

ÓSCAR LÓPEZ DE FORONDA PÉREZ

**LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DE LAS
EMPRESAS DE ESTADOS UNIDOS
Y EUROPA DESDE UNA PERSPECTIVA
FINANCIERA E INSTITUCIONAL**

I PREMIO "RAFAEL TERMES" DE LA FEF

Prólogo de
Valentín Azofra Palenzuela

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS
MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S. A.
MADRID 2006 BARCELONA

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
PRÓLOGO	7
AGRADECIMIENTOS	13
INTRODUCCIÓN.....	15
CAPÍTULO I. EL <i>PUZZLE</i> DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS	23
I. INTRODUCCIÓN	23
II. EL GOBIERNO DE LA EMPRESA EN EL ORIGEN DEL PROBLEMA.....	25
III. CUANDO LAS PIEZAS NO ENCAJAN: LOS INTENTOS DE SOLUCIÓN.....	29
1. La creencia de que “más vale pájaro en mano”.....	30
2. La neutralidad de la política de los dividendos.....	31
3. El efecto de los impuestos	32
A) Las asimetrías fiscales entre dividendos y ganancias de capital.....	32
B) Riesgo e impuestos	34
C) Cambios en el precio en torno a la fecha de descuento..	40
4. La teoría del orden de preferencia.....	42
IV. EL <i>PUZZLE</i> DE LOS DIVIDENDOS A LA LUZ DEL ENFOQUE DE AGENCIA.....	45
1. Introducción	45
2. Los dividendos como señal	48

	<u>Pág.</u>
A) Introducción.....	48
B) Algunos modelos de señalización financiera	49
C) Diferentes vías para evidenciar la señal de los dividendos.....	51
3. Riesgo moral y dividendos.....	56
A) Introducción.....	56
B) Los dividendos en las relaciones de agencia.....	61
a) Accionistas, directivos y dividendos	62
a') Dividendos y oportunidades de inversión.....	64
b') La política de dividendos como mecanismo de gobierno	66
El consejo de administración	67
La estructura de propiedad.....	68
La compensación directiva.....	71
El mercado de control directivo	72
b) Los dividendos en los contratos de deuda.....	73
a') Los límites al reparto de dividendos	76
b') Reputación y dividendos	77
c') La deuda y los dividendos como mecanismos disciplinarios sustitutivos.....	78
V. EL MARCO LEGAL E INSTITUCIONAL DE LOS DIVIDENDOS: UN NUEVO <i>PUZZLE</i>	81
CAPÍTULO II. LOS DIVIDENDOS ALREDEDOR DEL MUNDO..	87
I. INTRODUCCIÓN	87
II. EL DESUSO DE LAS POLÍTICAS DE ALISAMIENTO DE LOS DIVIDENDOS	90
III. LA RELEVANCIA DEL MARCO LEGAL E INSTITUCIONAL	97
1. Dividendos y grado de protección legal a los inversores	98
A) Las tradiciones legales en el origen de los sistemas de gobierno.....	98
B) La protección legal a los accionistas.....	103
C) La protección legal a los acreedores.....	107
2. Dividendos y estructura de propiedad	110
A) La propiedad de los accionistas internos y la decisión de dividendos	111

	<u>Pág.</u>
a) Accionistas <i>vs.</i> directivos en las empresas anglosajonas	112
b) Grandes accionistas <i>vs.</i> minoritarios en las empresas de Europa continental.....	114
B) Inversores institucionales y política de dividendos.....	118
a) Los inversores institucionales en EEUU y Reino Unido.....	119
b) Los inversores institucionales en Europa continental y Japón.....	121
C) El consejo de administración y los códigos de gobierno en cada sistema	124
3. Dividendos y endeudamiento empresarial	129
A) La diversidad de fuentes de financiación en cada ámbito institucional: mercados <i>vs.</i> banca	129
B) La relación entre los dividendos y el nivel de endeudamiento en cada sistema legal.....	133
C) El desarrollo del mercado de adquisiciones y la frecuencia de tomas de control corporativo.....	134
D) La fiscalidad de los dividendos: Un factor institucional .	137
4. Dividendos y oportunidades de crecimiento	143
IV. LA RECOMPRA DE ACCIONES COMO ALTERNATIVA AL REPARTO DE DIVIDENDOS	145
1. Métodos de recompras de acciones	146
1) Oferta pública de adquisición de acciones propias.....	146
2) Recompra de acciones en el mercado secundario	147
3) Subasta holandesa	148
4) Distribución de opciones de venta.....	149
5) Recompra de acciones objetivo	149
2. Las recompras de acciones alrededor del mundo.....	150
A) Las recompras de acciones en EEUU y Canadá.....	153
B) La recompra de acciones en Europa.....	158
CAPÍTULO III. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DE LAS EMPRESAS ESTADOUNIDENSES Y EUROPEAS DURANTE EL PERIODO 1996-2000.....	165
I. INTRODUCCIÓN	165

	<u>Pág.</u>
II. OBJETIVO DE LA INVESTIGACIÓN	168
III. HIPÓTESIS A CONTRASTAR	170
1. Hipótesis relativa a la consecución de una tasa objetiva de reparto de dividendos	171
2. Hipótesis relativas al grado de protección legal a los inversores y los dividendos.....	172
A) Relación entre la protección a los accionistas y los dividendos.....	172
B) Relación entre la protección a los acreedores y la política de dividendos	173
3. Hipótesis acerca de la relación entre estructura de propiedad y dividendos	173
A) Relación entre la propiedad de los accionistas internos y la política de dividendos.....	174
B) Relación entre la propiedad de los inversores institucionales y la política de dividendos.....	176
4. Hipótesis acerca de la relación entre endeudamiento y dividendos	178
5. Hipótesis relativa a la relación entre los dividendos y las oportunidades de inversión	179
6. Hipótesis acerca de la relación entre dividendos y recompras de acciones en el mundo anglosajón	180
IV. MUESTRA, VARIABLES Y METODOLOGÍA.....	184
1. Fuentes de información y muestra de análisis	184
2. Selección de las variables.....	187
3. Metodología de la investigación empírica	190
V. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA.....	196
1. Resultados del análisis descriptivo por sistemas financieros .	196
2. Resultados del análisis descriptivo por países	200
3. Resultados de la estimación del modelo propuesto y del contraste de hipótesis.....	206
CONCLUSIONES	217
ANEXOS	235
Anexo 1. Diferencia de medias entre las variables de las empresas de los países de la muestra de tradición anglosajona y las de los países de la muestra de la ley civil	235

Anexo 2.	Diferencia de medias entre las variables de las empresas de los países de la muestra de origen en la ley civil alemana y los de origen en la escandinava	237
Anexo 3.	Diferencia de medias entre las variables de las empresas de los países de la muestra de origen en la ley civil francesa y los de origen en la escandinava.....	239
Anexo 4.	Diferencia de medias entre las variables de las empresas de los países de la muestra de origen en la ley civil francesa y los de origen en la alemana.....	241
Tablas de correlaciones	243
BIBLIOGRAFÍA	245

PRÓLOGO

«Mas dejaré que lo poco que he aprendido siga su camino para que alguien mejor que yo pueda conjeturar la verdad, y con su trabajo pueda demostrar y reprender mi error. Entonces me alegraré de haber sido, con todo, el medio a través del cual esa verdad ha visto la luz.»

Alberto DURERO

Para un investigador siempre es motivo de orgullo y de satisfacción ser invitado a prologar la edición de un trabajo de investigación que además, como es el caso, ha sido galardonado con un importante premio. Pocas veces, sin embargo, se habían concitado en mí tantos recuerdos e impresiones como los que impregnan mi estado de ánimo en el momento de escribir estas líneas.

Principiando por el autor de la obra que ahora ve la luz, mis recuerdos se remontan a los últimos años de la década de los noventa. Fue por aquel entonces cuando conocí a Óscar López de Foronda, un joven alavés que acababa de licenciarse en Ciencias Económicas y Empresariales y que quería dedicarse a la investigación. Con estas credenciales y el logro de una beca para la formación del personal investigador, sus propensiones pronto iban a hacerse realidad.

Sería en el caldo de cultivo del programa interuniversitario de doctorado «Nuevas tendencias en Dirección de Empresas», donde este joven universitario descubrió la lógica de la investigación científica y se ena-

moró de uno de los problemas más controvertidos en el área de conocimiento de las finanzas corporativas: La política de dividendos.

El primer fruto que este amor produjo llegó con el trabajo de investigación que, tras su presentación y defensa como tesis de licenciatura, permitió a Oscar López de Foronda obtener la suficiencia investigadora, una especie de venia académica que faculta a los alumnos de doctorado a emprender proyectos de investigación de mayor calado.

La tesis de licenciatura vino a enfrentar a nuestro doctorando con una de esas preguntas de investigación que más polvareda ha levantado en la literatura financiera: ¿por qué las empresas reparten dividendos? Una pregunta para la que todavía hoy no tenemos respuestas definitivas sino sólo hipótesis que, como diría POPPER, pueden haber sido bien contrastadas, pero no establecidas, y que en tanto en cuanto su verdad no ha sido mostrada, son hipótesis espléndidas que abren paso a hipótesis todavía mejores.

De hecho, la hipótesis que Óscar López de Foronda había contrastado no dejaba de ser una «a priori» plausible explicación: las empresas españolas reparten dividendos porque con su anuncio transmiten a los inversores información que éstos no tienen. Si las noticias son buenas, los títulos de las empresas registrarán rendimientos anormales positivos, mientras que si aquéllas son malas, los rendimientos anormales serán negativos. O dicho de otra manera, la política de dividendos seguida por las empresas sería irrelevante si no fuese por el contenido informativo del anuncio de reparto de dividendos.

La contrastación de esta hipótesis no fue óbice sin embargo para que los hechos pusiesen en entredicho su verdad. Y lo hicieron cuando todavía Óscar López de Foronda se esforzaba en probar la teoría del contenido informativo de los dividendos. De manera inesperada, los hechos comenzaron a mostrar que un buen número de empresas, principalmente norteamericanas, estaba recortando sus dividendos y que los mercados no parecían reaccionar negativamente, sino más bien todo lo contrario. Una vez más la realidad desmentía nuestras teorías, nuestras hipótesis. Y una vez más volvía a desempolvarse la vieja cuestión, aunque ahora con brío renovado: ¿por qué entonces muchas empresas siguen repartiendo dividendos?

Era el momento de enfocar la cuestión desde una perspectiva que superase el esquema de análisis neoclásico y alumbrase nuevos intentos de resolver el puzzle de los dividendos, ese rompecabezas de las finanzas cuyas piezas seguían sin encajar. Pero ese nuevo enfoque no podía ser ajeno a los cambios conceptuales y metodológicos habidos en las finanzas desde que éstas ampliaron sus fronteras al campo del Gobierno de la Empresa. Ni tampoco a esa nueva corriente de la investigación que aún

las perspectiva financiera, legal e institucional a la hora de dar respuesta a los problemas todavía no resueltos: El enfoque Law&Finance.

Así, por un lado, bien podía conjeturarse que el marco legal e institucional determina el grado de protección legal y tutela judicial efectiva de los derechos de los inversores y, por ende, la mayor o menor orientación hacia el mercado o hacia la banca de los sistemas financieros nacionales. A su vez, dicha orientación hacia la banca o hacia los mercados financieros determina significativamente la estructura de propiedad de las empresas y, a la postre, el problema de gobierno de las empresas societarias. Por otro lado, desde la perspectiva de la teoría positiva de la agencia tanto las decisiones de inversión (oportunidades de crecimiento) y financiación (recurso al endeudamiento) como las decisiones de dividendos (distribución de beneficios vs. autofinanciación), han sido analizadas no sólo como elecciones explicativas de la creación de valor sino también como mecanismos de gobierno de los problemas y costes de agencia asociados a la distribución del valor y reparto del excedente.

Con este esquema de análisis in mente, la investigación con la que Óscar López de Foronda obtuvo el grado de doctor y que ahora se publica, pretende en primer lugar profundizar en el conocimiento de la secuencia anterior de relaciones causales, hurgando para ello en la investigación teórica y empírica precedente. Culminada esta primera fase de la investigación, el autor se apoya en los resultados obtenidos por otros autores para proponer una serie de hipótesis acerca de la influencia que sobre la política de dividendos de la empresa ejercen una serie de variables institucionales y financieras, tales como: la protección de los derechos de los inversores, la estructura de propiedad, el recurso al endeudamiento, la existencia de oportunidades de inversión y la realización de operaciones de recompra como forma alternativa de remunerar a los accionistas.

Para contrastar empíricamente estas hipótesis con los datos extraídos de la realidad, nuestro autor analiza una muestra de 931 empresas pertenecientes a 15 países diferentes durante el periodo de tiempo comprendido entre los años 1996 y 2000. El grado de protección de los derechos de los inversores se aproxima a través de las diferentes tradiciones legales de cada uno de los países, distinguiendo entre las que tienen su origen en el derecho consuetudinario —common law— o en el derecho civil —civil law—, y dentro de este último entre las corrientes francesa, germánica y escandinava. Esta pluralidad de tradiciones legales explicaría, como antes hemos apuntado y la investigación vendría a confirmar, las diferencias existentes no sólo entre las políticas financieras seguidas por las empresas pertenecientes a uno u otro marco legal e institucional (com-

mon law vs. civil law), sino también entre sus estructuras de propiedad y sistemas de gobierno.

La evidencia empírica encontrada por Óscar López de Foronda con su trabajo de investigación, permite colegir que la política de dividendos viene condicionada no sólo por las decisiones de inversión y de financiación con las que interactúa, sino también por las características del marco legal institucional en el que la empresa se inscribe. Entre estas últimas, un mayor grado de protección de los inversores, una mayor dispersión de la propiedad y un mayor peso de la inversión institucional son algunos de los rasgos distintivos del mundo anglosajón (common law) que en mayor medida parecen incentivar el reparto de dividendos entre los accionistas de la empresa. En sentido opuesto, la menor protección legal de los inversores, la mayor concentración de la propiedad y el menor peso de la inversión institucional desincentivan la distribución de dividendos en los países cuya tradición legal tiene su origen en el civil law.

Se evidencia además que dichas características determinan también los distintos problemas de agencia a que se enfrentan las empresas del common law (accionistas vs. directivos) y del civil law (mayoritarios vs. minoritarios). En ambos sistemas legales, tanto el reparto de dividendos como la emisión de deuda actúan como mecanismos de control –sus- titutivos entre sí- de sus respectivos problemas de agencia. Es decir, la política de dividendos es también un mecanismo de resolución de los problemas de gobierno, y en particular del problema del gobierno entre accionistas y directivos característico de las empresas del mundo anglosajón.

En suma, las empresas reparten dividendos porque su contenido informativo contribuye a reducir el problema de información asimétrica que surge entre directivos y accionistas, pero también porque desincentiva comportamientos oportunistas que, en última instancia, acabarían lesionando el derecho de los accionistas a ser remunerados por su participación en el capital, así como su derecho residual de decisión en los procesos de asignación de recursos y distribución del excedente que tienen lugar en la empresa.

Más aún, los resultados alcanzados por Óscar López de Foronda sugieren que en los países donde los derechos de los accionistas gozan de una mayor protección, los recortes en la política de dividendos se ven compensados por operaciones de recompra de acciones, muy significativas en Estados Unidos durante el periodo de tiempo analizado.

Con todo, son todavía muchas las incógnitas que nos plantean los continuos cambios que las empresas introducen en su política de dividen-

dos. Pero no es menos cierto que contribuciones como la investigación que acabo de reseñar, nos ayudan a entender mejor la política financiera de las empresas y a colocar en su sitio algunas de esas piezas que parecían no formar parte del puzzle de los dividendos.

Finalmente, tras estas sucintas líneas en torno a los entresijos del trabajo ganador del primer Premio de Investigación de la Fundación de Estudios Financieros, quiero aprovechar la ocasión que se me brinda para dejar constancia escrita de lo mucho que un premio de estas características está llamado a significar entre los jóvenes investigadores de las finanzas. Y lo haré con la mirada puesta en Óscar López de Foronda, quien, con este premio, obtiene el reconocimiento que merece la ardua y callada tarea de un investigador, la satisfacción de ver difundidos los resultados de su investigación y lo que es mucho más importante, la certeza de que el esfuerzo y el trabajo bien hecho siempre obtienen su recompensa. Por si ello fuera poco, intuyo que la concesión del premio en memoria del Dr. Rafael Termes, contribuirá a que los jóvenes investigadores tengan como referente a un académico que supo impregnar su trabajo de los valores que siempre le caracterizaron como persona: sencillez, clarividencia y autocrítica.

Valentín AZOFRA PALENZUELA
Catedrático de Economía Financiera
Universidad de Valladolid

AGRADECIMIENTOS

En el desarrollo de este trabajo son muchas las personas a las que deseo expresar mi agradecimiento por su apoyo y sus valiosos comentarios.

En primer lugar, al Dr. D. Valentín Azofra Palenzuela, catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valladolid, cuya dirección y estímulo perseverante le convierten en el principal acreedor de los resultados de este trabajo. Y quien, a pesar de mis errores y fallidos intentos, ha ido puliendo mi trabajo y mi propia capacidad investigadora a fuerza de tesón y de enorme paciencia. Asimismo, al Dr. D. Luis Castrillo Lara, por iniciarme en tareas investigadoras. A José María Díez, Marcos Santamaría, María Jesús Castrillo y Francisco de Miguel, quienes han sido unos buenos compañeros de viaje sobre los que apoyarme para ir superando las dificultades que me iba encontrando en mi investigación.

A Begoña Prieto y a los compañeros del área de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Burgos, quienes, con sus comentarios, su ánimo y amistad, han facilitado mi tarea y creado el ambiente propicio para el desempeño de mi trabajo investigador.

A los miembros del departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valladolid por sus consejos y su ayuda inestimable para que este trabajo viera finalmente la luz. A los participantes en el *Doctorall Colloquium de la European Finan-*

cial Association y en el Taller de Metodología de ACEDE por sus comentarios y sugerencias de mejora.

A Tomás Prieto y Fernando García-Moreno, quienes, con su experiencia y espíritu de trabajo, me alentaron en continuar perseverantemente mi labor y facilitaron la consecución final de mi estudio. A José Luis Peña, que me asesoró en las materias fiscales de mi investigación. A la empresa *Bureau Van Dijk y a Worldvest Base*, que me suministraron las bases de datos necesarias para la realización de la investigación empírica.

A la Fundación Banco Herrero por la financiación económica de parte de la investigación. A la Fundación de Estudios Financieros por galardonar mi trabajo con el Primer Premio Rafael Termes *in memoriam* y facilitar la publicación y difusión de mi obra.

Por último, a las personas que me son más queridas, especialmente a mi padre y a mi madre, por el cariño y confianza que siempre me han demostrado.

Mi agradecimiento más sincero a las personas e instituciones referidas y a todas las que han hecho posible esta publicación, esperando que sepan disculpar los errores y omisiones que puedan existir y de los cuales debo ser considerado como el único responsable.

INTRODUCCIÓN

La decisión de retribución a los accionistas conforma, junto con la de inversión y la de financiación, el trípode de las así denominadas decisiones financieras estratégicas que, por su dimensión de largo plazo, determinan la capacidad de la empresa para lograr su objetivo de maximización del valor de mercado y, en consecuencia, de maximización de la riqueza de sus propietarios. Y, a pesar de que los dividendos han sido considerados en algunas ocasiones —permítasenos la licencia— la *hermana pequeña* de las otras dos decisiones financieras, cualquier intento de mejorar nuestro conocimiento de la empresa y de sugerir pautas de actuación tendentes a una consecución eficiente de los objetivos empresariales ha de pasar necesariamente por una más honda comprensión de las principales decisiones que en su seno se adoptan, entre las cuales la distribución de dividendos tiene una importancia innegable.

Nuestro conocimiento acerca de esta decisión financiera ha seguido, en cierto modo, un curso paralelo al de la decisión de financiación, sucediéndose visiones divergentes e, incluso, claramente contrapuestas, hasta el punto de que podríamos afirmar que la controversia en torno a los dividendos refleja, de alguna manera, uno de los muchos problemas aún sin resolver dentro de las finanzas corporativas, una de esas cuestiones que BREALEY y MYERS (2003) siguen incluyendo en el último capítulo de su libro bajo la rúbrica de *lo que no sabemos en Finanzas*.

Detrás de este desconocimiento laten los repetidos esfuerzos por contestar a la pregunta de por qué las empresas reparten divi-

dendos. Y, conforme la investigación avanzaba en el afán de dar respuesta a esta cuestión, ha sido frecuente encontrar que esos intentos no nos conducen sino a nuevas justificaciones teóricas de por qué las empresas no deben distribuir dividendos. Llegó a ser tal el desconcierto entre los investigadores que BLACK (1976) no dudó en calificar las teorías al respecto como un «rompecabezas cuyas piezas no acaban de encajar perfectamente entre sí» (p. 8).

La primera y más obvia respuesta a la mencionada cuestión contempla los dividendos como un medio de retribuir a los accionistas y atraer a futuros inversores. Así vistas las cosas, la decisión de dividendos no deja de ser una decisión de asignación de recursos que compite con la decisión de inversión y nos remite a la clásica alternativa entre autofinanciación y dividendos. Tal enfoque resulta excesivamente simple, ya que cabe pensar en la existencia de oportunidades de inversión rentables cuya financiación se realizaría, en menoscabo de los dividendos, con fondos generados internamente y que podrían igualmente satisfacer a los actuales accionistas al tiempo que atraer a futuros inversores.

Se percibe, por tanto, la complejidad del *puzzle* de los dividendos en cuyo entramado de explicaciones han tenido cabida tanto posiciones totalmente partidarias de los mismos como posturas neutrales o visiones completamente contrarias a esta decisión. En un primer momento la corriente de opinión en pro de los dividendos aseveraba que esta decisión financiera era no sólo relevante para la riqueza de los accionistas sino también para la valoración de los títulos de las empresas. En un plano más neutral hay que situar la obra de MILLER y MODIGLIANI, quienes formalizaron el estudio de las finanzas empresariales en un mundo perfecto donde los accionistas se muestran indiferentes ante la posibilidad de ser remunerados con dividendos o con ganancias de capital.

Pero, lejos de ese paraíso ideal esbozado por estos autores, los agentes económicos se ven afectados por una pluralidad de fricciones tales como los impuestos, las asimetrías informativas y los conflictos de intereses. La consideración de estas imperfecciones obliga a una honda reflexión que va más allá de la mera decisión de distribuir beneficios y conduce a una redefinición del papel de los dividendos en el conjunto de la empresa.

A la luz de este proceso la decisión de dividendos adquiere la naturaleza de una herramienta en manos de la dirección de la empresa para remunerar convenientemente a los accionistas que, como tenedores de los derechos residuales, asumen en último tér-

mino el riesgo de la empresa. 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, de modo que, como señalan SHLEIFER y VISHNY (1997), el sistema de gobierno ha de garantizar a los inversores en general y a los accionistas en particular la adecuada remuneración y ha de establecer los mecanismos de control necesarios para supervisar la actuación directiva a fin de evitar que éstos se apropien de los recursos aportados o los desvíen hacia otros fines.

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. Se fragua así un soporte conceptual de la política de dividendos anclado, en consonancia con el enfoque de agencia de JENSEN y MECKLING, en los problemas de información asimétrica y de divergencia de intereses entre los partícipes en la empresa. Este enfoque constituye un marco conceptual adecuado para abordar el rompecabezas desde su raíz y nos remite al problema de gobierno que subyace a la decisión de remuneración a los accionistas.

Desde esta perspectiva la política de dividendos es una decisión que trata de resolver el problema de gobierno que se plantea en aquellas sociedades con marcada separación de la propiedad y el control. Se explica así que esta política financiera 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 EEUU, Canadá y Reino Unido, caracterizados por una divergencia de intereses entre los administradores de las empresas y los propietarios de las mismas, la utilización de dividendos resulta más asidua que en otros ámbitos geográficos.

Y, si antes calificábamos a los dividendos como la *hermana pequeña* de las decisiones financieras, es igualmente preciso reconocer que en los últimos años e, incluso, meses estamos asistiendo a un creciente protagonismo de esta decisión, pudiéndose afirmar con todas las cautelas necesarias que el reparto de dividendos ha dejado de ser el benjamín de la familia y ha experimentado un acelerado proceso de maduración de la mano de la teoría de la agencia.

El punto de partida de este renovado interés puede situarse en torno a mediados de la década de los ochenta, fecha a partir de la

cual un número no desdeñable de empresas estadounidenses modifican su forma de remuneración y optan por recomprar sus propias acciones en detrimento del reparto de dividendos. Tal patrón ha tenido su continuación en los fuertes cambios en la naturaleza de la empresa *por mor* de la innovación tecnológica, que ha provocado el surgimiento de numerosas compañías de menor tamaño, con inversiones más intensivas en capital humano y con notables oportunidades de crecimiento. Estas empresas tienen interés en retener beneficios para facilitar la financiación de sus oportunidades de negocio, lo que es contemplado con buenos ojos por los accionistas, ya que las perspectivas de crecimiento son prometedoras, esperándose que las futuras ganancias de capital superen con creces la falta de pagos de dividendos.

En estas circunstancias, la decisión de repartir beneficios pierde gran parte de su sentido y, de alguna manera, puede implicar el reconocimiento de una cierta miopía financiera y la carencia del suficiente sentido estratégico como para optimizar el valor de mercado de la empresa. Los datos en este tiempo así lo reflejan y muestran cómo, mientras que en 1978 un 60,5% de las empresas americanas pagaban dividendos, en 1999 tan sólo el 20,8% lo han hecho.

Esta tendencia a la baja en el reparto de dividendos no es privativa del mercado estadounidense, pues, aunque más atenuada, coincide con la práctica de buena parte de las empresas europeas. Pero, paradójicamente, convive con una elevada contribución de los dividendos a la rentabilidad de las acciones. Una visión retrospectiva de los últimos treinta años pone de relieve que más de dos tercios de la rentabilidad real obtenida por los inversores europeos se debe a la percepción de dividendos, correspondiendo a las ganancias de capital la proporción restante. Lógicamente estos datos oscilan por países, pudiéndose citar el caso italiano como el más sobresaliente, pues la rentabilidad por dividendos supuso el 93% de la rentabilidad total, mientras que en las empresas españolas esa proporción se situó en el 67%.

Todo ello contribuye a reforzar la idea de la decisión de dividendos como un rompecabezas difícilmente solucionable. Más aún —y esto ha de analizarse con la prudencia que dicta la escasa perspectiva temporal de que en este momento se dispone— en los últimos meses estamos asistiendo a un nuevo viraje con la reaparición de políticas activas de remuneración a los accionistas en forma de dividendos. Así, en EEUU se ha acometido recientemente una reforma fiscal para estimular el reparto de dividendos y,

del mismo modo, no faltan ejemplos de empresas de muy distintos países que anuncian su adhesión a esta nueva tendencia: Telefónica ha vuelto a distribuir dividendos interrumpiendo la política de retención de beneficios que comenzó en 1998, *Deutsche Bank* ha pagado dividendos después de varios años sin hacerlo, *British Telecom* promete destinar en 2005 a dividendos el 60% de sus resultados aumentando el 50% actual, *Vodafone* contempla elevar un 20% el dividendo de 2004 y hasta *Microsoft*, que pagó hace seis meses el primer dividendo de su historia, se plantea como objetivo doblar la cifra de dividendos. No son casos aislados sino que en el conjunto de la Unión Europea los dividendos crecieron más de un 8% en 2003 y se estima que este año lo hagan en torno al 10%.

En paralelo a este resurgimiento de los dividendos hay que citar la reciente ola de escándalos financieros y contables que ha azotado a algunas de las grandes corporaciones y que, si no mantiene una relación de causalidad con aquéllos, sí que guarda algún tipo de conexión. Los dividendos se erigen, en este nuevo escenario de inseguridad de los accionistas, como símbolo de la confianza de los inversores y paladín de la credibilidad del beneficio.

Nos encontramos ante una de las piezas de más reciente incorporación y, quizás, más prometedoras de este rompecabezas: la protección de los derechos de los inversores como eje vertebrador de la decisión de dividendos y del mosaico de políticas que se observan en los distintos países. La decisión de remuneración a los accionistas, de la mano de esta nueva visión, viene condicionada por la capacidad de los accionistas para exigir tal remuneración y por los medios alternativos de los que éstos disponen para ver garantizados sus derechos. En la medida en que dicha capacidad emana de las normas legales es lógico que el análisis económico se enriquezca con las aportaciones de otros cuerpos teóricos de índole más legal o institucional.

En términos más conceptuales, este análisis de la decisión de dividendos en un entorno internacional se enmarca dentro de la literatura conocida como *Law and Finance*. Los estudios de RAJAN y ZINGALES y los de LA PORTA, LÓPEZ DE SILANES, SHLEIFER y VISHNY, pioneros en esta novedosa línea de investigación, señalan que la heterogeneidad internacional en lo tocante a la salvaguardia de los inversores tiene su fundamento en la tradición legal de cada país, origen del marco legal e institucional dentro del cual las empresas adoptan sus políticas de dividendos. Ha sido tal la acogida que los citados trabajos han tenido en la comunidad científi-

ca que ya es opinión común, de acuerdo con esa literatura, considerar la existencia de dos grandes corrientes jurídicas. Por un lado, la tradición anglosajona procedente del derecho consuetudinario, caracterizada por conceder un mayor grado de protección legal a los accionistas, que conduce a un mayor desarrollo de los mercados de capitales y de las empresas con una estructura de propiedad más dispersa. Por otro lado, existe una tradición anclada en la ley civil que, aún siendo menos homogénea que la anterior —de hecho, se distinguen la rama francesa, germana y escandinava—, se caracteriza por conceder una menor cobertura legal a los accionistas y favorecer un mayor desarrollo de la intermediación financiera y una más intensa concentración de la propiedad de las compañías.

Por tanto, 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. 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 el rompecabezas de los dividendos. No obstante, consideramos igualmente necesario enmarcar el estudio en un escenario más amplio y entroncar la cuestión con aportaciones que podríamos calificar de clásicas, lo que explica la estructura de nuestro trabajo. Así, dedicaremos el primer capítulo a la revisión del cuerpo teórico de conocimientos acerca de los dividendos. Este estado del arte abarca desde la propuesta favorable a la distribución de beneficios apoyada en la tradicional preferencia por el *pájaro en mano* a la postura neutral de irrelevancia de MILLER y MODIGLIANI y a posiciones más contrarias a su utilización debido a los efectos del asimétrico tratamiento fiscal.

Ninguna de estas propuestas considera las dificultades de gobierno inherentes a las empresas y de ahí la necesidad de ampliar el enfoque para dar cabida al problema de la separación entre la propiedad y la dirección. Por ese motivo en el mismo capítulo hacemos explícita consideración de la teoría de la agencia

como un marco conceptual adecuado para interpretar el problema de los dividendos dentro de un entorno más global como es el problema de gobierno de las empresas. Además, este enfoque entreabre la posibilidad de incorporar la influencia de los aspectos institucionales propios de cada país y que pueden determinar las diferencias en las decisiones tomadas por las empresas en distintos ámbitos geográficos.

Quedan así sentadas las bases del segundo capítulo, en el que abordamos la comparación de la decisión de dividendos en el contexto internacional. Partiendo de la constatación del recorte de dividendos que ha tenido lugar en los últimos años, en este capítulo se enfatiza el grado de protección al inversor como factor cardinal sobre el que se configuran las formas y estructuras de gobierno que, a la postre, van a definir la política de distribución de resultados de la empresa. Surgen asimismo —y así se recoge en este capítulo— otros factores concomitantes con la cobertura legal de los partícipes de la empresa, como son su estructura de propiedad y su política de endeudamiento, que desempeñan también un papel digno de mención en la resolución de los conflictos entre los partícipes y que, por tanto, pueden modelar de alguna manera el efecto de los dividendos.

La conjunción de estos elementos, a los que hay que añadir las oportunidades de inversión al alcance de la empresa, conforma los pilares sobre los que se asienta la política de dividendos adoptada por las empresas en cada marco legal e institucional. Esto nos lleva a examinar en este capítulo cada uno de los mencionados factores, tanto en su conexión con las empresas del ámbito anglosajón como con las del ámbito europeo continental.

A partir de este análisis teórico de la cuestión desarrollamos en el tercer capítulo la parte empírica de nuestra investigación, centrada en el análisis de las políticas de dividendos de las empresas estadounidenses y europeas en los últimos años. El objetivo medular de la misma es la identificación de los motivos que justifican las políticas de dividendos de las compañías de países pertenecientes a diferentes ámbitos institucionales. Este objetivo se concreta en la formulación de ocho hipótesis que relacionan la política de dividendos con aspectos relativos a la protección legal de los inversores en cada país, a la estructura de propiedad, al nivel de endeudamiento empresarial, a las oportunidades de inversión que posea la compañía y a la utilización de otras formas de remuneración de los accionistas como son las recompras de acciones.

Con este propósito hemos formado una muestra de empresas pertenecientes a quince países objeto de estudio. Inicialmente llevamos a cabo un análisis descriptivo previo de las principales magnitudes características de las empresas de cada nación y de cada sistema legal. Esta exploración preliminar nos permite apreciar el paulatino abandono de las políticas de alisamiento de dividendos en la mayoría de los países y los diferentes patrones seguidos por las empresas anglosajonas y las europeas a este respecto, lo que puede constituir un indicio de la influencia del distinto tratamiento legal de los accionistas o de la disímil presencia de inversores institucionales en cada mercado. Este capítulo contiene igualmente los resultados obtenidos del contraste empírico de las hipótesis. Las características de la muestra, combinación de cortes transversales y series temporales, aconsejan la utilización del método de datos de panel a efectos de contrastar los factores que condicionan la política de dividendos de las empresas para una muestra de empresas cotizadas de EEUU y de países de la Unión Europea. De los resultados pertinentes de este capítulo se presentan las conclusiones de nuestro trabajo que permiten colegir que factores institucionales como el grado de protección de los derechos de los accionistas y de los acreedores en cada país y el diferente tratamiento fiscal de los dividendos influyen en la determinación de las políticas de dividendos y en su interrelación con las necesidades de autofinanciación según las oportunidades de inversión y con la configuración, derivada del entorno legal e institucional, de la estructura de propiedad y de capital de la empresa a fin de resolver los problemas de agencia que surgen en el gobierno de las corporaciones.