

V. AZOFRA PALENZUELA *
Ó. LÓPEZ-DE-FORONDA **

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde una perspectiva institucional. Evidencia empírica internacional

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Dividendos y problemas de agencia: una visión jurídico-financiera de la empresa. 2.1. Dividendos y factores institucionales. 2.2. La separación de la propiedad y el control y la política de dividendos. 2.3. Dividendos y decisiones financieras. 3. Metodología de la investigación. 3.1. Información y muestra. 3.2. Modelo analítico y técnicas econométricas empleadas 4. Resultados. 4.1. Resultados descriptivos. 4.2. Resultados de la estimación. 5. Conclusiones. Referencias bibliográficas

RESUMEN: El objetivo del presente trabajo estriba en determinar los factores explicativos de la política de dividendos para una muestra de 931 empresas de diferentes entornos institucionales en el período 1996 al 2000. El grado de protección al inversor y la imputación sobre dividendos en cada país son factores institucionales determinantes de la estructura de propiedad y de la política de endeudamiento adoptada que influyen sobre los problemas de gobierno corporativo y, por ende, sobre los dividendos distribuidos. De este modo, planteamos una serie de hipótesis que relacionan estos factores con los dividendos que se contrastan aplicando la metodología de datos panel con efectos dinámicos. Los resultados obtenidos evidencian que el enfoque *Law&Finance* desde la óptica de la agencia puede proporcionarnos respuestas más precisas y de naturaleza diferente a la controversia en torno a los dividendos.

* Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Valladolid, Avda. Valle Esgueva 6, 47011 Valladolid, España. Tel (34)-983423333., Fax (34)-983423899. E-mail: vazofra@eco.uva.es

** Departamento de Economía y Administración de Empresas, Área de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Burgos, Plaza Infanta Elena, 09001 Burgos s/n, España. Tel (34)-947259040, Fax (34)-947258960. E-mail: oscarl@ubu.es

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

Palabras clave: dividendos, gobierno corporativo, aspectos institucionales, propiedad de los internos, datos panel con efectos dinámicos.

Clasificación JEL: G32, G34

ABSTRACT: The objective of this paper consists of determining the explaining factors of dividend policy for a sample of 931 firms from different institutional environments during the period 1996-2000. The investors protection and dividends taxation are institutional aspects that determine the ownership and financial structure and have an influence on corporate governance problems. And so, dividends decision are influenced by these aspects that determine the agency problem of corporate governance. So, we set hypotheses to contrast, using the methodology of GMM estimation of panel data, the relationship among each factor and dividends adopted by firms in each particular legal system. We obtain results that evidence that the *Law&Finance* perspective from the agency problems allows us to fit more accurate the dividend puzzle into the corporate governance problem.

Keywords: dividends, corporate governance, institutional aspects, insiders ownership, panel data with dynamic effects.

JEL classification: G32, G34

1. Introducción

Cuando a finales del siglo veinte se produjo una drástica disminución en los repartos de dividendos de grandes corporaciones en los principales países daba la impresión de que estábamos asistiendo a los últimos resuellos de vida de esta práctica financiera. Fueron años en los que se popularizó, principalmente en empresas de países anglosajones, una forma alternativa de remuneración a los accionistas: las recompras de acciones. Estudios como el de Fama y French (2001) se preguntaban esta previsible desaparición de los repartos de dividendos tratando de indagar las razones últimas de este cambio de política llevado a cabo en las empresas.

Sin embargo, los recientes escándalos financieros y contables, la inestabilidad de los mercados de capitales y la corrección a la baja en las expectativas de crecimiento de las empresas, principalmente de las tecnológicas, han creado un escenario de inseguridad a los accionistas muy propicio para revitalizar las políticas de dividendos los cuales se erigen como símbolo de la recuperación de la confianza de los inversores (De Angelo, De Angelo y Skinner, 2004). Este estado actual de la cuestión hace que cobre especial interés de nuevo el problema de ¿Por qué las empresas reparten dividendos? cuestión que a la luz de la práctica empresarial aún constituye un puzzle difícil de encajar por la investigación (Black, 1976). De hecho, los propios Brealey y Myers en su nueva versión de 2006 de su conocido manual de finanzas corporativas no dudan en incluir este problema en el último capítulo bajo la rúbrica de lo que no sabemos en Finanzas.

Por tanto, resulta particularmente interesante analizar en detalle los motivos que justificaron la sensible caída en los dividendos a finales de los años noventa en muchas de las grandes corporaciones en todo el mundo. Y todo ello, tomando como marco conceptual las novedosas aportaciones que el enfoque *Law&Finance* desde la óptica de la agencia puede proporcionarnos para dar respuestas más precisas y de naturaleza diferente a la controversia en torno a los dividendos.

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

Desde esta perspectiva conviene considerar precisamente que, a su vez, el dilema de los dividendos puede servir de cauce para resolver un problema mayor: el del gobierno de las sociedades con una marcada separación de la propiedad y el control. Desde esta perspectiva, Shleifer y Vishny (1997) señalan que tiene que responder primeramente al modo en que los aportantes de fondos consiguen que los directivos les remuneren con una parte del beneficio y al control que ejercen sobre la dirección para asegurarse que éstos no se apropien de los recursos aportados o los desvían a otros fines. En efecto, la discrecionalidad que la delegación de poder concede a los directivos determina la necesidad de establecer un sistema de gobierno que compatibilice sus intereses con los de los accionistas. Y la distribución de beneficios contribuye a tal propósito pues permite remunerar a los accionistas y reduce el volumen de fondos susceptible de utilización discrecional por parte de los directivos.

Este estado de la cuestión está en consonancia, por tanto, con los postulados de la teoría de la agencia de Jensen y Meckling (1976). Y se explica que, desde esta perspectiva, la política de dividendos sea empleada con mayor frecuencia en aquellas empresas donde el conflicto entre la dirección y los accionistas puede ser más agudo. De hecho, se observa que en países tales como EE.UU., Canadá y Reino Unido, caracterizados por una mayor divergencia de intereses entre los administradores de las empresas y los propietarios, la utilización de dividendos resulta más asidua que en otros ámbitos geográficos.

De este modo la política de dividendos de las empresas de un entorno legal puede ser muy diferente a las del otro ya que debe adecuarse a las características propias de cada ámbito y a los singulares conflictos de intereses que, consecuentemente, se produzcan en el seno de las empresas (La Porta y otros, 2000). Los problemas de gobierno corporativo en cada marco legal e institucional aparecen entonces indisolublemente ligados al puzzle de los dividendos y, probablemente, una mejor comprensión de las claves del gobierno a las que se enfrentan las empresas en cada entorno permitirá avanzar en el conocimiento de las posibles respuestas a la pregunta de por qué las empresas reparten dividendos.

Nuestro trabajo trata de sumarse precisamente a este nuevo enfoque pues creemos que tiene una gran potencialidad para enriquecer el debate sobre los dividendos. En concreto, nuestro objetivo estriba en la estimación de un modelo explicativo de la política de dividendos cuya fundamentación teórica descansa sobre tres pilares básicos: la estructura de propiedad, la política de endeudamiento y las oportunidades de crecimiento. Y sobre estos pilares se sitúa el grado de protección al inversor y la imputación sobre dividendos en cada país que, como factores de cada entorno institucional, condicionan la estructura de propiedad de la empresa y su política de endeudamiento y pueden influenciar directamente también sobre los dividendos repartidos a los accionistas (Bancel y otros, 2005).

Nuestros resultados ponen de manifiesto que, en efecto, el análisis de la decisión de dividendos en cada marco institucional a la luz de estos factores puede proporcionarnos respuestas más precisas y de naturaleza diferente a la cuestión de los dividendos e, incluso, argumentos explicativos de la aparente ruptura durante los últimos años de la tendencia de las empresas a ajustar su

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

política de reparto a una *target-ratio* con el consiguiente alisamiento del reparto de dividendos.

Por tanto, nuestro trabajo supone una aportación a la investigación en torno a los dividendos alrededor del mundo al evidenciar que esta decisión financiera puede actuar para resolver los diversos problemas de agencia de las empresas en marcos legales e institucionales que presentan diferencias importantes relativas a la protección legal que otorgan a los inversores y a las leyes impositivas que gravan a los dividendos.

En particular, nuestro estudio pone de manifiesto que en las empresas anglosajonas donde la protección legal al accionistas es mayor el principal problema de agencia surge entre los accionistas y la dirección y los dividendos son un adecuado mecanismo de supervisión de la actuación directiva, alternativo a otros mecanismos como la deuda o la propia propiedad de los gerentes, que reduce la tesorería libre que queda en sus manos. Y nuestro estudio precisamente señala que los dividendos se hacen más necesarios cuando la empresa carece de oportunidades de crecimiento.

Mientras que en los países del entorno legal civil los dividendos pueden evitar la consecución de beneficios privados en la empresa por parte de los accionistas de referencia y la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios. De este modo, no es tan clara una sustitución entre dividendos y deuda ya que ésta no reporta riqueza a los accionistas y es posible que tampoco se de una relación clara con las oportunidades de crecimiento de la empresa ya que los accionistas minoritarios de estos países no tienen ni el suficiente poder accionarial ni la suficiente cobertura legal para poder exigir mayores dividendos cuando la empresa no dispone de oportunidades de crecimiento (La Porta y otros, 2000). En cambio, la propiedad de los accionistas de referencia puede servir, según el nivel accionarial que posean, como mecanismo alternativo a los dividendos para alinear sus intereses con los accionistas minoritarios cuando necesiten formar mayorías en la compañía. O, por el contrario, hacer más necesario la distribución de beneficios cuando aprovechen su mayor poder empresarial para buscar intereses privados. Por tanto, los dividendos pueden actuar también para resolver el problema de agencia de las empresas civilistas centrado más bien en un conflicto entre grandes y pequeños accionistas.

Al hilo de esto, se deriva una segunda aportación de nuestro trabajo al obtener los tramos de propiedad en los que se da ese cambio en la relación entre los dividendos y los accionistas internos tanto para las empresas anglosajonas donde la relación sigue la tendencia negativa-positiva-negativa como para las del ámbito legal civil donde la relación es positiva-negativa-positiva según sea el nivel de propiedad empresarial que posean los accionistas internos.

A tal fin empleamos una muestra de empresas de EE.UU. y de 14 países europeos en el período 1995-2000 para estudiar la política de dividendos y los problemas de agencia alrededor del mundo, en línea con el trabajo de La Porta y otros (2000). Y nuestro estudio avanza un paso más en la investigación al incluir la estructura de propiedad de las empresas y al relacionar los dividendos con la deuda y con los accionistas internos e institucionales ya que son factores que pueden actuar de forma sustitutiva para resolver los conflictos de intereses que surgen en el gobierno de las empresas.

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

De esta forma, el presente trabajo se articula de la siguiente forma. Tras la introducción, en el apartado 2 aportamos los fundamentos teóricos que sirven de soporte a las hipótesis que exponemos a continuación. La descripción de la muestra objeto de estudio, la selección de las variables empleadas y la exposición de la metodología seguida constituyen el contenido de la tercera sección, mientras que en el cuarto apartado exponemos los principales resultados obtenidos en nuestro análisis y valoramos el grado de cumplimiento de las hipótesis planteadas. El trabajo se cierra con un apartado de conclusiones donde destacamos los elementos más relevantes de la investigación.

2. Dividendos y problemas de agencia: una visión jurídico-financiera de la empresa

El dilema de los dividendos queda a la luz del enfoque de agencia incluido dentro del más amplio del gobierno corporativo y, en este estado de la cuestión, resulta adecuado analizar la potencial capacidad de esta decisión financiera para resolver los conflictos de intereses que surgen entre los propietarios y la dirección de la empresa. Ahora bien, este enfoque requiere ser enriquecido por las aportaciones de la corriente proveniente del *Law&Finance* que permite globalizar la cuestión de los dividendos y propone soluciones más adecuadas a cada entorno institucional y a las circunstancias particulares de las empresas. El estudio de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1997), por una parte, y el de Rajan y Zingales (1995), por otra, son pioneros en esta línea de investigación y apuntan al grado de protección al inversor como aspecto institucional clave en cada sistema económico. Este nivel de protección legal de los derechos de los accionistas presenta una notable heterogeneidad entre los países pudiéndose distinguir dos tradiciones legales: la que procede del Derecho consuetudinario —*common law*— y la originada por el Derecho civil —*civil law*—.

Esta diferenciación de sistemas origina distintos problemas en las empresas encuadradas en uno u otro marco, problemas cuya consideración resulta imprescindible a la hora de perfilar las políticas de dividendos. En concreto, podemos delimitar que, en la empresa anglosajona, cuya propiedad suele estar más dispersa y donde la protección al accionista minoritario es mayor, el problema de agencia básico de las sociedades se centra en la relación entre los accionistas y la dirección. Este problema influye en el gobierno de la compañía y, por ende, en la utilización de los dividendos como mecanismo, alternativo a otros como la deuda o el nivel de propiedad directiva, para reducir la discrecionalidad directiva en el uso de la tesorería libre y tratar, con ello, de solucionar el conflicto de intereses que puede darse con los accionistas.

Ahora bien, cuando se trata de extrapolar este planteamiento a otro contexto, como por ejemplo el europeo, las piezas no encajan de la misma forma. Para La Porta y otros (2000) ello se debe a la existencia de factores institucionales fruto de los orígenes legales de cada país; y, concretando, señalan como aspecto institucional clave el grado de protección del inversor. De este modo comprueban que en los países de Europa continental los derechos de los

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

accionistas se encuentran legalmente menos protegidos que en otros. Esta falta de protección legal así como la existencia en las empresas de estructuras de propiedad más concentradas facilita que grandes accionistas se vean incentivados a tomar el control corporativo tratando, en muchos casos, de perseguir beneficios privados en la empresa. Por tanto, el problema de agencia básico en este entorno deja de ser un conflicto entre accionistas y directivos derivado de la separación entre la propiedad y el control para pasar a ser un conflicto entre grandes accionistas que tratan de controlar a la dirección empresarial para que tomen decisiones en su propio interés y pequeños accionistas mal protegidos legalmente que difícilmente pueden defender sus intereses. En este caso, la política de dividendos puede actuar como mecanismo para evitar la consecución de beneficios privados en la empresa por los grandes accionistas y evitar con ello la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios.

Desde este planteamiento de la cuestión, desarrollamos a continuación los elementos que consideramos determinantes de la política de dividendos para resolver los problemas de gobierno en cada caso y, al hilo de la exposición, iremos planteando las hipótesis de nuestro trabajo. Por tanto, comenzamos esta sección analizando primeramente los aspectos institucionales básicos que van a condicionar necesariamente la distribución de dividendos y su empleo para solucionar los problemas de agencia de las empresas. Posteriormente, iremos desgranando las piezas de este puzzle según se concrete la protección legal a los inversores en cada economía; primeramente analizaremos las piezas que proceden de la estructura de propiedad y, a continuación, las que surgen de la estructura de capital y de las oportunidades de crecimiento de la empresa ya que éstas pueden actuar simultáneamente con los dividendos para reducir los conflictos de intereses entre la dirección y los accionistas y entre los accionistas entre sí (Crutchley y otros, 1999).

2.1. DIVIDENDOS Y FACTORES INSTITUCIONALES

La protección que disfrutaban los accionistas de las empresas en cada país es, sin duda, un elemento esencial para la configuración de la estructura de propiedad de las empresas y, en consecuencia, para las formas de gobierno adoptadas. El estudio de La Porta y otros (2000) plantea dos modelos de agencia desde una perspectiva jurídico financiera. Por un lado, de acuerdo con el modelo de rentas, los dividendos pueden servir como garantía de una mejor salvaguarda de los derechos de los accionistas. De este modo los dividendos son el resultado de la presión legal por los minoritarios para forzar a la dirección a repartir más beneficio. Por otro lado, de acuerdo con el modelo de sustitución, los gestores pueden estar interesados en repartir dividendos con el fin de tener una buena reputación en los mercados de capitales. Aunque, en este caso, la reputación corporativa no es tan controlable por la empresa y depende de factores más críticos que los dividendos repartidos.

La necesidad de los accionistas de utilizar, cuando la tengan, su cobertura legal para percibir dividendos surge del interés, en unos casos, por disciplinar a la dirección reduciendo los flujos de caja que quedan libres en sus manos o

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

bien, en otros, por evitar la expropiación de riqueza que pueden llevar a cabo los grandes accionistas. En concreto, desde este planteamiento, en los países anglosajones, los problemas de separación entre los gestores y los accionistas suelen ser más agudos y los derechos de los accionistas están más protegidos por lo que es de esperar mayores dividendos que en los países de Europa continental.

De este modo planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1: Las empresas reparten mayores dividendos cuanto mayor es la protección legal a los accionistas en el país.

En esta misma línea, conviene considerar que la política de dividendos puede venir influida también por la protección que tienen los acreedores de las empresas en cada país. En concreto, estos aportantes de fondos, si tienen legalmente sus derechos bien protegidos, pueden evitar más fácilmente que los directivos tomen decisiones relativas a mayores repartos de dividendos; de este modo, aprovechan su mayor poder legal para impedir que se produzca una transferencia de riqueza hacia los accionistas (Rajan y Zingales, 1995).

Por tanto, una mayor protección legal a los acreedores puede actuar como freno para los dividendos que los directivos repartirían a los accionistas. De este modo planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: Las empresas llevan a cabo menores repartos de dividendos cuanto mayor es la protección legal a los acreedores en el país.

Otra pieza que puede afectar al puzzle de los dividendos es la regulación impositiva que exista para esta materia en cada ordenamiento jurídico. Este factor puede actuar como un aspecto institucional más que oriente a los accionistas a obtener sus rentas hacia empresas donde consigan ganancias de capital o a otras que reparten más dividendos según el tipo impositivo fiscal de cada forma de remuneración en cada país (Bancel y otros, 2005 y La Porta y otros, 2000).

En la mayoría de los países se suele dar un efecto fiscal desfavorable para los que obtienen sus rentas vía dividendos. Es el caso de EE.UU. y Japón donde no se da a los accionistas un crédito impositivo por los impuestos de sociedades pagados al distribuir dividendos y son, por tanto, los países desarrollados que más penalizan los dividendos. Este hecho corrige la mayor propensión a pagar dividendos que puede darse, por contra, en EE.UU. donde los accionistas gozan de una mayor cobertura legal, como señala la hipótesis 1 de nuestro trabajo. Por tanto y como consecuencia de estos dos efectos contrarios pueden surgir clientelas fiscales en las empresas según las preferencias de los accionistas por percibir más dividendos y reducir la discrecionalidad de la dirección o por percibir menos según el total de impuestos sobre la renta que deben pagar. Para Morck (2003) las compañías estadounidenses tienen una propiedad más dispersa y el problema de gobierno al que se enfrentan es un problema de control de la actuación directiva. Este problema no es, para Morck (2003), tan grave como el problema de las empresas europeas con

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

estructuras de propiedad muy concentradas. Y precisamente, para evitar la proliferación de estas estructuras de propiedad, la legislación americana otorga, por un lado, mayores derechos a los accionistas para percibir más dividendos y resolver el problema de agencia con la dirección de la empresa pero, por otro, mantiene la doble imposición sobre los dividendos con el fin de limitar el incentivo a que adquieran grandes paquetes de acciones que serían muy costosas fiscalmente en términos de dividendos percibidos.

Se trata de evitar en parte un nuevo problema de agencia con los potenciales accionistas controladores que surgirían de estas estructuras de propiedad más concentradas a costa de hacer un poco menos atractivo a los accionistas los repartos de dividendos.

Más recientemente la pérdida de credibilidad de los inversores americanos en sus mercados por los últimos escándalos financieros de algunas empresas parece haber forzado a la Administración americana a proponer la eliminación de la doble imposición por dividendos con el fin de favorecer la utilización de esta política financiera ya que resulta más creíble y estable que otras prácticas financieras en casos de cierta inestabilidad como la actual. En concreto, en Enero de 2003 se presentó el «Plan de crecimiento y empleo para reforzar la economía americana» que incluye la eliminación de la tributación de los dividendos en el impuesto sobre la renta con el fin de relanzar las cotizaciones bursátiles y de favorecer al accionista minoritario decantando la balanza hacia los pagos de dividendos para proteger sus derechos y facilitar con ello su labor de control de la actuación directiva.

En el Reino Unido y en Irlanda la situación fiscal es semejante a la estadounidense aunque si bien el efecto fiscal no es tan contradictorio para el accionista ya que el sistema legal otorga un crédito impositivo que permite eliminar en cierta manera la doble imposición por dividendos.

Otros países europeos han tratado, cada uno de distinta forma, de resolver la doble imposición que pueden sufrir los accionistas, vía impuesto de sociedades y vía impuesto de la renta, al percibir los dividendos. Este modelo responde más bien a la necesidad que tienen los grandes accionistas de evitar una mayor carga fiscal por controlar la empresa y, al mismo tiempo, puede facilitar la posibilidad de alinear sus intereses con el resto de inversores.

Por ello la hipótesis que planteamos es:

Hipótesis 3: Cuanto mayor es la penalización fiscal por dividendos en una economía menores son los repartos de dividendos realizados por las empresas.

2.2. LA SEPARACIÓN DE LA PROPIEDAD Y EL CONTROL Y LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

La estructura de propiedad de las empresas va a estar condicionada por los aspectos institucionales considerados ya que van a determinar los problemas de gobierno de las organizaciones en cada entorno legal.

La política de dividendos de las empresas puede actuar para resolver tales problemas pero el nivel de propiedad de los gerentes y de los accionistas de

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

referencia también puede actuar como un mecanismo sustitutivo a los dividendos para reducir los conflictos de intereses entre los accionistas y la dirección y entre los accionistas entre sí.

En los países anglosajones, los derechos de los accionistas están bien cubiertos legalmente de forma que es difícil que se produzcan transferencias de riqueza entre los distintos tipos de accionistas. Por tanto, el problema de agencia más importante que puede darse en el gobierno es el problema básico entre los accionistas y la dirección. De hecho, una de las vías más comunes para alinear los intereses es que los directivos participen en la propiedad de forma que sus objetivos en la empresa confluyan con los del resto de accionistas. De este modo, a medida que aumenta la participación de estos accionistas en el capital de la empresa se alinean sus intereses con el resto evitándose problemas como el de la discrecionalidad en el uso de la tesorería que queda libre lo que lleva a disminuir los repartos de dividendos que no son tan necesarios como mecanismo reductor (Crutchley y otros, 1999). Pero a niveles superiores de propiedad del equipo gestor comienza a dominar un posible efecto atrincheramiento con lo que la relación entre el nivel de propiedad de los administradores y la política de dividendos pasa a ser positiva debido a que esta decisión financiera puede ser muy útil para evitar que los accionistas internos se preocupen por tomar decisiones más acordes con sus propios intereses (Farinha, 2003). Finalmente, postulamos una nueva reducción de los repartos de dividendos en niveles más elevados de propiedad como consecuencia de una nueva alineación de intereses¹.

Para analizar más adecuadamente el problema propio de las empresas de Europa continental que presentan estructuras de propiedad más concentradas, empleamos una definición de accionistas internos que no se restrinja únicamente a la propiedad que poseen los directivos. Creemos que es más apropiado incluir, en un sentido más amplio, dentro de los accionistas internos, la propiedad que poseen los grandes accionistas ya que, al igual que la dirección empresarial, poseen una mayor influencia y una mayor ventaja informativa sobre la compañía que el resto de accionistas. Además, en muchos casos, son ellos quienes, directa o indirectamente, tienen el control de la empresa². Así La Porta y otros (1999) sugieren que, en las grandes empresas de estos países, el problema de agencia hace referencia a la potencial expropiación a la que pueden ser sometidos los accionistas minoritarios ante el ejercicio de control

¹ Aunque Farinha (2003) no obtiene evidencia empírica para soportar una relación cúbica entre dividendos y accionistas internos para una muestra de empresas del Reino Unido sí que señala de forma teórica la posibilidad de que pueda darse un nuevo cambio de tendencia en la empresa de este país con el fin de atraer futuros inversores cuando la propiedad de los internos sea suficientemente elevada.

² La consideración de los grandes accionistas, hasta niveles del 5% del total de las acciones, como accionistas internos a la empresa junto con la propiedad directiva, aparece en la información suministrada por las bases de datos *Thomson Financial*, *Marketguide*, *Worldvest base* y es empleada en los estudios de Short y otros (2002), Chen y Steiner (1999), entre otros.

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

por parte de los grandes accionistas. Este problema es relevante en los países de Europa continental que pertenecen a la ley civil donde los niveles de concentración de propiedad son mucho más elevados y donde la protección legal al pequeño accionistas es menor. Luego existe el riesgo de que grandes accionistas traten de controlar a la dirección y al consejo de administración de las empresas con el fin de extraer beneficios privados en la empresa.

Por tanto, en el entorno legal civil, a la luz de este problema de agencia, a niveles inferiores de propiedad de estos controladores, se puede dar una mejora en las políticas de reparto que sirve para distribuir fondos a los pequeños accionistas los cuales están más desprotegidos legalmente en estos países y tienen, por tanto, más dificultad *a priori* de obtener dividendos de sus acciones. En este caso, el efecto alineación provoca mayores repartos de dividendos contrariamente a lo que ocurre en los países anglosajones. Esta actuación es una garantía que señala a los pequeños accionistas que los controladores no van a extraer renta de la empresa y, por tanto, no van a perseguir beneficios privados.

Sin embargo, a niveles elevados de propiedad, el efecto atrincheramiento puede dominar a los grandes accionistas ya que no necesitan a otros accionistas para formar mayorías y para controlar la empresa con el propósito de perseguir beneficios privados (Dyck y Zingales, 2004). A tal fin, pueden tratar de conseguir que se reduzcan las políticas de dividendos con el fin de expropiar riqueza a los pequeños accionistas de la empresa y utilizar esos recursos para sus propios intereses (Faccio y otros, 2001 y Gugler y Yurtoglu, 2003). Pero, finalmente también en estas empresas, puede darse un nuevo efecto alineación de intereses a niveles más elevados de propiedad de los grandes accionistas quizá porque requieren a los minoritarios para nuevas aportaciones de fondos, en casos como ampliaciones de capital. Thomsen (2005) sugiere una relación cúbica entre dividendos y accionistas internos para una muestra de empresas europeas aunque no obtiene evidencia empírica que soporte la hipótesis. En nuestro país existe evidencia que confirman una relación cúbica de la propiedad del equipo gestor con la valoración de la empresa, como señalan Miguel y otros (2004), Fernández-Méndez y Gómez-Ansón (2002), entre otros y, paralelamente a esta relación, proponemos nuestra hipótesis de dividendos y propiedad de los internos de forma cúbica ampliada a los países del ámbito de la ley civil objeto de estudio.

Por tanto, planteamos las siguientes hipótesis que incluyen el posible efecto alineación y atrincheramiento y su repercusión sobre los dividendos según el problema de agencia que más propiamente tratan de resolver. Y estas hipótesis se plantean de forma diferente para las empresas del ámbito anglosajón y las de la ley civil y son, respectivamente:

Hipótesis 4a: La política de dividendos de las empresas de los países anglosajones disminuye primero para aumentar en un segundo momento cuanto mayor sea la propiedad de los accionistas internos y finalmente vuelve a disminuir a niveles muy elevados de propiedad de los accionistas internos.

Hipótesis 4b: La política de dividendos de las empresas de los países de la ley civil aumenta primero, posteriormente cae cuanto mayor sea la pro-

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

propiedad de los accionistas internos y finalmente vuelve a aumentar a niveles muy elevados de propiedad de los accionistas internos.

Otro aspecto relevante para la adopción de la decisión de dividendos es conocer la identidad de los accionistas de la empresa y, en particular, debido a su creciente importancia, la propiedad en manos de inversores institucionales. En los países del modelo anglosajón, los niveles de inversión institucional son muy elevados por lo que es más probable su interés por conocer y supervisar las decisiones que se tomen en la empresa. De este modo, pueden reclamar mayores dividendos, no tanto por razones de mayor remuneración sino más bien, y en línea con el enfoque de agencia desde la perspectiva *Law&Finance*, porque ello les permite un mejor seguimiento de la empresa desde los mercados y evitan, a su vez, posibles usos discrecionales por parte de la dirección de la tesorería que queda libre, como evidencian los estudios de Crutchley y otros (1999) y de Short y otros (2002)³.

La labor que desempeña la propiedad institucional en las empresas de los países civilistas es diferente tanto en su volumen como en el papel que ejercen dentro de la empresa. En cuanto a su papel dentro de la empresa, el grado de inversión institucional no ha sido muy relevante en las empresas hasta los últimos años. Y suelen estar gestionados por bancos que pueden, a su vez, tener otros intereses en la empresa, como acreedores o accionistas de referencia, y ser reacios, por tanto, a repartir mayores dividendos. Una vez más pueden quedar de manifiesto las diferencias institucionales que, en este caso, indican el mayor peso de la banca en los países civilistas y se traduce en el interés que puede tener el banco en la empresa para tratar de aprovechar el poder «adicional» que le otorgan los inversores institucionales con el fin de perseguir sus propios intereses sin perjudicar el fondo de inversión.

De este modo, planteamos las siguientes hipótesis para las empresas de uno y otro ámbito institucional:

Hipótesis 5a: Las empresas anglosajonas reparten más dividendos cuanto mayor es la propiedad en manos de inversores institucionales.

Hipótesis 5b: Las empresas de los países de la ley civil reparten menos dividendos cuanto mayor es la propiedad en manos de inversores institucionales.

³ Es posible plantear una relación no lineal entre dividendos y propiedad institucional, máxime cuando en los países anglosajones estos inversores son muy relevantes, como reflejan los datos de nuestro estudio. Si bien, el debate actual en torno a estos inversores está en si son o no inversores activos preocupados por la toma de decisiones. Nuestro trabajo justifica una posición activa que ven en los dividendos un buen instrumento para disciplinar a la dirección pero aún no existe evidencia empírica que plantee un efecto atrincheramiento de estos inversores quizá porque siempre tienen la posibilidad de desinvertir y llevar sus fondos a otra empresa. No tienen una posición tan vinculante como la dirección y de ahí que no nos decidamos a plantear una relación no lineal aunque esta posibilidad podría ser analizado en una futura línea de investigación.

2.3. DIVIDENDOS Y DECISIONES FINANCIERAS

La política de endeudamiento puede influir en el grado de utilización de los dividendos para los problemas de agencia que surgen en las empresas. En particular, La Porta y otros (2000) sugieren que, en los países anglosajones, la deuda puede actuar alternativamente a los dividendos para disciplinar la actuación directiva en la empresa. En las empresas de los países de la ley civil también la deuda puede servir como recambio de los dividendos. Y en este caso, cabe también que se busque una buena reputación ante los intermediarios financieros tomando decisiones como la de reducir los dividendos y, al menos, no llegar a elevados niveles de repartos como señalan Leuz, Deller y Stubenrath (1998) para una muestra de empresas alemanas. De esta forma planteamos la misma hipótesis para las empresas de ambos marcos institucionales y se formula del siguiente modo:

Hipótesis 6: A medida que aumenta el nivel de endeudamiento el reparto de dividendos de las empresas es menor.

Y junto a esto, conviene considerar que, cuando la empresa tiene oportunidades de inversión, es muy posible que los repartos de dividendos sean menores ya que se necesitan los fondos generados por la propia empresa para financiar los futuros proyectos. En particular, en los países anglosajones cuya protección legal al accionista se demuestra mayor, el estudio de La Porta y otros (2000) evidencia que existe una relación negativa entre los dividendos y las oportunidades de crecimiento debido no sólo a una necesidad mayor de fondos sino también a que las empresas en crecimiento suelen tener menos tesorería libre con lo que es más difícil para el directivo un comportamiento discrecional (Smith y Watts, 1992).

Esta argumentación es igualmente aceptable para las empresas de los países de la ley civil salvo que carezcan de oportunidades de crecimiento; en estas circunstancias, los pequeños accionistas de estas empresas, débilmente protegidos, no tienen ni la suficiente cobertura legal ni, en muchos casos, el suficiente poder accionarial para exigir más dividendos como sí ocurre en las empresas anglosajonas. Aún así cabe postular la siguiente hipótesis con independencia del origen legal de cada compañía:

Hipótesis 7: A medida que aumentan el conjunto de oportunidades de inversión de la empresa disminuyen los repartos de dividendos.

3. Metodología de la investigación

3.1. INFORMACIÓN Y MUESTRA

La información necesaria para contrastar las hipótesis planteadas se recopiló a partir de diferentes fuentes de información. La base de datos *Compustat* se empleó para la obtención de datos financieros de las empresas. La información de los propietarios de las empresas se consiguió utilizando la base de datos Worldvest base y *Peerscope* que posee *Deloitte and Touch* ambas en

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

internet, para las empresas americanas y *Amadeus*, suministrada por *Bureau van Dijk*, para los datos de propiedad de las empresas europeas. También utilizamos las tablas de *Derechos de los accionistas* y *Derechos de los acreedores* realizadas por La Porta y otros (1997). La muestra es de 931 empresas durante el período 1996-2000 con un total de 4092 observaciones. Del total de las empresas, 462 son estadounidenses y 469 europeas.

TABLA 1.—*Composición de la muestra. Número de empresas y distribución internacional*

	Nº empresas	Observaciones
EE.UU.	462	1.830
Europa	469	2.262
Total	931	4.092

De las empresas europeas, 167 pertenecen a la ley civil en su rama francesa lo que supone el 35,61% del total de nuestra muestra de este continente y son principalmente empresas francesas, españolas y belgas. De la vertiente alemana de la ley civil, tenemos 79 empresas que supone el 16,84% de la muestra europea y que pertenecen mayoritariamente a Alemania aunque también hay varias de Austria. En cuanto a la rama escandinava, que es la menos amplia de las tres, tenemos 56 empresas suecas y danesas lo que supone casi el 12% del total europeo. Por último, dentro de este continente pero pertenecientes al Derecho consuetudinario, como las empresas de EE.UU., tenemos 167 empresas, casi todas británicas y dos irlandesas, que constituyen el 35,61% de la muestra europea. En este caso, el número de países europeos de origen anglosajón no es muy numeroso pero sí que lo es el número de empresas que cotizan en sus mercados; de ahí que su número, en nuestra muestra europea, sea también relevante. La tabla 3 recoge también la composición de la muestra de empresas agrupadas por sectores de actividad según los dos primeros dígitos del Código CNAE-93. Como se puede comprobar existen una representación muy variada de sectores en las empresas que componen nuestra muestra lo cual resulta más apropiado para el propósito de nuestra investigación.

TABLA 2.—*Composición de la muestra de empresas europeas según su origen legal*

Tradición ley civil		
Origen francés	Nº empresas	Observaciones
Francia	71	350
España	44	212
Países Bajos	29	151
Bélgica	12	63
Grecia	6	33
Italia	2	10
Luxemburgo	2	10
Portugal	1	5
Total	167	834
Porcentaje	35,61%	

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

TABLA 2.—Composición de la muestra de empresas europeas según su origen legal (cont.)

Tradición ley civil		
Origen alemán	Nº empresas	Observaciones
Alemania	71	341
Austria	8	38
Total	79	379
Porcentaje	16,84%	
Tradición Derecho consuetudinario		
Origen escandinavo	Nº empresas	Observaciones
Dinamarca	33	158
Suecia	23	70
Total	56	228
Porcentaje	11,94%	
Tradición Derecho consuetudinario		
	Nº empresas	Observaciones
Gran Bretaña	165	811
Irlanda	2	10
Total	167	821
Porcentaje	35,61%	

TABLA 3.—Composición de la muestra de empresas por sectores de actividad

Código CNAE-93	Sectores de actividad	Nº Empresas
1,02	Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	12
10	Extracción y aglomeración de carbón	12
11,12	Extracción de petróleo, gas natural, uranio y torio	8
14	Extracción de minerales no energéticos	12
15,16	Industria de alimentos, bebidas y tabaco	104
17,18	Industria textil y de la confección	31
19	Industria del cuero y el calzado	4
21	Industria del papel. Artes gráficas y edición	57
23	Coquerías. Refinerías. Tratamiento de combustibles nucleares	4
24	Industria química	85
25	Fabricación de productos de caucho y materias plásticas	27
26	Fabricación de productos minerales no metálicos	23
27	Metalurgia	31
28	Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria	15
29	Construcción de maquinaria y equipo mecánico	23
30,32	Fabricación de máquinas de oficina, equipo informático y material electrónico	85
31	Fabricación de maquinaria y material eléctrico	46
35	Fabricación de otro material de transporte	35
36,37	Fabricación de muebles. Otras industrias manufactureras. Reciclaje	42
40,41	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	38
45	Construcción	54
50	Venta y reparación de vehículos. Venta de combustible	8

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

TABLA 3.—*Composición de la muestra de empresas por sectores de actividad (cont.)*

Código CNAE-93	Sectores de actividad	Nº Empresas
51	Comercio al por mayor. Intermediarios del comercio	49
52	Comercio al por menor. Reparaciones domésticas	8
55	Hostelería	8
61	Transporte marítimo y fluvial	8
62	Transporte aéreo y espacial	4
63,64	Actividades anexas a los transportes. Agencias de viaje. Comunicaciones	35
74	Otras actividades empresariales	54
85	Actividades sanitarias y veterinarias. Servicios sociales	4
92	Actividades asociativas, recreativas y culturales	8

3.2. MODELO ANALÍTICO Y TÉCNICAS ECONÓMICAS EMPLEADAS

La metodología aplicada en nuestra investigación para la contrastación empírica de las hipótesis planteadas se ha llevado a cabo empleando las técnicas de análisis Tobit y de datos panel con efectos dinámicos en dos etapas. En la primera se aplica la metodología Tobit propuesta por Arellano y Bover (1997) como previa a la estimación del panel dinámico y que ya ha sido empleada para el caso español por Giner y Salas (1995) y posteriormente por Lozano y otros (2002). De este modo, se procede a la estimación del modelo siguiente que no es más que una adaptación del modelo de Lintner con las variables en forma de ratios.

$$DIV_{it} = a_i + c (r_1 + r_2 \text{ANGLO}) ROE_{it} + (1-c) DIV_{i(t-1)} + u_{it} \quad (1)$$

Este modelo es el más empleado en estudios que comparan internacionalmente las políticas de dividendos de las empresas. Bancel y otros (2005) lo utilizan antes de aplicar la metodología de datos panel para una muestra de empresas europeas. Aivazian y otros (2003) lo emplean, previamente a la incorporación de más variables, para comprobar si las empresas de los países en vías de desarrollo en comparación con las de EE.UU. realizan políticas de alisamiento de dividendos. También es empleada en el estudio de Correia da Silva y otros (2005) para una muestra de empresas alemanas. Es posible que, para un estudio realizado para una muestra de empresas de un único país, modelos como el propuesto por Adedeji (1998) para empresas británicas o la adaptación que realizan Lozano y otros (2002) para empresas españolas puedan ser más dinámicos e incorporan más variables explicativas como los flujos de tesorería aproximados a partir de los beneficios y de las amortizaciones. Pero, aparte de la dificultad que supone aproximar de forma homogénea para empresas de diferentes países variables como los flujos de tesorería, recientes estudios de comparación internacional confirman el empleo del modelo de Lintner como modelo de referencia de los dividendos.

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

En el modelo (1) la ratio *payout* objetivo de las empresas puede ser diferente debido a los aspectos institucionales de cada sistema financiero. En concreto, en las empresas del ámbito europeo continental vamos a considerar una ratio *payout* objetivo de r_1 y en las empresas de los países anglosajones una ratio *payout* objetivo de $(r_1 + r_2)$. Esta distinción se justifica debido a que los repartos de dividendos pueden ser diferentes en las empresas según cuál sea el origen legal de cada país⁴.

Una vez obtenida la variable dividendos censurada damos entrada a la influencia en esta decisión financiera de variables que nos permitan una mejor explicación de las políticas de dividendos adoptadas en diferentes entornos económicos y adecuadas a las oportunidades de crecimiento empresarial y a la peculiar estructura de propiedad y de capital que tenga la empresa. Factores que, como hemos expuesto, se emplean como consecuencia de los diversos problemas de agencia: en el entorno anglosajón es un conflicto más bien entre la dirección y los accionistas y en los países civilista el conflicto es entre grandes y pequeños accionistas. El modelo ampliado que va a ser objeto de contrastación empírica en este trabajo es el siguiente:

$$\begin{aligned} DIVc_{it} = & b_0 + b_1 DIVc_{i(t-1)} + (b_2 + a_2 ANGLO) INSI_{it} + \\ & (b_3 + a_3 ANGLO) INSI_{it}^2 + (b_4 + a_4 ANGLO) INSI_{it}^3 + \\ & (b_5 + a_5 ANGLO) INSTI_{it} + (b_6 + a_6 ANGLO) L_{it} + \\ & (b_7 + a_7 ANGLO) MB_{it} + d_1 DACC + d_2 DACR + d_3 TAX + \\ & (b_7 + a_7 ANGLO) LOGACT_{it} + h_i + n_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

donde $DIVc_{it}$ es la tasa de reparto de dividendos del período, medida como el cociente entre los dividendos repartidos y los activos totales ya censurada por el modelo tobit anterior⁵, $INSI_{it}$ es la variable que mide la participación en la propiedad de la empresa de los accionistas internos en sentido amplio y se calcula como el porcentaje del total de acciones en tanto por uno de todos los miembros del equipo gestor, directivos y consejeros, más los accionistas que poseen más del 5% del total de las acciones de la compañía⁶, $INSTI$ es la

⁴ Los resultados de la estimación Tobit año a año que se realiza previa a la estimación de datos panel con efectos dinámicos, como proponen Arellano y Bover (1997), aparecen recogidos en la tabla 6 del trabajo.

⁵ Como medida de robustez vamos a emplear la ratio dividendos-precio de la acción que también será censurada previamente con el modelo Tobit propuesto. Junto a estas medidas es muy frecuente emplear la ratio *payout*, medida como el cociente entre los dividendos y el beneficio. Hay que considerar que en nuestro caso el coeficiente del ratio *payout* aparece recogido en el modelo 1 y, además en ese mismo modelo, se utiliza la ratio ROE que se obtiene a partir del beneficio neto. De ahí que no utilizemos en nuestro trabajo esta tercera variable como medida de robustez.

⁶ En nuestro caso nos parece más adecuada utilizar esta variable como proponen Denis y McConnell (2003) y ya emplean Short y otros (2002) frente a un análisis más tradicional en el que se utilizan como variables la concentración de propiedad y el nivel de propiedad directiva ya que, y como ya hemos mencionado, en los países del ámbito europeo, adquiere más importancia el problema de gobierno entre grandes y pequeños accionistas que entre éstos y la dirección

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

variable que mide el grado de inversión institucional y que se calcula como la propiedad de estos inversores en tanto por uno sobre el total de la empresa, L_{it} representa el nivel de endeudamiento, como cociente entre el valor contable de los recursos ajenos y el valor contable de sus activos totales, MB_{it} es el valor de mercado dividido por el valor contable de los activos totales empleada para aproximar el conjunto de oportunidades de crecimiento que tiene la empresa, LOGACT mide el tamaño como logaritmo neperiano de los activos ya que es posible que exista distinto comportamiento en empresas grandes y pequeñas. La variable DACC y DACR tratan de aproximar, mediante índices elaborados por La Porta y otros (1997) para cada país, los derechos de los accionistas y de los acreedores y la variable TAX mide la diferencia impositiva entre percibir dividendos o ganancias de capital en cada país, que ha sido elaborada por La Porta y otros (2000) y empleada recientemente en el estudio de Bancel y otros (2005). Y utilizamos la variable *dummy* (ANGLO) que toma valor 1 para empresas de EE.UU., Reino Unido e Irlanda y 0 para el resto con el fin de comprobar el efecto de cada variable en las políticas de dividendos adoptadas por las empresas según que operen en un sistema anglosajón o de procedencia en la ley civil. Una descripción más detallada de cada variable en el que se explica el recurso empleado para su obtención aparece recogida en la tabla 4.

TABLA 4.—*Las variables: descripción y recurso para su obtención*

Variable	Descripción
DIV	La tasa de reparto de dividendos del período medida por los dividendos repartidos por la empresa en ese ejercicio y dividida por el valor contable de los activos totales de la empresa. También vamos a utilizar entre las variables explicativas la tasa de reparto de dividendos del período anterior. Como medida de robustez vamos a emplear la ratio dividendos-precio de la acción. Recurso: Compustat
ROE	La ratio de rentabilidad financiera calculada como el cociente entre el beneficio neto y el valor contable de los fondos propios de la empresa. Recurso: Compustat
INSI	El nivel de propiedad de la empresa de los accionistas internos en sentido amplio y se calcula como el porcentaje del total de acciones en tanto por uno de todos los miembros del equipo gestor, directivos y consejeros, más los accionistas que poseen más del 5% del total de las acciones de la compañía. En nuestro caso nos parece más adecuada utilizar esta variable frente a un análisis más tradicional en el que se utilizan como variables la concentración de propiedad y el nivel de propiedad directiva. Ello se debe a que en los países del ámbito europeo, adquiere más importancia el problema de gobierno entre grandes y pequeños accionistas que entre éstos y la dirección exclusivamente. Esta variable aparece en la información suministrada por las bases de datos Thomson Financial, Marketguide, Worldvest base, se puede elaborar con los datos de Amadeus y es empleada en los estudios de Short y otros (2002), Chen y Steiner (1999), entre otros, y se recomienda en el suvey sobre gobierno de la empresa internacional de Denis y McConnell (2003) cuando analiza la estructura de propiedad.

exclusivamente. De hecho, la variable propiedad directiva en sentido estricto no permite medir este problema. Por las mismas circunstancias, tampoco resulta del todo adecuada la variable concentración de propiedad. La variable INSI está elevada al cuadrado y al cubo con el fin de recoger la relación no lineal con los dividendos.

TABLA 4.—Las variables: descripción y recurso para su obtención (cont.)

Variable	Descripción
INSTI	La propiedad de los inversores institucionales se calcula como el porcentaje del total de acciones en tanto por uno de todos los inversores institucionales que tienen una posición inversora en la empresa. Recurso: Amadeus y Worlvestbase
L	El nivel de endeudamiento de la empresa se calcula como el cociente entre el valor contable de los recursos ajenos y el valor contable de sus activos totales. Recurso: Compustat
MB	La ratio MB se emplea para medir el conjunto de oportunidades de crecimiento y utilizaremos el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los activos de la empresa. Recurso: Compustat
TAX	La diferencia impositiva en cada sistema jurídico entre percibir dividendos o ganancias de capital en cada país, que ha sido elaborada por La Porta y otros (2000) y empleada recientemente en el estudio de Bancel y otros (2005). Se obtiene como la ratio para un inversor de una unidad de dinero percibida como dividendos frente a una recibida en forma de ganancias de capital cuando se mantiene dentro de la empresa como ganancias retenidas teniendo en cuenta en cada país si se entrega a los accionistas algún crédito de imputación total o parcial por los dividendos percibidos.
DACC	El índice agregado de los derechos de los accionistas. Este índice aparece recogidos en los estudios de La Porta y otros (1997) y se forma como una variable dummy que toma valor de 0 a 5 según el número total de estos derechos que tenga un accionista en cada país.
DACR	El índice agregado de los derechos de los acreedores. Este índice aparece recogidos en los estudios de La Porta y otros (1997) y se forman como una variable dummy que toma también valor de 0 a 5 según que los acreedores estén más protegidos legalmente en cada país.
ANGLO	La variable dummy que toma valor 1 para empresas de EE.UU. Reino Unido e Irlanda y 0 para el resto con el fin de comprobar el efecto de cada variable en las políticas de dividendos adoptadas por las empresas según que operen en un sistema anglosajón o de procedencia en la ley civil. Recurso: LaPorta y otros (1997)

Para la contrastación empírica de las hipótesis de nuestro trabajo empleamos la técnica de datos de panel con efectos dinámicos que nos permite comprobar la reacción del dividendo empresarial, en cada marco institucional, ante variaciones en los factores explicativos a lo largo de un período de tiempo. La utilización de esta técnica tiene múltiples ventajas frente al análisis de corte de transversal. La primera es el denominado control de la heterogeneidad inobservable constante; en nuestro caso, las peculiaridades propias de las empresas afectan como ya hemos dicho a las políticas de reparto de dividendos y estas características persisten a lo largo del tiempo. La segunda es la dimensión dinámica de nuestro panel de datos. Teniendo en cuenta esto, en esta segunda fase de la investigación empírica procedemos a la estimación del modelo (2) por el método Generalizado de los Momentos una vez sustituida la variable dependiente por la obtenida en el modelo (1). Y consideramos como variables endógenas las variables explicativas ya que éstas pueden actuar de manera simultánea con los dividendos para resolver los problemas de agencia propios de cada empresa, como hemos argumentado en nuestro trabajo. Para solucionar este problema de endogeneidad utilizamos como instrumentos válidos, como sugieren Arellano y Bond (1991), los retardos t-2 de las variables endógenas. Y finalmente, para eliminar la existencia de efectos indi-

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

viduales por cada empresa, las variables se transforman en primeras diferencias⁷.

4. Resultados

4.1. RESULTADOS DESCRIPTIVOS

Una primera aproximación a los resultados de nuestro estudio procede de un análisis descriptivo previo que hemos llevado a cabo a partir de los valores más significativos de las variables utilizadas. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto la existencia de diferencias importantes y significativas en los dividendos repartidos por término medio en las empresas de cada marco institucional. En particular, el valor p del estadístico t, obtenido al realizar un test de diferencia de medias entre las variables de las empresas anglosajonas y las de las empresas de la ley civil, muestra que los valores medios de cada variable son diferentes y significativos para las empresas de cada grupo.

TABLA 5.—*Estadísticos descriptivos de las variables en niveles para las empresas del ámbito anglosajón y del europeo continental*

Variable	Media			Mediana		Desv. est.		Máximo		Mínimo	
	Anglo	Civil	p value	Anglo	Civil	Anglo	Civil	Anglo	Civil	Anglo	Civil
DIV	0,019	0,016	0,008***	0,015	0,004	0,027	0,043	0,886	0,783	0,000	0,000
INSI	0,297	0,654	0,000***	0,260	0,703	0,234	0,283	1,000	1,000	0,000	0,000
INSTI	0,481	0,070	0,000***	0,497	0,000	0,255	0,127	1,000	1,000	0,000	0,000
PROP1	0,185	0,416	0,000***	0,132	0,420	0,155	0,251	1,000	1,000	0,001	0,001
PROP2	0,088	0,127	0,000***	0,079	0,100	0,049	0,117	0,480	0,390	0,000	0,000
L	0,282	0,499	0,000***	0,279	0,508	0,193	0,191	0,884	0,962	0,000	0,000
MB	1,999	0,999	0,000***	1,217	0,574	2,444	1,931	1 3,360	6,220	0,016	0,551
LOGACT	3,989	2,673	0,000***	3,732	2,580	1,684	0,857	7,527	6,689	0,912	1,022
ROE	0,146	0,142	0,427	0,141	0,127	0,127	0,223	0,946	2,631	-0,478	-1,277

DIV es la tasa de reparto de dividendos del período, medida como el cociente entre los dividendos repartidos y los activos totales, INSI es la variable que mide la participación de los accionistas internos que se calcula también como el porcentaje de la propiedad de estos inversores sobre el total de la empresa, INSTI es la variable que mide el grado de inversión institucional y que se calcula como el porcentaje de la propiedad de estos inversores sobre el total de la empresa, PROP1 mide la participación en tanto por uno del primer accionista en la empresa, PROP2 la propiedad del segundo, L representa el nivel de endeudamiento, como cociente entre el valor contable de los recursos ajenos y el valor contable de sus activos totales, MB es el valor de mercado dividido por el valor contable de los activos totales, LOGACT mide el tamaño como logaritmo neperiano de los activos, ROE es la rentabilidad financiera. Los valores de las variables utilizadas para las empresas de nuestra muestra tanto del entorno anglosajón como del ámbito legal civil corresponden a la media, la mediana, la desviación típica, los valores máximo y mínimo. El valor del estadístico p se obtiene al realizar un test de diferencia de medias entre las variables de las empresas anglosajonas y las de las empresas de la ley civil. Los resultados muestran el valor de probabilidad y se indica con un * si el estadístico es significativo al 90%, ** si el estadístico es significativo al 95% y *** si el estadístico es significativo al 99% para confirmar la hipótesis de diferencia de medias para cada variable entre las empresas de uno u otro entorno legal.

⁷ La estimación de los parámetros del modelo ha sido realizada utilizando el programa Stata 9.0 que adapta el programa DPD, *Dynamic Panel Data*, elaborado por Arellano y Bond (1988).

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

En concreto, se observa que las empresas anglosajonas reparten más dividendos, se hallan menos apalancadas, con unos niveles de deuda que no llegan al 30% del total de los pasivos frente al 50% en las empresas de distinto ámbito legal, disponen de mayores oportunidades de crecimiento que las empresas del ámbito europeo continental y presentan una estructura de propiedad caracterizada por una participación mucho más elevada de la inversión institucional, que alcanza más del 40% del total de la propiedad frente a tan sólo el 7% de las empresas del entorno de ley civil. Este último resultado puede indicar que la concentración de la propiedad es elevada también en las empresas anglosajonas. Por este motivo hemos incluido en el análisis descriptivo los valores significativos de propiedad en manos del primer y del segundo accionista. Las diferencias existentes en los valores medios, 18% y 8,8% en las empresas anglosajonas frente al 41% y 12% en las empresas civilistas para la propiedad del primer y segundo accionista respectivamente, revelan que la propiedad de los accionistas internos y la de los inversores institucionales en las empresas del ámbito anglosajón es una propiedad dispersa en un número elevado de este tipo de inversores que se dan en cada compañía.

De este modo, si a este disímil modelo de arquitectura financiera se añade el diferente grado de protección al accionista en cada entorno se puede tener una idea de la distinta dimensión de los problemas de agencia de las empresas de uno y otro marco legal e institucional y, por ende, de las diferentes políticas de dividendos que se adoptan.

4.2. RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN

Los resultados de la estimación aparecen a continuación. En una primera etapa se recogen los valores obtenidos por la aplicación del Tobit a la ecuación (1).

Los resultados son útiles para censurar la variable dividendos que en una segunda etapa de la investigación se va a emplear en la estimación del modelo (2) con efectos dinámicos. Las variables del modelo son significativas en todos los años y es importante reseñar que la constante sale negativa y significativa contrariamente a lo que señalaba el propio Lintner (pág. 107, 1956) que debía «ser cero en algunas compañías o positiva para reflejar la reluctancia a reducir los dividendos más que a aumentarlos». El hecho de obtener un coeficiente negativo puede recoger la disminución de los dividendos que en este período se han producido en muchas de las empresas de los principales países.

La tabla 7 presenta los resultados obtenidos de la estimación del modelo propuesto en la ecuación (2) utilizando como variable dependiente la obtenida a partir de los resultados de la tabla 6. Los resultados que aparecen en las columnas I, II y III son diferentes debido a la inclusión de la variable accionistas internos primero de forma lineal y a continuación de forma cuadrática y cúbica. Se ha realizado además un análisis de robustez en el sentido de sustituir la variable dependiente de los dividendos calculada como cociente de los activos totales por otra obtenida como el dividendo por el precio de la acción. Estos resultados aparecen en la columna IV.

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

TABLA 6.—*Estimación del modelo de regresión para censurar la variable dividendos por el método tobit*

	Año 1997	Año 1998	Año 1999	Año 2000
Constante	-0,0079** (0,0015)	-0,0055*** (0,0013)	-0,0239** (0,0048)	0,0051 (0,0031)
DIV _{it(t-1)}	0,8597*** (0,0418)	0,9289*** (0,0316)	1,3196*** (0,1011)	0,0574*** (0,0156)
ROEAnglo	0,0002** (0,00008)	0,0003*** (0,00007)	0,0005** (0,0002)	0,0004*** (0,0002)
ROE	0,0002*** (0,000007)	-0,00007 (0,00006)	0,0003*** (0,0002)	0,00007 (0,0001)
Log-Likelihood	1262,45	1306,69	514,37	588,004

La tabla contiene la estimación de los parámetros de la siguiente regresión año a año:

$$DIV_{it} = a_i + c (r_1 + r_2 \text{ANGLO}) ROE_{it} + (1-c) DIV_{it(t-1)} + u_{it}$$

DIV_{it} es la tasa de reparto de dividendos del período, medida como el cociente entre los dividendos repartidos y los activos totales, ROE es la rentabilidad financiera. De este modo, se procede a la estimación del modelo siguiente que no es más que una adaptación del modelo de Lintner (1956) con las variables en forma de ratios. El coeficiente de la ratio payout objetivo de las empresas puede ser diferente debido a los aspectos institucionales de cada sistema financiero. Por ello el coeficiente (r1 + r2) se ve afectado por la variable dummy ANGLO que toma valor 1 si la empresa de la muestra es anglosajona y cero si es de origen legal civil. Los resultados muestran el valor del coeficiente indicando con un * si es significativo al 90%, ** si es significativo al 95% y *** si es significativo al 99%. Entre paréntesis se recoge el error estándar.

En la tabla 7 se muestran, inicialmente, los coeficientes de las variables institucionales seguidas del resto de variables, en primer lugar los coeficientes (*b_i*) correspondientes a las empresas de los países de la ley civil y a continuación los coeficientes (*a_i*) de cada variable que, junto con los coeficientes (*b_i*), corresponden a las empresas anglosajonas. Y aparecen también recogidos los resultados obtenidos por el test estadístico de Sargan y por la autocorrelación de segundo orden que nos permiten confirmar la validez de los instrumentos empleados y, al menos, la ausencia de autocorrelación de segundo orden para las empresas de nuestra muestra. También el resultado que obtenemos para el test de Wald en todos los casos permite aceptar la bondad del modelo planteado de modo que la política de dividendos se establece como una decisión en la que se tienen en cuenta los dividendos de otros períodos y también elementos procedentes de la estructura de propiedad y de capital, así como del conjunto de oportunidades de inversión empresarial, según el grado de protección de los inversores en cada país.

TABLA 7.—*Estimación del modelo completo con efectos dinámicos*

		I	II	III	IV
Variables de protección a los inversores	Constante	-0.0442 (0.0707)	0.1556*** (0.0239)	0.0392 (1.8401)	-0.0280 (0.0475)
	DIV _{cit(t-1)}	-1.8287*** (0.2083)	-1.6408*** (0.2197)	-1.8787*** (0.1965)	-1.8477*** (0.0762)
	DACC	0.0384** (0.0116)	0.0227** (0.0100)	0.0313** (0.0106)	0.0497** (0.0048)

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

TABLA 7.—Estimación del modelo completo con efectos dinámicos (cont.)

		I	II	III	IV
Variables de las empresas de los países de ley civil	DACR	0.0150 (0.0135)	0.0037 (0.0049)	0.0012 (0.0003)	0.0320 (0.0094)
	TAX	0.1320*** (0.0571)	0.1498*** (0.0606)	-0.098 (0.160)	-0.0223 (0.0126)
	INSI _{it}	0.4847* (0.3194)	1.6886** (0.7186)	4.7768*** (1.5358)	1.6509*** (0.7731)
	INSI ² _{it}		-1.3112** (0.5806)	-8.3630*** (1.6411)	-2.4134*** (1.4353)
	INSI ³ _{it}			4.5414*** (1.7301)	1.1442* (0.7982)
	INSTI _{it}	-0.1970** (0.0694)	-0.1315** (0.6295)	-0.1419** (0.0694)	-0.0488* (0.0475)
	L _{it}	1.0882 (0.5893)	0.9616 (0.4924)	0.8627 (0.4553)	0.2445 (0.5295)
	MB _{it}	-0.0027 (0.0289)	0.0013 (0.0427)	-0.0109 (0.0368)	0.04628 (0.0343)
	LOGACT _{it}	-0.3141 (0.8149)	0.5189 (0.5535)	-0.8064 (0.4210)	-0.7340* (0.3375)
	Variables de las empresas de los países anglosajones	INSI _{it}	-0.2349 (0.2761)	-1.8467** (0.7934)	-3.4106*** (1.6411)
INSI ² _{it}			1.3583** (0.6295)	6.7624*** (3.2352)	2.1574*** (1.2662)
INSI ³ _{it}				-3.4689*** (1.9247)	-1.4247** (0.7797)
INSTI _{it}		0.0826*** (0.0271)	0.1042*** (0.0288)	0.1032*** (0.0267)	0.0514*** (0.0143)
L _{it}		-0.4993** (0.4594)	-0.6189** (0.3342)	-0.4519* (0.2392)	-0.4508** (0.2284)
MB _{it}		-0.0336*** (0.0102)	-0.0282** (0.0115)	-0.0343*** (0.0096)	-0.0320*** (0.0054)
LOGACT _{it}		0.0287 (0.0140)	0.0025 (0.0078)	0.0266* (0.0143)	0.0527*** (0.0097)
Dummy 1999					0.0111 (0.0367)
Dummy 2000		-0.0560 (0.0426)	-0.0698* (0.0396)	-0.0577 (0.0398)	
Test de Wald		4180.7 (20)	1325.48 (20)	2695.9 (24)	1743.80 (25)
m ₁	3.67	0.52	3.13	6.06	
m ₂	0	0	0	0	

Notas de la Tabla: La tabla contiene la estimación de los parámetros de la siguiente regresión:

$$DIVc_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIVc_{it-1} + (\beta_2 + \alpha_2 ANGLO) INSI_{it} + (\beta_3 + \alpha_3 ANGLO) INSI^2_{it} + (\beta_4 + \alpha_4 ANGLO) INSI^3_{it} + (\beta_5 + \alpha_5 ANGLO) INSTI_{it} + (\beta_6 + \alpha_6 ANGLO) L_{it} + (\beta_7 + \alpha_7 ANGLO) MB_{it} + \delta_1 DACR + \delta_2 DACR + \delta_3 TAX + (\beta_7 + \beta_7 ANGLO) LOGACT_{it} + \eta_i + v_{it}$$

DIV_{it} es la tasa de reparto de dividendos del período, medida como el cociente entre los dividendos repartidos y los activos totales, INSI_{it} es la variable que mide la participación de los accionistas internos que se calcula como la propiedad de estos inversores en tanto por uno sobre el total de la empresa, INS-

*Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...*TABLA 7.—*Estimación del modelo completo con efectos dinámicos*

TI es la variable que mide el grado de inversión institucional y que se calcula como la propiedad de estos inversores en tanto por uno sobre el total de la empresa, L_{it} representa el nivel de endeudamiento, como cociente entre el valor contable de los recursos ajenos y los activos totales, MB_{it} es el valor de mercado dividido por el valor contable de los activos totales, LOGACT mide el tamaño como logaritmo neperiano de los activos. Las variables DACC y DACR son índices elaborados por La Porta y otros (1997) para cada país, que aproximan los derechos de los accionistas y los acreedores y la variable TAX mide la diferencia impositiva entre percibir dividendos o ganancias de capital en cada país, elaborada por La Porta y otros (2000). La variable *dummy* ANGLO toma valor 1 para empresas de EEUU, Reino Unido e Irlanda y 0 para el resto. Las variables *dummy* 1997, 1998, 1999, y 2000 corresponden a las variables ficticias temporales. Cuando no aparece su valor es porque han sido eliminadas por el programa debido a problemas de colinealidad. El test de Wald proporciona el contraste de la hipótesis de nulidad de todos los coeficientes, salvo el término constante, y se distribuye según una función χ^2_r con un número de grados de libertad igual al número de coeficientes estimados. El test de Sargan o test de condiciones de sobreidentificación nos permite contrastar que las restricciones de sobreidentificación empleadas son válidas y se distribuye según una función χ^2_r siendo r el número de condiciones de sobreidentificación. Los tests m_1 y m_2 nos permiten detectar la eventual autocorrelación serial de primer y segundo orden y se distribuyen según una función normal tipificada, siendo la hipótesis nula la ausencia de correlación. Los estadísticos t_i son los estadísticos para el contraste de restricción lineal bajo la hipótesis nula de igualdad de los coeficientes de cada variable en las empresas de uno y otro entorno institucional. Los resultados muestran el valor del coeficiente indicando con un * si es significativo al 90%, ** si es significativo al 95% y *** si es significativo al 99%. Entre paréntesis se recoge el error estándar y en los tests estadísticos los grados de libertad.

En cuanto a los coeficientes estimados, podemos comprobar que existe una relación negativa entre el dividendo actual y el dividendo pagado el año anterior ($DIV_{ci(t-1)}$) para las empresas de la muestra, que ha sido obtenida con el modelo (1). Esta variable recoge no sólo el efecto de los dividendos pagados en el período anterior sino también la rentabilidad financiera de la empresa y el efecto de la constante que salía negativa y que permite evidenciar la disminución de dividendos que se ha producido en los últimos años del siglo en muchas de las grandes empresas de los principales países. Junto a esto, el hecho de que esta relación de la variable dependiente con ella misma retardada sea significativa y negativa nos permite confirmar el carácter dinámico del modelo utilizado. Y corrobora, por tanto, que esta política no es estable en el tiempo y que debe adecuarse a los particulares problemas de agencia que suscitan la propia dinámica de la actividad empresarial en cada entorno legal e institucional.

La tabla 7 muestra también los resultados obtenidos por la influencia en las políticas de dividendos de las empresas de las variables que tratan de medir los efectos de los diferentes marcos institucionales. De este modo, obtenemos una relación positiva y significativa al 99% de confianza entre los dividendos repartidos y las variables que miden la protección legal de los accionistas en cada país (DACC), relación que valida la hipótesis 1 planteada. Por tanto, a medida que la protección a los accionistas minoritarios sea mayor las empresas optan por aumentar sus políticas de dividendos, lo que justifica que esta decisión financiera es una consecuencia de las protecciones legales a los accionistas. Y ello explica la mayor tendencia a repartir dividendos en las empresas anglosajonas que en las empresas de la ley civil a pesar de las disminuciones en los últimos años de esta política financiera. Pero no obtenemos una relación significativa entre los derechos de los acreedores (DACR) y los dividendos, resultado que tampoco sale significativo en el estudio de La Por-

ta y otros (2000). En este caso, por tanto, no podemos confirmar que se cumpla la hipótesis 2 de nuestro trabajo. Y para el coeficiente de la variable que mide la diferencias en la imposición por dividendos en cada país (TAX) sale significativo y positivo en los modelos I y II donde la variable dependiente es dividendos-precio de la acción y donde no se incluye la variable accionistas internos elevada al cubo. Por tanto, sólo en esos dos casos podemos confirmar la validez de la hipótesis 3 de nuestro trabajo.

Los resultados obtenidos con las variables de propiedad relativas a los accionistas internos en las empresas de los países anglosajones ($INSI_{it}$) confirman que la propiedad de éstos ejerce una influencia en los conflictos de agencia entre accionistas y directivos y, por tanto, afecta a la política de dividendos que las empresas van a adoptar. Inicialmente obtenemos un efecto alineación entre accionistas y directivos que hace que los dividendos no sean tan necesarios para resolver el conflicto pero, sin embargo, a niveles mayores de propiedad de los accionistas internos, la relación de la variable al cuadrado ($INSI_{it}^2$) y los dividendos repartidos pasa a ser positiva ya que puede dominar un efecto atrincheramiento que agrava los problemas de la relación directiva. Finalmente, una relación negativa y significativa también de la variable elevada al cubo ($INSI_{it}^3$) justifica un nuevo efecto alineación en niveles de propiedad más elevados que hace reducir la distribución de beneficios. De este modo se evidencia una relación no lineal entre los dividendos y la propiedad de los internos, como obtenían en su estudio Crutchley y otros (1999), y se verifica la hipótesis 4.a de nuestro trabajo. Los puntos de inflexión de los niveles de propiedad para las empresas de estos países los podemos obtener a partir de las soluciones de la ecuación (1) y la forma de obtenerlos viene recogida en el apéndice de nuestro trabajo. De este modo, tenemos un valor de z_1 de 0,36 y de z_2 de 0,95 lo que implica que el efecto alineación que da lugar a menores dividendos se produce a niveles de propiedad de los accionistas internos entre el 0 y el 35% y también a partir del 95% del total de las acciones.

Asimismo, para el caso de las empresas de los países de la ley civil también obtenemos una relación significativa con los dividendos repartidos para las variables que miden la propiedad de los accionistas internos ($INSI_{it}$). En este caso, el resultado obtenido es contrario al caso anglosajón como cabía esperar y confirma por tanto la hipótesis 4.b de forma que a medida que aumenta el porcentaje de propiedad de los accionistas internos se produce un efecto alineación con los pequeños accionistas que conlleva más dividendos. Posteriormente, tiene lugar un cambio de tendencia, como refleja la variable al cuadrado ($INSI_{it}^2$), de forma que a niveles más elevados de propiedad de estos accionistas se produce un efecto expropiación de riqueza a los minoritarios mediante la reducción en los dividendos (Faccio y otros, 2001; Gugler y Yurtoglu, 2003). Y, finalmente, un nuevo efecto alineación se produce a niveles más elevados aún de propiedad, como muestra la relación positiva entre la variable al cubo ($INSI_{it}^3$) y los dividendos. Los puntos de corte pueden obtenerse en estos países de la misma forma que en el caso anglosajón. Así, resulta un valor de z_1 de 0,46 y de z_2 de 0,77 por lo que hasta el 46% de propiedad de los accionistas internos se puede producir, en las empresas de Europa continental, una alineación de intereses entre accionistas grandes y pequeños que

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

redunda en mayores dividendos; a partir de este nivel y hasta el 77 % de propiedad de los accionistas internos se da un efecto atrincheramiento que lleva a expropiar riqueza repartiendo menores dividendos a los pequeños accionistas. Y a partir del 77% pueden alinearse de nuevo con los accionistas minoritarios manifestándose en mayores repartos de dividendos, posiblemente debido al interés de atraer a pequeños inversores para nuevas financiaciones que, a estos niveles de propiedad, apenas afectan al poder de control de estos grandes accionistas en la empresa. El número de empresas de nuestra muestra en cada punto de corte de tendencia para cada entorno institucional aparece recogido en la tabla 8.

TABLA 8.—Número de empresas en cada punto de corte

Empresas anglosajonas		Empresas países de ley civil	
Propiedad de accionistas internos	Número de empresas	Propiedad de accionistas internos	Número de empresas
0-36%	248 empresas	0-46%	79 empresas
36-95%	209 empresas	46-77%	185 empresa
> 95%	5 empresas	> 77%	205 empresas

La tabla 8 muestra los puntos de inflexión en la relación dividendos y propiedad de los accionistas internos para las empresas de uno u otro entorno una vez evidenciado en los resultados de la estimación de la ecuación (2), como refleja la tabla 7, una relación no lineal y significativa entre ambas variables. Los puntos de corte se obtienen a partir de derivar la variable dividendos dependiente en esta ecuación con respecto a la variable INSI, como aparece recogido en el apéndice de nuestro trabajo. De este modo, para las empresas anglosajonas el nivel 36% de propiedad corresponde a un máximo relativo mientras que en las empresas de ley civil el nivel de 46% de propiedad de los internos corresponde a un mínimo relativo.

En cuanto al papel de los inversores institucionales obtenemos que la relación es positiva entre la variable ($INSTI_{it}$) y los dividendos lo que valida la hipótesis 5.a para el caso anglosajón donde estos inversores tienen grandes porcentajes de propiedad, como muestra la tabla 3 del análisis descriptivo, no siendo, por tanto, inversores meramente especulativos sino que pretenden controlar de alguna forma las inversiones que han realizado en la empresa. Para facilitar esta supervisión pueden reclamar mayores repartos de dividendos y forzar con ello a las empresas a acudir más a los mercados y, de esta manera, reducir también la tesorería que queda libre con el fin de evitar un uso discrecional de la misma por la dirección (Short y otros, 2002).

El papel que juega la propiedad institucional en las empresas europeas continentales, como ya hemos señalado en el análisis descriptivo previo, es menor ya que los niveles de propiedad que poseen de las empresas no son muy elevados y tan sólo en los últimos años se puede decir que ha ido incrementando. En este caso obtenemos una relación negativa entre la variable ($INSTI_{it}$) y los dividendos que confirma la hipótesis 5.b que puede ser explicada por la reducción de las asimetrías informativas en estas empresas y por razones de carácter institucional. Hay que tener en cuenta que estos inversores institucionales son o están controlados por bancos que gestionan los fondos y que no se dedican exclusivamente a la banca de inversión como ocurre más fre-

cuentemente en EEUU y Gran Bretaña, sino que es una banca más universal; de hecho, en estos países los bancos suelen adquirir grandes porcentajes de propiedad de las empresas formando los *keiretsu* o *holdings* industriales en los que, además, pueden ser prestamistas de las empresas que poseen empleando el poder «adicional» que les otorga el inversor institucional para tratar de dirigir el comportamiento de la dirección con el fin de adoptar decisiones empresariales acordes con sus intereses⁸, lo que podría llegar a perjudicar a los pequeños accionistas. Una forma puede ser tratando de reducir las políticas de dividendos.

En cuanto al apalancamiento financiero, los resultados en EEUU y Reino Unido coinciden con la hipótesis 6 planteada de modo que las empresas con mayor nivel de endeudamiento (L_{it}) reparten menores dividendos. De este modo ambas decisiones actúan como mecanismos alternativos para restringir la posible discrecionalidad de los directivos con los flujos libres de tesorería. En cambio, no obtenemos un valor significativo de esta variable (L_{it}) para las empresas de Europa continental quizá porque la deuda no es un mecanismo tan adecuado como los dividendos al no ser útil a los accionistas minoritarios como vía de remuneración efectiva que evite con ello la posible expropiación de riqueza que podrían realizar los grandes accionistas.

El coeficiente obtenido para la variable que mide las oportunidades de crecimiento (MB_{it}) en las empresas anglosajonas confirma la hipótesis 7 planteada de forma que las empresas con más oportunidades de crecimiento pagan menos dividendos porque los beneficios resultan necesarios para financiar los futuros proyectos. De este modo, se reduce de antemano los flujos de tesorería libres sin necesidad de recurrir a los dividendos; además, las empresas con opciones de crecimiento y situadas en estos países, con mercados de capitales más desarrollados, acuden con frecuencia al mercado para nuevas emisiones de acciones de forma que se puede supervisar la acción de los directivos sin necesidad de recurrir a los dividendos para mantener la presencia de la empresa en el mercado.

En las empresas de los países del ámbito de la ley civil obtenemos también una relación negativa pero no significativa; en estas empresas cabe esperar un resultado similar al caso anglosajón pero ocurre una asimetría mayor que puede hacer que no se dé esa significatividad en la variable; en efecto, si las empresas no tienen grandes oportunidades de crecimiento es más difícil que aparezca la relación prevista que provoque mayores repartos de dividendos, debido a que, en estos casos, los accionistas minoritarios de estas empresas no tienen el suficiente poder legal para exigir mayores repartos (La Porta y otros, 2000). En concreto, en las empresas europeas de nuestro trabajo ocu-

⁸ Este mayor poder puede estar reforzado por una posición en el consejo. Un estudio interesante, pero para el que resulta difícil de obtener la información, puede ser el de analizar estos diferentes papeles que puede desempeñar un banco en las empresas industriales de los países europeos.

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

re que, como obteníamos en la tabla 5 del análisis descriptivo previo, en los años de estudio las empresas de nuestra muestra del ámbito europeo continental no han tenido elevados valores de la variable que mide el conjunto de oportunidades de inversión.

5. Conclusiones

Los recientes cambios producidos en las empresas unidos a la inestabilidad de los mercados y a las diferencias persistentes en los marcos legales e institucionales nos llevan a admitir que las respuestas dadas para explicar las políticas de dividendos han resultado claramente insuficientes. Es necesaria una visión más amplia que permita considerar el papel que desempeñan los dividendos dentro del entramado de gobierno corporativo y de la resolución de conflictos de intereses que surgen entre los accionistas que necesitan ser adecuadamente remunerados por los fondos que aportan y la dirección de la empresa. De este modo, son las propuestas provenientes de la teoría de la agencia, desde la óptica de la visión jurídico-financiera que otorga la perspectiva *Law&Finance*, las que más interés suscitan ya que traen a consideración los aspectos institucionales y los consecuentes problemas derivados de la separación de la propiedad y el control a los que una adecuada política de dividendos debe tratar de soslayar.

De este modo, nuestro estudio pretende avanzar en esta floreciente y adecuada línea de la investigación considerando que aspectos como el grado de protección al inversor y la imposición por dividendos existente en cada economía pueden resultar determinantes para conformar la estructura de gobierno corporativo y, con ella, para justificar el empleo de los dividendos como un mecanismo más para la resolución de los conflictos de agencia que se deriven. Partiendo de estudios precedentes como el de La Porta y otros (2000) y el de Bancel y otros (2005), nuestra investigación permite aportar evidencia empírica que relaciona la decisión de dividendos con otros factores para resolver los problemas de agencia de las empresas alrededor del mundo.

En particular, en las empresas del ámbito anglosajón, la protección otorgada a los inversores es mayor con lo que sus derechos están más protegidos. Ello da lugar a estructuras de propiedad más diversificadas donde el problema de agencia propio es un conflicto entre directivos y accionistas de forma que los dividendos pueden actuar como una salvaguarda efectiva de los derechos de los accionistas así como para alinear sus intereses con la dirección. Sin embargo, en algunos países de este marco legal se da de hecho una mayor presión fiscal sobre los dividendos percibidos que bien puede retraer el empleo de esta política financiera. En efecto, este aspecto institucional puede actuar como freno a mayores repartos de dividendos pero, al mismo tiempo, impide la mayor concentración de propiedad empresarial que sería causa de nuevos y más graves conflictos como la posibilidad de expropiar riqueza al resto de accionistas y de obtener, por tanto, beneficios privados.

Nuestros resultados ponen de manifiesto la existencia de una sustitución entre la deuda y los dividendos para disciplinar la actuación directiva espe-

cialmente cuando la empresa carece de oportunidades de crecimiento. Y también se obtiene que la propiedad de los accionistas internos es otro elemento que puede alinear los intereses entre los accionistas y la dirección. Pero, en este caso, la relación obtenida con los dividendos no es lineal. En concreto, cuando el nivel de propiedad de estos accionistas supera el 36% y hasta el 95% del total de las acciones surge un efecto atrincheramiento de los accionistas internos que agrava el conflicto de intereses y hace más necesario los dividendos. Y por encima de este nivel, se da un nuevo efecto alineación que hace menos necesario los dividendos. Junto a esto, la inversión institucional es cada vez más relevante en la estructura de propiedad de las empresas de estos países y desempeña una labor de supervisión de sus inversiones de forma que hace que se empleen menos los dividendos para controlar la actuación directiva.

En el caso de las empresas de los países de la ley civil la menor cobertura legal de los pequeños accionistas favorece la concentración de la propiedad de forma que el problema de agencia propio en estos países es más un problema entre los grandes accionistas que controlan la empresa y el resto de minoritarios. De este modo, los dividendos pueden ser empleados para impedir la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios en las empresas de la ley civil. Además, en estos países se ha tratado de otorgar desde el ordenamiento jurídico ventajas impositivas de diversa índole con el fin de favorecer a los accionistas que perciben los dividendos repartidos por las empresas. Este modelo responde más bien a la necesidad que tienen los grandes accionistas de evitar una mayor carga fiscal por controlar la empresa y, al mismo tiempo, puede facilitar la posibilidad de alinear sus intereses con el resto de inversores.

Nuestros resultados evidencian que, en este caso, no se da una sustitución entre dividendos y deuda para resolver el conflicto entre grandes y pequeños accionistas. Y sí, en cambio, la propiedad de los accionistas de referencia puede servir como mecanismo alternativo para alinear los intereses con el resto de accionistas. Pero, de forma semejante al caso anglosajón, se obtiene también una relación no lineal con los dividendos que, en este caso, sigue la tendencia positiva-negativa-positiva siendo los niveles críticos de propiedad de los accionistas internos del 46% y del 77% respectivamente. Y también es diferente el papel que juega la inversión institucional en las empresas, no sólo por su menor relevancia sino también porque pueden incluso hacer más necesario los dividendos al ser este tipo de inversores fácilmente controlables por grandes empresas o instituciones financieras que, a su vez, pueden tener una posición acreedora o de accionista de referencia en la empresa.

En definitiva, los resultados de nuestro estudio permiten colegir que, a su vez, la decisión de dividendos debe ser armonizada adecuadamente con la estructura de propiedad, con la política de endeudamiento y con las oportunidades de inversión que tengan las empresas de los países anglosajones y civilistas ya que, en ambos entornos, surgen mecanismos alternativos a los dividendos para la resolución de los conflictos de agencia propios de cada empresa.

De este modo, podemos concluir que los factores determinantes propuestos por la teoría de la agencia desde la visión amplia del enfoque *Law&Finan-*

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

ce resultan muy adecuados para elaborar y evaluar las políticas de dividendos de empresas de diferentes marcos legales e institucionales.

Referencias bibliográficas

- ADEDEJI, A. (1998), «Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK?», *Journal of Business and Accounting*, vol. 25 núm. 9-10, págs. 1127-1155.
- AIVAZAIN, V.; BOOTH, L. y CLEARY, S. (2003), «Dividend policy and the organization of capital markets», *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 13, núm. 2, págs. 101-121.
- 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, págs. 277-297.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (1997), «Estimating limited dependent variable models from panel data», *Investigaciones Económicas*, vol. 21. núm.2, págs. 141-166.
- BANCEL, F.; BHATTACHARYA, N. y MITTOO, U.R. (2005), «Cross-country determinants of payout policies: A survey of european firms», Working paper, University of Manitoba.
- BLACK, F. (1976), «The dividend puzzle», *Journal of Portfolio Management*, vol. 2, núm. 2, págs.5-8.
- BREALEY, R. y MYERS, S. (2006), *Principals of Corporate Finance*. 8ª edición. Mc Graw-Hill, New York.
- CRUTCHLEY, C.E.; JENSEN, M.R.; JAHERA, J.S. y RAYMOND, J.E. (1999), «Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership», *International Review of Financial Analysis*, vol. 8, núm. 2, págs. 177-197.
- CORREIA DA SILVA, L.; GOERGEN, M. y RENNEBOOG, L. (2005), «When do German firms change their dividends?», *Journal of Corporate Finance*, vol 11, págs. 375-399.
- DYCK, A. y ZINGALES, L. (2004), «Private Benefits of Control: An International Comparison», *Journal of Finance*, vol. 59, págs. 537-600.
- DEANGELO, H; DEANGELO, L. y SKINNER, D.J. (2004), «Are dividends disappearing?. Dividend concentration and the consolidation of earnings», *Journal of Financial Economics*, vol. 72, núm. 3, págs. 425-456.
- DENIS, D.K. y MCCONNELL, J.J. (2003), «International corporate governance», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, núm. 1, págs. 1-36
- FACCIO, M.; LANG, L.H.P. y YOUNG, L. (2001), «Dividends and expropriation», *American Economic Review*, vol. 91, núm. 1, págs. 54-71.
- FARINHA, J. (2003), «Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis», *Journal of Business, Finance & Accounting*, vol. 30, núm. 9-10, págs.1173- 1209.
- FAMA, E. y FRENCH, K. (2001), «Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?», *Journal of Financial Economics*, vol. 60, núm. 1, págs. 3-45.
- FERNÁNDEZ-MÉNEDEZ, C. y GÓMEZ ANSÓN, S. (2002), «Does ownership structure affect firm performance?. Evidence from a continental-type governance system», Comunicación presentada al VI Foro de Finanzas, Segovia.
- GINER, E. y SALAS, V. (1995), «Explicaciones alternativas para la política de dividendos: Análisis empírico con datos empresariales españoles», *Investigaciones Económicas*, vol. 19, núm. 3, págs. 329-348.

V. Azofra Palenzuela y Ó. López-de-Foronda

- GUGLER, K. y YURTOGLU, B. (2003), «Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany», *European Economic Review*, vol. 47, núm. 4, págs. 731-758.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976), «Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm. 4, págs. 305-360.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997), «Legal determinants of external finance», *Journal of Finance*, vol. 52, núm. 3, págs. 1131-1150.
- (2000), «Agency problems and dividends policy around the world», *Journal of Finance*, vol. 55, núm.1, págs. 1-33.
- LEUZ, C.; DELLER, D. y STUBENRATH, M. (1998), «An international comparison of accounting-based payout restrictions in the United States, United Kingdom and Germany», *Accounting and Business Research*, vol. 28, núm. 2, págs. 111-129.
- LINTNER, J. (1956), «Distribution of incomes of corporations among dividend, retained earnings, and taxes», *American Economic Review*, vol. 46, núm. 2, págs. 97-113.
- LOZANO, B.; MIGUEL, A. de y PINDADO, J. (2002), «Papel de los dividendos en las empresas reguladas», *Investigaciones Económicas*, vol. 26, núm. 3, págs. 447-474.
- MCCONELL, J.J. y SERVAES, H. (1990), «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, vol. 27, núm. 2, págs. 595-612.
- MIGUEL, A. de, PINDADO, J. y TORRE, Ch. de la (2004), «Ownership structure and firm value: New evidence from Spain», *Strategic Management Journal*, Vol. 25, núm. 12, págs. 1119-1207.
- MORCK, R. (2003), «Why some double taxation might make sense: The special case of inter-corporate dividends», Working Paper núm. 9651, National Bureau of Economic and Research.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1995), «What do we know about capital structure?. Some evidence from international data», *Journal of Finance*, vol. 50, núm. 5, págs. 1421-1460.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997), «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, vol. 52, núm. 2, págs. 461-488.
- SHORT, H. y KEASEY, K. (1999), «Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the U.K.», *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, núm. 1, págs. 79-101.
- SHORT, H.; ZHANG, H. y KEASEY, K. (2002), «The link between dividend policy and institutional ownership», *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, núm. 2, págs. 105-122.
- SMITH, C.W. y WATTS, R.L. (1992), «The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies», *Journal of Financial Economics*, vol. 32, núm. 3, págs. 263-292.

Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde...

Apéndice

En la ecuación (2) la variable INSI está representada al cuadrado y al cubo con el fin de comprobar las diferentes relaciones que pueden presentarse con la política de dividendos según sean los niveles de propiedad de los accionistas internos. A partir de ésta, se pueden obtener los dos puntos de inflexión donde es posible un cambio de comportamiento en la actuación de los accionistas internos. Para ello aplicamos la siguiente metodología seguida por Miguel y otros (2004) en relación a la influencia de la estructura de propiedad en el valor de la empresa para el caso español. De este modo, en la ecuación (2), derivamos la variable DIV con respecto a INSI y tenemos:

$$\frac{\partial y}{\partial z} = \gamma + 2\gamma_2 z + 3\gamma_3 z^2 = 0 \quad (2i)$$

Por razones de simplificación hemos sustituido la nomenclatura de forma que la variable y corresponde a DIV_{it} , la variable z a $INSI_{it}$ y el coeficiente γ_i a $(\beta_i + \alpha_i ANGLLO)$. Resolviendo la ecuación (2i) obtenemos que:

$$z_1 = \frac{-2\gamma_2 - \sqrt{4\gamma_2^2 - 12\gamma_1\gamma_3}}{6\gamma_3} \quad \text{y} \quad z_2 = \frac{-2\gamma_2 + \sqrt{4\gamma_2^2 - 12\gamma_1\gamma_3}}{6\gamma_3}$$

A partir de la hipótesis correspondiente podemos admitir que estos dos óptimos deben corresponder, en las empresas anglosajonas, a un mínimo para z_1 y un máximo para z_2 mientras que, en las empresas de los países de la ley civil, es justamente lo contrario ya que en este caso como hemos ido exponiendo de acuerdo con los estudios de Faccio y otros (2001) y Gugler y Yurtoglu (2003), la alineación de intereses en estos países implica mayores repartos de dividendos. De este modo si aplicamos la segunda derivada parcial y se cumple que z_1 es un mínimo en las empresas anglosajonas y un máximo en las empresas de Europa continental se verifican las hipótesis 4.a y 4.b.

$\frac{\partial^2 y}{\partial z_2^2} = 2\gamma + 6\gamma_3 < 0$; de donde se obtiene que debe ser $z_1 > -\frac{\gamma_2}{3\gamma_3}$ y que $z_2 < -\frac{\gamma_2}{3\gamma_3}$ para las empresas del ámbito anglosajón, en cuyo caso $z_1 > z_2$, mientras que en las empresas de la ley civil $z_1 < z_2$.