de inversión que se le presentan prefieren autofinanciarse en vez de acudir a financiación externa. Centrándonos en este argumento, Mascareñas (1993) establece que no siempre es deseable un incremento de dividendos para señalar al mercado un aumento de las oportunidades de inversión, sino

que en determinadas situaciones (empresas que disponen de poca liquidez y que les resulta muy costoso acudir a financiación externa), una reducción de dividendos es indicativa de unas mayores perspectivas futuras de inversión.

A raíz de estos resultados, podemos concluir, enlazándolo con el trabajo mencionado, que en el caso de que el resultado no posea suficiente calidad o capacidad predictiva, como es el caso de Alemania y Suiza, la relevancia valorativa de los dividendos en un modelo de valoración en el que están presentes los resultados de la empresa obedece no a que sean empleados como señal por los directivos acerca de los resultados futuros de la empresa, sino a la menor volatilidad que poseen con respecto a los beneficios, al no pagarse simplemente unos dividendos residuales, ni un porcentaje constante sobre los beneficios.

Sin embargo, en el resto de países los dividendos se caracterizan por ser empleados conscientemente por los directivos para transmitir de forma creíble información sobre los resultados futuros de la empresa, o lo que es lo mismo, la capacidad de obtención de beneficios en el futuro, medidas en nuestro caso por los resultados del próximo ejercicio y por el ratio resultante de dividir el valor de mercado entre los fondos propios, constituye un aval de superior calidad que la obtención circunstancial de una rentabilidad positiva en el año en curso, que conllevaría que sólo en el caso de existencia de señales alternativas con capacidad predictiva, cómo sería el caso del resultado que presuponíamos más permanente¹⁴ (tercil intermedio del ratio resultante de dividir el resultado del ejercicio actual por el precio del ejercicio inmediatamente precedente) los dividendos dejasen de tener relevancia en un modelo de valoración donde apareciesen conjuntamente los resultados, porque la señal valorativa reinante en los mismos, quedaría enmascarada por el contenido informativo imperante en los resultados.

4. CONCLUSIONES

El objetivo del presente trabajo ha sido el de contrastar empíricamente si los directivos cuando establecen su política de dividendos además de alisar los dividendos, teniendo por consiguiente en cuenta los factores analizados por Lintner (1956), resultados del ejercicio y dividendos del ejercicio inmediatamente precedente,

¹⁴ Cómo se desprende del trabajo anteriormente mencionado (García-Borbolla, Larrán y Rees, 2001) acerca de la relevancia valorativa de los dividendos.

consideran otros factores relacionados con la política de inversión y financiación de la empresa, así como determinados elementos vinculados a las distintas imperfecciones del mercado.

Los resultados obtenidos en todos los países analizados salvo en Italia, en donde los directivos a la hora de fijar los dividendos, más que guiarse por los beneficios actuales, parecen que consideran los resultados futuros, ponen de manifiesto que las variables básicas analizadas por Lintner siguen siendo relevantes en lo que a la determinación de los dividendos se refiere.

Por otra parte, aunque a priori desconocíamos el efecto neto del tamaño sobre el volumen de dividendos repartidos, de los resultados obtenidos podemos concluir que el salvo en España y Reino Unido, donde el tamaño influencia positivamente el volumen de dividendos repartidos, la utilidad de los dividendos para reducir las asimetrías informativas sobre los resultados futuros a obtener por la empresa en la medida en que disminuye el tamaño de la empresa, es mayor que el empleo de los mismos en la reducción de los costes de agencia fruto del problema de riesgo moral que se produce como consecuencia de la separación entre propiedad y control de la misma, separación que se agudiza en mayor medida en el caso de empresas con un tamaño más elevado.

Asimismo, contrariamente a lo que esperábamos, salvo en Alemania, el grado de endeudamiento no afecta a la utilidad de los dividendos para reducir los costes de agencia, y que la mayor o menor liquidez que disponga una empresa, salvo Reino Unido, pero con un signo opuesto al que preveíamos, no incide en el volumen de dividendos repartidos.

En relación a la teoría de señales, a raíz del estudio empírico acometido en trabajo, podemos concluir que la relevancia valorativa de los dividendos¹⁵ viene determinada por la calidad que posea el resultado y por el atributo de señal que posean los mismos sobre los resultados futuros de la empresa.

Centrándonos en este argumento, y partiendo de la base que los países de influencia anglosajona, tal como se mostró en el trabajo acerca de la relevancia

¹⁵ Pues tal como comentamos con anterioridad, en García-Borbolla, Larrán y Rees (2001) pueden observarse que los dividendos se mostraron relevantes en un modelo de valoración donde aparecían junto a los resultados. Posteriormente, se extendió la aplicación del modelo de valoración a España y los dividendos no resultaron relevantes.

valorativa de los dividendos, son los que presentan mayor calidad en el resultado, podemos agrupar los países básicamente en tres grupos:

Países donde el resultado es de superior calidad y el dividendo transmite señal informativa, ya que los directivos a la hora de fijar los dividendos tienen en cuenta los resultados futuros de la empresa: Aquí estarían encuadrados los países anglosajones en general, en nuestro caso, Reino Unido y Holanda.

Países donde el resultado es de calidad menor y el dividendo transmite señal informativa, por las razones antes mencionadas, en donde se incluirían Italia y en menor medida a Francia.

Países donde el resultado es de calidad menor y el dividendo no transmite señal informativa, donde se ubicaría Alemania, Suiza y España. Sin embargo, el hecho de que en Alemania y Suiza el dividendo adquiriese relevancia valorativa en un modelo de valoración donde aparecen conjuntamente junto con los resultados del ejercicio es debido a que en estos países, el resultado posee una calidad inferior al caso español (veáse Cormier, Magnan y Morard, 2000 para el caso Suizo, Bartov, Golberg y Kim, 2002 para el caso alemán, y Rees, 1998 para un conjunto de países europeos, entre los que se encuentra España) y al verificarse que los directivos alisan los dividendos, podemos deducir que la relevancia valorativa dada por el mercado a los dividendos deriva no del atributo de señal que los mismos posean, sino de las prácticas alisadoras que los directivos llevan a cabo sobre los dividendos, las cuales confieren al dividendo capacidad predictiva sobre los resultados futuros de la empresa.

5. BIBLIOGRAFÍA

Adedeji, A. (1998): “Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 25, num. 9 & 10, November/December.

Arrazola, M., De Hevia, J. y Mato, G. (1992): “Determinantes de la distribución de dividendos”, *Investigaciones económicas, (Segunda Época)*, Vol. XVI, nº 2, Pp. 235-258.

Azofra Palenzuela, V. y De Miguel Hidalgo, A. (1990): “La interrelación de las decisiones de inversión, financiación y dividendos en la gran empresa industrial española”, *Esic Market*, nº 69, Julio-Septiembre, Pp 115-139.

Azofra Palenzuela, V., Díez Esteban, J.M. y López De Foronda Pérez, O. (2001): "Alternative theories about the dividend policy of companies in OECD countries", comunicación presentada en el International Workshop On Capital Market Research, Valencia, Diciembre.

Baker, H.K., Farrelly, G.E. y Edelman, R.B. (1985): "A Survey of Management Views on Dividend Policy", *Financial Management*, Vol. 14 (3), October, Pp. 78-84.

Barclay, M.J., Smith, C.W. y Watts, R.L. (1995): "The determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, Num. 4, Pp 4-19.

Bartov, E., Goldberg, S.R. y Kim, M.S. (2002): "Comparative Value Relevance among German, U.S. and International Accounting Standard: A German Stock Market perspective", Working Paper, June.

Behm, U. y Zimmerman, H. (1993): "The empirical Relationship Between Dividends and Earnings in Germany", *Zeitschrift fuer Wirtschafts und Sozialwissenschaften*, 113, Pp. 225-254.

Beiner, S. (2001): "Theories and Determinants of Dividend Policy", Working Paper.

Benzinho Silva, J.M.S. (2000): "A Survey of Management views on Corporate Dividend Policy in Portugal", Comunicación presentada al 23 rd Congress of the Europeam Accounting Association, Munich (Alemania), Marzo.

Bradley, M., Capozza, D.R. y Seguin, P.J. (1998): "Dividend Policy and Cash-Flow Uncertainty", *Real State of Economics*, Vol. 26, nº 4, Pp. 555-580.

Brittain, J. (1966): *Corporate Finance Policy*, The Brookings Institution, Washington, D.C.

Charitou, A. y Vafeas, N. (1998): "The association between operating cash flows and dividend changes: an empirical investigation", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 25, January-March, Pp. 225-249.

Cormier, D., Magnan, M. y Morard, B. (2000): "The contractual and value relevance of reported earnings in a dividend-focused environment", *The European Accounting Review*, Vol. 9-3, Pp 387-417.

Delgado Moro, J.J. y San José Cabezudo, R. : “Diversificación y reparto de dividendos en la empresa española”, *Actualidad Financiera*, Septiembre, VI (9), Pp. 25-37.

Dhrymes, P.J. y Kurz, M. (1964): “On the dividend policy of electric utilities”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 46, num 1, February, Pp. 76-81.

Espitia Escuer, M. y Ruiz Cabestre, F. (1995) : “El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el mercado de capitales español”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIV, Enero-Marzo, Pp. 201-218.

García-Borbolla Fernández, A., Larrán Jorge, M. Rees W.P. (2001): “The value relevance of Dividends and Earnings in Europe”, Working Paper presentado al International Workshop on Capital Market Research, Valencia.

La Porta, R. , Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000): ”Agency problems and dividend policies around the world”, Working Paper.

Lintner, J. (1956): “Distribution of incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”. *The American Economic Review*. Pp 97-113.

López Díaz, A., Rodríguez Enríquez, E., de Andrés Suárez, J. y Lorca Fernández, P. (2002): “Los parámetros característicos de las empresas cotizadas según la política de dividendos”, comunicación presentada al X Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC), Santiago de Compostela.

López Iturriaga, F.J. y Rodríguez Sanz, J.A. (1999): “La decisión de dividendos en la empresa española: Un contraste de teorías alternativas”, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, num. 3, Enero-Junio, Pp 609-623.

Mascareñas, J. (1993): “La política de dividendos”, Documento de trabajo, Universidad Complutense de Madrid.

Núñez Niequel, M. (1994): “Factores determinantes en el reparto de dividendos: Análisis de regresión aplicado a la Bolsa de Madrid”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIII, Num 78, Enero-Marzo, Pp 33-69.

Rees, W. P. (1998): “A valuation based test of accounting differences in Europe”, Working Paper, University of Glasgow.

Rodriguez Fernández, J.M. (1988): “La decisión de distribuir dividendos: Investigación empírica en la gran empresa española”, *Investigaciones económicas (Segunda Época)*, Vol. XII, nº 2, Pp. 243-258.

6. ANEXO: TABLAS

TABLA B: DESCRIPCIÓN DE VARIABLES

AC/PC	Ratio de Solvencia: Resultado de dividir el activo circulante entre el pasivo circulante
B_t	Beneficio por acción correspondiente al ejercicio t
B_{t+1}	Beneficio por acción correspondiente al ejercicio t+1
D_t	Dividendos por acción propuestos con cargo al beneficio de t
D_{t-1}	Dividendos por acción propuestos con cargo al beneficio de t-1
FA/ ACTIVO	Ratio de endeudamiento definido por el resultante de dividir los fondos ajenos por el volumen total de activo
LOG ACTIVO	Logaritmo del activo total.
MV/FP	Ratio resultante de dividir el valor de mercado de las acciones por el valor contable de los fondos propios

TABLA 1A: EMPRESAS QUE REPARTEN DIVIDENDOS. MEDIA, MEDIANA Y DESVIACIÓN TÍPICA

		AC/PC	B _t	B _{t+1}	D _t	D _{t-1}	FA/ ACTIVO	LOG ACTIVO	MV/FP
ALEMANIA	Media	2.696	18.659	17.877	8.373	7.406	0.389	5.675	2.439
	Mediana	2.090	8.211	8.513	4.642	4.110	0.380	5.654	2.075
	Desv. Típ	2.638	245.083	225.308	121.247	104.154	0.160	0.800	1.640
ESPAÑA	Media	1.328	2.295	2.207	1.067	0.990	0.305	5.866	1.471
	Mediana	1.179	1.499	1.549	0.760	0.691	0.300	5.784	1.224
	Desv. Típ	1.020	2.721	3.440	1.561	1.578	0.160	0.666	1.018
FRANCIA	Media	1.681	15.720	15.938	4.502	3.782	0.343	5.662	1.861
	Mediana	1.411	4.511	4.578	1.589	1.442	0.339	5.626	1.480
	Desv. Típ	1.064	374.824	402.539	98.586	74.855	0.147	0.870	1.337
ITALIA	Media	1.853	0.394	0.389	0.127	0.115	0.286	5.687	1.470
	Mediana	1.603	0.233	0.229	0.097	0.092	0.284	5.610	1.226
	Desv. Típ	1.328	0.728	0.800	0.120	0.107	0.144	0.716	0.969
HOLANDA	Media	1.585	6.040	5.741	2.269	1.956	0.319	5.445	2.382
	Mediana	1.401	3.023	3.338	1.110	0.985	0.318	5.402	1.668
	Desv. Típ	1.124	12.003	21.284	4.549	4.190	0.152	0.755	2.314
SUIZA	Media	2.624	94.377	95.619	26.548	22.479	0.363	5.612	1.615
	Mediana	1.857	39.726	40.660	14.314	12.036	0.363	5.548	1.222
	Desv. Típ	5.578	245.179	257.497	45.289	34.407	0.172	0.687	1.384
REINO UNIDO	Media	1.618	0.275	0.267	0.117	0.103	0.273	5.099	2.369
	Mediana	1.426	0.187	0.186	0.083	0.073	0.265	4.971	1.770
	Desv. Típ	1.167	0.507	0.589	0.138	0.118	0.152	0.815	2.208

TABLA 1B: EMPRESAS QUE NO REPARTEN DIVIDENDOS.MEDIA, MEDIANA Y DESVIACIÓN TÍPICA

		AC/PC	B _t	B _{t+1}	D _t	D _{t-1}	FA/ ACTIVO	LOG ACTIVO	MV/FP
ALEMANIA	Media	2.238	-3.196	-1.401	0.000	0.792	0.472	5.417	2.413
	Mediana	1.718	0.000	0.012	0.000	0.000	0.475	5.395	1.884
	Desv. Típ	2.513	18.193	22.360	0.000	2.212	0.193	0.683	1.883
ESPAÑA	Media	1.320	0.016	0.079	0.000	0.142	0.364	5.436	1.308
	Mediana	1.174	0.026	0.107	0.000	0.000	0.373	5.460	0.965
	Desv. Típ	0.722	3.439	3.589	0.000	0.512	0.164	0.604	1.243
FRANCIA	Media	1.611	-2.267	1.326	0.000	0.712	0.429	5.432	1.382
	Mediana	1.352	-0.278	0.642	0.000	0.000	0.418	5.502	1.207
	Desv. Típ	2.226	10.504	9.139	0.000	2.147	0.160	0.748	0.861
ITALIA	Media	1.226	-0.170	-0.202	0.000	0.021	0.403	5.845	1.028
	Mediana	1.162	-0.040	-0.007	0.000	0.000	0.410	5.902	0.884
	Desv. Típ	0.521	0.485	1.403	0.000	0.046	0.145	0.753	0.605
HOLANDA	Media	1.630	-6.630	-1.503	0.000	0.751	0.429	5.095	1.959
	Mediana	1.394	-0.074	0.300	0.000	0.000	0.431	4.987	1.139
	Desv. Típ	1.543	49.301	26.465	0.000	4.333	0.146	0.862	2.778
SUIZA	Media	1.901	-19.166	-0.044	0.000	4.361	0.436	5.437	1.378
	Mediana	1.590	0.376	4.505	0.000	0.000	0.460	5.382	0.973
	Desv. Típ	1.449	149.466	152.624	0.000	11.549	0.185	0.708	1.328
REINO UNIDO	Media	2.656	-0.100	-0.092	0.000	0.006	0.292	4.409	2.646
	Mediana	1.447	-0.018	-0.003	0.000	0.000	0.267	4.340	1.461
	Desv. Típ	6.735	0.318	0.558	0.000	0.018	0.211	0.711	3.052

TABLA 2: ESTADÍSTICOS DE CONTRASTE POR PAÍSES. VARIABLE DE AGRUPACIÓN: DT (1, 0)

		AC/PC	B _t	B _{t+1}	D _t	D _{t-1}	FA/ ACTIVO	LOG ACTIVO	MV/FP
ALEMANIA	U de Mann-Whitney	259354.000	85982.000	141997.000	.000	72794.000	247241.000	274423.000	309675.000
	W de Wilcoxon	361732.000	188360.000	244375.000	102378.000	175172.000	1341701.000	376801.000	412053.000
	Z	-7.185	-23.931	-18.532	-32.428	-25.347	-8.387	-5.767	-2.369
	Sig. asintót.(bil.)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.018
ESPAÑA	U de Mann-Whitney	48484	11706	18497	0	9439	36856	35000	38302
	W de Wilcoxon	61525	24747	31538	13041	22480	221992	48041	51343
	Z	-0.12	-14.86	-12.149	-19.619	-15.836	-4.823	-5.564	-4.246
	Sig. sintót.(bil.)	0.905	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
FRANCIA	U de Mann-Whitney	385666	116237	187574	0	102995	326789	271956	283579.5
	W de Wilcoxon	467072	197643	268980	81406	184401	2E+06	353362	364985.5
	Z	-1.756	-22.72	-17.177	-31.824	-23.8	-6.36	-10.621	-9.717
	Sig. sintót.(bil.)	0.079	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
ITALIA	U de Mann-Whitney	44427	11123	22336	0	20470	43060	67974.5	53883
	W de Wilcoxon	69180	35876	47089	24753	45223	298315	323229.5	78636
	Z	-9.899	-19.37	-16.179	-22.679	-16.806	-10.288	-3.206	-7.212
	Sig.asintót.(bil.)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000
HOLANDA	U de Mann-Whitney	70937	16581	27001	0	20833	41955	52414.5	48887
	W de Wilcoxon	82262	27906	38326	11325	32158	503235	63739.5	60212
	Z	-0.291	-15.18	-12.324	-19.743	-14.032	-8.229	-5.364	-6.33
	Sig.asintót.(bil.)	0.771	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
SUIZA	U de Mann-Whitney	77285	30118	48219	0	27514	72809	82358.5	81570.5
	W de Wilcoxon	97385	50218	68319	20100	47614	531212	102458.5	101670.5
	Z	-4.266	-15.26	-11.048	-22.326	-15.904	-5.326	-3.104	-3.288
	Sig asintót.(bil.)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.001
REINO UNIDO	U de Mann-Whitney	3076041.5	684738	1E+06	0	332455	3E+06	1607412.5	2935192.5
	W de Wilcoxon	26925912	1E+06	2E+06	432915	765370	3E+07	2040327.5	3368107.5
	Z	-2.088	-39.01	-33.086	-49.625	-44.493	-0.666	-24.765	-4.263
	Sig.asintót.(bil.)	0.037	0.000	0.000	0.000	0.000	0.505	0.000	0.000

TABLA 3: RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN SIENDO LA VARIABLE DEPENDIENTE DT DUMMY

	C	Bt	Dt-1	FA/ ACTIVO	LOG ACTIVO	AC/PC	Bt+1	MV/FP	R ²
ALEMANIA	-1.522	0.079	0.616	-0.567	0.272	-0.028	0.017	-0.007	0.3089
(t)	-2.497	9.446	14.150	-1.213	2.977	-0.864	3.002	-0.181	
ESPAÑA	-9.739	0.127	4.077	-0.632	1.557	0.210	0.103	0.134	0.2875
(t)	-6.057	1.423	9.366	-0.769	5.931	1.174	1.420	1.156	
FRANCIA	-2.727	0.193	1.034	-2.342	0.583	0.046	0.021	0.314	0.2772
(t)	-5.296	11.473	11.319	-4.725	6.323	0.831	1.904	4.923	
ITALIA	-2.401	5.416	19.777	-2.873	0.312	0.601	1.465	0.398	0.2722
(t)	-2.129	6.840	6.917	-3.126	1.854	3.028	2.561	2.204	
HOLANDA	1.459	0.336	0.640	-4.240	0.345	-0.719	0.104	0.048	0.2621
(t)	1.551	8.255	5.722	-5.284	2.408	-3.831	7.773	1.075	
SUIZA	-0.328	0.015	0.098	-1.373	0.177	0.044	0.000	0.133	0.3072
(t)	-0.389	5.547	6.811	-2.565	1.290	0.764	-0.211	1.798	
REINO UNIDO	-1.073	6.226	91.816	-1.271	0.353	-0.105	1.500	-0.074	0.2123
(t)	-2.686	17.055	21.822	-4.178	4.030	-3.865	8.577	-3.368	

TABLA 4: RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN SIENDO LA VARIABLE DEPENDIENTE DT

	C	Bt	Dt-1	FA/ Activo	LOG Activo	AC/PC	Bt+1	MV/FP	R ²
ALEMANIA	-1.085	0.192	0.698	2.081	-0.056	-0.011	0.006	0.052	0.9987
(t)	-1.109	3.114	5.280	2.127	-0.518	-0.246	0.286	1.069	
ESPAÑA	-0.244	0.077	0.840	-0.131	0.042	0.009	0.028	0.013	0.9313
(t)	-1.563	2.746	18.896	-0.967	1.703	0.578	1.175	0.617	
FRANCIA	1.869	0.218	0.321	0.746	-0.613	-0.263	-0.018	-0.107	0.9994
(t)	2.992	5.817	4.067	1.636	-3.616	-1.483	-0.544	-3.214	
ITALIA	0.019	0.017	0.742	0.009	-0.001	-0.001	0.036	0.003	0.8524
(t)	1.066	1.258	13.606	0.554	-0.245	-0.367	3.490	1.710	
HOLANDA	3.341	0.345	0.675	-4.327	0.015	-0.795	0.109	0.056	0.2625
(t)	5.241	8.219	5.263	-5.357	0.061	-4.324	8.030	1.171	
SUIZA	3.147	0.023	0.855	-2.245	-0.163	-0.042	0.039	0.052	0.8784
(t)	0.747	1.887	7.759	-0.923	-0.262	-1.636	1.552	0.208	
REINO UNIDO	-0.021	0.047	0.917	0.003	0.005	-0.001	0.013	0.001	0.9321
(t)	-3.503	4.977	36.518	0.879	3.507	-3.181	2.372	7.571	