

La política de dividendos en los bancos privados españoles: modelos de comportamiento

Jesús Gutiérrez Cillán
José Miguel Rodríguez Fernández
Eleuterio Vallelado González

*Dpto. Economía y Administración de Empresas
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Avda. Valle de Esgueva, 6 - 47011 Valladolid*

La política de dividendos en los
bancos privados españoles:
modelos de comportamiento

Dividend Policy in Spanish
Private Banks:
Behavioral Models

RESUMEN

El propósito de este trabajo es contrastar diferentes modelos de comportamiento en política de dividendos. La investigación se efectúa sobre una muestra de bancos privados españoles, durante los subperiodos 1976-80 y 1981-85. Se contrastan tanto la hipótesis de ajuste parcial como la de contenido informativo, presentándose la estimación de un modelo integrado. Los resultados empíricos confirman que en el primer subperiodo podemos aceptar que sólo uno de los efectos es instantáneo, mientras que en el segundo ambos lo son.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to verify different behavioral models in dividend policy. The research has been done with a sample of Spanish private banks which are divided in two periods: 1976-80 and 1981-85. We test the hypothesis of partial adjustment and the hypothesis of adaptive expectations for both periods. We use an integration model which refunds the two assumptions. The empirical results show that in the first period of time we can accept that only one of the effects is instant, while during 1981-85 both effects are it.

La política de dividendos en los bancos privados españoles: modelos de comportamiento

1. INTRODUCCIÓN

La controversia en torno a la política de dividendos es uno de los diez problemas no resueltos que, a decir de Brealey y Myers (1988, págs. 876 y sigs.), sintetizan bien “lo que no sabemos” en el área de la Economía financiera de la empresa. Con todo, si adoptamos un enfoque positivo y nos interesamos por analizar el comportamiento de las compañías al respecto, la evidencia empírica y los planteamientos doctrinales de los manuales más corrientes —reflejo de la sabiduría convencional— aportan algunos elementos de interés.

Hasta donde hoy conocemos, parece que los directivos de un buen número de firmas se marcan, explícita o implícitamente, un cierto objetivo para su coeficiente a largo plazo de reparto de dividendos en relación a los beneficios del ejercicio (*target payout ratio*). Pero no aplican mecánicamente ese ratio a las ganancias de cada año. Existe una tendencia a estabilizar las distribuciones de dividendos, en la creencia de que evitar fluctuaciones bruscas presenta determinadas ventajas en mercados imperfectos. Así, facilita el ajuste de las pautas temporales de consumo-inversión de cada accionista sin incurrir en tantos costes de transacción como en algunos casos podrían darse si el flujo de dividendos fuese muy cambiante.

Además, merece la pena recordar que, aun cuando no sea definitivamente concluyente, la evidencia empírica otorga respaldo a la hipótesis del contenido informativo: sugiere que el anuncio de su pago es una vía para transmitir al mercado de capitales una información útil sobre la futura capacidad de la empresa para generar beneficios. Si los inversores piensan que la empresa sólo aumentará o reducirá el dividendo cuando los responsables directos de la misma esperen —respectivamente— un incremento o disminución firme de las ganancias, eliminar el dividendo corriente cabría interpretarse como señal de escasas oportunidades futuras de negocio, mientras que distribuir uno mucho más elevado que los

* Agradecemos las sugerencias y útiles comentarios econométricos de José Luis Rojo García.

precedentes podría convertirse en un *boomerang* si tiempo después la coyuntura es bastante menos boyante.

Eso sí, dentro de las numerosas compañías que siguen una política estable de reparto de dividendos encontramos marcadas diferencias en el nivel promedio de los mismos a largo plazo, reflejo de la distinta decisión adoptada sobre el *target payout ratio*. Y es que en este último influyen diversos y complejos factores, entre los cuales destacan la estructura financiera y capacidad de acceso de la firma a los mercados de capitales, tasa de crecimiento y oportunidades de inversión, limitaciones legales o contractuales, preferencias de los accionistas, etc.

En las páginas que siguen presentamos los resultados empíricos de una investigación llevada a cabo sobre una muestra de bancos privados españoles con el fin de contrastar diferentes modelos de comportamiento en política de dividendos. Se presta atención tanto a la mencionada hipótesis de ajuste parcial como a la referida de contenido informativo, desarrollando las verificaciones de manera tal que se alcancen estimaciones específicas de cada uno de los principales parámetros que reflejan los respectivos supuestos teóricos, así como del objetivo a largo plazo para el coeficiente de reparto. En un intento de examinar una combinación de ambas hipótesis, también se informa de los resultados econométricos a los cuales se llega con lo que se ha dado en denominar un modelo general integrado.

Conforme a nuestro propósito, el segundo epígrafe de este trabajo se ocupa de proporcionar un marco conceptual y teórico de referencia, dentro del cual quedan recogidos dos puntos clave: las razones de la política de reparto estable de dividendos y los complejos determinantes del *target payout ratio*. El epígrafe tercero se dedica a presentar los diversos modelos econométricos que han servido de base para los estudios precedentes efectuados. Sigue, ya en el cuarto, el contenido fundamental de nuestra investigación, con los modelos propuestos y el procedimiento de estimación no lineal aplicado, la muestra y las fuentes estadísticas y una glosa de los resultados obtenidos. Por último, aparece un comentario final bajo el rótulo de conclusiones.

2. LA DECISIÓN DE DISTRIBUIR DIVIDENDOS: UNA NOTA

Como es bien sabido, a la hora de establecer su política de dividendos, una empresa ha de adoptar una doble decisión: de un lado, sobre el nivel medio a largo plazo del coeficiente de reparto de los beneficios vía dividendos (*payout ratio*); por otra parte, respecto al grado de estabilidad de aquéllos a lo largo del tiempo. De hecho, observamos que muchas firmas difieren notablemente en cuanto a dicho ratio y, sin embar-

go, mantienen todas ellas un perfil de la cuantía de su dividendo sin importantes fluctuaciones. Las pautas de acción referentes a ambas facetas han recibido larga y merecida atención de los especialistas en Economía financiera, de suerte que —junto con otras vertientes de análisis— son elementos clave de la amplia investigación teórica y empírica llevada a cabo durante las tres últimas décadas en cuanto a la distribución de la renta empresarial.

2.1. El coeficiente de reparto a largo plazo

En la primera vertiente, la empresa habrá de fijar la proporción de beneficios que —por término medio— distribuirá en forma de dividendos a lo largo de su horizonte temporal de planificación. Por tanto, la pregunta que cabe plantearse es si existe o no una conducta óptima a largo plazo respecto de la asignación del excedente empresarial y remuneración de los propietarios.

En general, se admite que la política seguida por la firma es el resultado de un conglomerado de elementos influyentes: desde limitaciones de carácter jurídico a imperativos derivados de la estructura financiera de la compañía y su situación de liquidez, pasando por la capacidad de la empresa para generar beneficios sostenidamente y las necesidades de fondos impuestas por los proyectos de inversión que tenga en cartera, dentro de sus afanes por explotar las oportunidades de negocio disponibles. Además, no hemos de olvidar las preferencias de los inversores, los cuales pueden apreciar en distinta medida los dividendos y las plusvalías de capital, tal vez por la existencia de costes de transacción, sesgos fiscales o asimetrías de información, con lo cual cabe que la política de reparto de las ganancias establecida por la compañía condicione el precio de la acción y el coste para la firma de la financiación propia.

Precisamente, ese posible efecto del dividendo sobre la valoración de las acciones ha recibido la particularizada y especial atención de buen número de expertos, dando origen a un animado intercambio de opiniones. Es el eje central de una extensa literatura específica, en la cual entran en escena planteamientos normativos entroncados con la raíz misma de la teoría financiera moderna: la maximización del valor de mercado de las acciones como objetivo empresarial. Desde la perspectiva de los propietarios, se plantea una cuestión de indudable relieve: cara a optimizar su riqueza final, ¿sería preferible percibir una retribución monetaria inmediata en forma de dividendo o convendría optar por acumular y reinvertir beneficios en la compañía?. La respuesta depende de la conexión que se establezca entre, de un lado, el coeficiente de reparto de dividendos y, de otro, la valoración de las acciones en el mercado.

De acuerdo con un supuesto que ha venido siendo habitual en parte de la literatura financiera moderna, admitamos la existencia de un mercado de capitales perfecto. En tan caso, para una política de inversión empresarial dada, el valor de la acción no se ve afectado por la decisión de repartir dividendos (Miller y Modigliani, 1961). Esta tesis de irrelevancia se cumple tanto supuesto que los *cash flows* de explotación se mantienen constantes como aceptado que crecen a una cierta tasa; tampoco se quiebra en la hipótesis de introducir un impuesto sobre la renta de las empresas, pues tal gravamen sólo implica una ventaja fiscal para la deuda en comparación con la financiación propia, sin consecuencias sobre la relación entre el valor de la firma y su política de dividendos (v. Copeland y Weston, 1983, págs. 480-489).

Sin embargo, esta tesis de neutralidad que hemos comentado puede no ser válida *de facto*. Los mercados de capitales realmente existentes se caracterizan por diversas imperfecciones: costes de transacción, sesgos impositivos, efectos de la información asimétrica, etc.

Así, Farrar y Selwyn (1967), sirviéndose de un modelo de equilibrio parcial en el que los inversores intentan maximizar su renta personal después de impuestos, sostienen que la financiación interna a través de beneficios retenidos es más barata que la financiación externa mediante acciones, por motivos fiscales. Luego el valor de mercado de una firma que se espera utilice financiación interna será mayor que el de otra embarcada en una política de fuertes dividendos y repetidas ampliaciones del capital social.

En otro orden de cosas, al optar por retener beneficios se ahorran costes de emisión de acciones adicionales y costes de transacción asociados al pago de dividendos (v. Schall y Haley, 1988, pág. 370).

Hasta aquí dos argumentos a favor de fijar unos bajos coeficientes de distribución de dividendos: por tanto, únicamente deberían repartirse cuando no sea necesario acumular fondos para invertir, puesto que es más barata la autofinanciación que la financiación externa. En consecuencia, se defiende la existencia de una política óptima de dividendos, si bien éstos quedan determinados de manera residual (v. Higgins, 1972).

Ahora bien, aún cuando los sesgos fiscales y ciertas categorías de costes de transacción sirven como argumentos en pro de unos poco significativos coeficientes de distribución de dividendos, las asimetrías en la información y los costes de transacción de otras categorías parecen actuar en sentido opuesto.

En su trabajo de 1979, Bhattacharya expone que probablemente los dividendos transmiten información sobre el valor de la empresa, en paralelo —y como complemento— a la comunicada por otras vías, por ejemplo los estados financieros del ejercicio; encuentra que el coeficiente óptimo de reparto de dividendos es de un nivel significativo, a pe-

sar de la ventaja fiscal otorgada a las plusvalías de capital y de suponer que, si los dividendos acordados exceden del beneficio generado, la firma deberá conseguir la correspondiente financiación mediante contratación de deuda a un tipo de interés superior al normal del mercado.

Desde el enfoque de la teoría de la agencia, en una explicación convergente con lo ya apuntado, Easterbrook (1984) subraya que una política de repartir dividendos incrementa la asiduidad con la que los directivos acuden al mercado de capitales para obtener un volumen adicional de capital de riesgo. Así, la compañía se ve más frecuente e intensamente sometida a la supervisión y disciplina de ese mercado, reduciéndose los costes de agencia; a la vez, *ceteris paribus*, con la distribución de dividendos se incrementa el ratio "fondos ajenos/fondos propios", de suerte que los accionistas recuperan la posición de equilibrio inicial en relación con los acreedores, quienes se habían visto favorecidos por un margen de solvencia superior al que sirvió de base para pactar el tipo de interés de sus préstamos.

Resta comentar el efecto de los costes de transacción que soportarían los socios si necesitaran vender una parte de sus títulos para obtener ingresos destinados al consumo corriente o a la inversión en otros activos financieros. Hecha abstracción de las demás variables, percibir dividendos es preferible para estos inversores a acumular ganancias de capital, por el ahorro de costes —como comisiones y tiempo— que logran al no tener que proceder a la liquidación de una fracción de sus participaciones.

En un último apunte es obligado referirnos a la posible existencia de un "efecto de clientela". La preferencia de los inversores por dividendos o por ganancias de capital debido a diversos factores —costes de transacción, política fiscal, etc.—, puede implicar que algunos poseedores de títulos deseen el reparto de la renta generada por la firma y otros —por contra— su acumulación. En consecuencia, cada compañía adoptará una política de distribución de beneficios adecuada para introducir en un cierto segmento del mercado de valores. En el equilibrio, las políticas de dividendos de las empresas estarán ajustadas a los deseos de los grupos de inversores y serán igualmente válidas cara a la valoración de las acciones: de nuevo la tesis de neutralidad (v. Miller y Modigliani, 1961; Black y Scholes, 1974).

La evidencia empírica de que hasta ahora disponemos acerca de la influencia de los dividendos en la riqueza de los accionistas aconseja, desde una aptitud mínimamente prudente, reconocer que el debate sobre las diferentes posiciones teóricas sigue abierto.

2.2. La estabilidad de los dividendos

El historial de dividendos de una firma es de creer que puede influir sobre las expectativas de los accionistas y, a su vez, incidir indirectamente sobre el valor de mercado de las acciones de la misma. De hecho, un perfil estable es probable que llegue a considerarse como garantía de una distribución regular de dividendos para el futuro; inversamente, un reparto inestable quizás se traduzca en un aumento de la incertidumbre de los accionistas sobre los dividendos posteriores (Vernimmen, 1976, pág. 283). Desde esta óptica, una empresa que en períodos difíciles no cesó de remunerar en efectivo regularmente a sus socios, es posible que sea preferible a otra que suspendió su distribución en ciertos momentos. Tal vez los inversores valoren en términos favorables una pauta de reparto estable de dividendos, debido a un posible contenido informativo de éstos y/o a su deseo de percibir algunos ingresos líquidos para afrontar sus gastos corrientes, además de que determinadas disposiciones legales pueden actuar en el mismo sentido (v. Schall y Haley, 1988, págs. 372-374; Van Horne, 1986, pág. 370).

Varios son los modelos formales que han abordado la hipótesis de contenido informativo, y llegan a incorporar el supuesto de asimetrías —desigualdades— de información en los mercados de capitales. Según hace notar Ross (1977), la tesis de irrelevancia de Miller y Modigliani da por supuesto implícitamente que el mercado *conoce* y evalúa el flujo estocástico de rendimientos de la empresa; sin embargo, en su opinión, el mercado sólo puede valorar la corriente de fondos *observada*: alteraciones en el nivel y/o en el calendario de los pagos de dividendos tal vez modifiquen la “clase de riesgo” asignada por el mercado, aunque la auténtica no haya experimentado cambios. Es decir, puesto que los propietarios disponen de información incompleta y de peor calidad que los directivos de la firma, la declaración de que se van a distribuir ganancias en forma de dividendos, o incrementar ligeramente éstos, suministra al mercado una útil información acerca de las expectativas vislumbradas para la compañía por sus responsables inmediatos. La eliminación o el recorte del dividendo es posible que se interpreten como un porvenir problemático, contribuyendo a una recesión —al menos transitoria— en el valor del título de participación.

Autores muy destacados entre los defensores de la tesis de neutralidad o irrelevancia de los dividendos en relación con el precio de la acción, no tienen inconveniente en admitir el posible contenido informativo de los dividendos. Así, en opinión de Miller y Modigliani (1961), ante el anuncio del dividendo, el mercado quizás responda con movimientos en el precio de la acción, como consecuencia de la nueva informa-

ción recibida sobre las expectativas de los directivos y, en definitiva, acerca del valor de la empresa. El reciente modelo de Miller y Rok (1985) parte de la hipótesis de que existe información asimétrica. En este contexto, el anuncio de dividendos sirve para que el mercado infiera los verdaderos beneficios del período corriente. A su vez, la cifra de estos últimos constituye la base para estimar las ganancias futuras. De nuevo, al igual que en el trabajo de Miller y Modigliani (1961), el valor de la firma descansa sobre su capacidad de generar beneficios, sólo que —de esa forma indirecta— los dividendos pueden llevar consigo un importante contenido informativo.

En definitiva, parece que los inversores asignan a la cifra de dividendos un valor informativo, de suerte que éstos ayudan a reducir la incertidumbre de los operadores en los mercados de capitales. Ante una disminución del beneficio del ejercicio, la relativa regularidad del dividendo puede transmitir la opinión de la dirección de que el futuro de la compañía es más halagüeño de lo que ese hecho sugiere. Desde luego, si la tendencia a la baja de las ganancias es continua, la pauta de estabilidad terminará no siendo señal de unas expectativas positivas. A pesar de que el mejor indicador de la rentabilidad económica y financiera de la firma debiera ser el beneficio operativo neto, por razones psicológicas y de preferencia por la liquidez, el dividendo se revela como la señal más importante que el accionista recibe sobre la situación de la firma. Para los inversores, los rendimientos percibidos en forma de dividendos suponen algo tangible que inspira confianza en la gestión de la empresa y que se traduce en una cotización relativamente sostenida de sus acciones en el mercado (Suárez Suárez, 1986, pág. 594).

Por otra parte, los inversores pueden aplicar los dividendos percibidos a la cobertura de sus necesidades de consumo corriente, las cuales son habitualmente estables. Una disminución radical en los ingresos por dividendos podría forzarlos a vender acciones a fin de obtener los fondos necesarios para financiar sus gastos, mientras que un fuerte aumento en los mismos tal vez provocaría un excedente de renta que debería ser reinvertido. Tanto en la venta de acciones como en la reinversión se producen costes de transacción, los cuales no existirían si el reparto de dividendos mantuviera un comportamiento regular y predecible.

Un tercer factor que puede fomentar la estabilidad de los dividendos es la existencia de grandes inversores institucionales, que bien por motivos legales —como es el caso de algunos países— bien por razones de seguridad, sólo están dispuestos a comprar acciones de empresas caracterizadas por su comportamiento regular a la hora de repartir beneficios.

Como quedó apuntado en las últimas líneas del apartado 2.1. del examen efectuado sobre la política de dividendos se infiere que el deba-

te en torno a su relevancia o irrelevancia no ha concluido, pero ambas tesis tienen un punto en común: coinciden en admitir que los dividendos transmiten información a los mercados de capitales acerca de las expectativas futuras de la empresa (v. Azofra Palenzuela, 1986, pág. 263).

Cabe hablar, pues, de una teoría del contenido informativo de los dividendos, interesante para explicar las fluctuaciones que en la cotización de las acciones se producen como consecuencia de cambios en las políticas de dividendos de las empresas. Los inversores son conscientes de que las empresas acostumbran a marcarse un ratio *payout* objetivo a largo plazo y a distribuir un dividendo relativamente estable en el tiempo, por lo que cualquier desviación sobre esa pauta de acción indicaría a los accionistas modificaciones en las expectativas de los directivos acerca de las posibilidades futuras de negocio para la firma. El mencionado planteamiento teórico no sería contradictorio, en un ambiente incierto, con la tesis de irrelevancia de la política de dividendos.

Eso sí, en un mundo con imperfecciones y sin certidumbre, los procesos de ajuste del actual ratio de distribución al coeficiente que la firma se fija como objetivo bien pudiera darse el caso de que no fuesen inmediatos y totales sino retardados y parciales. La razón de ello se encuentra en esas imperfecciones de los mercados, aun cuando admitamos que la evolución del dividendo a lo largo del tiempo es sólo función de las variaciones en las ganancias esperadas.

Las hipótesis del contenido informativo y de ajuste parcial merecen, en consecuencia, una atenta consideración y, precisamente, han sido por ello la base de fundamentación de los modelos planteados en diversos análisis empíricos sobre el comportamiento de las empresas en materia de dividendos. También constituirán el eje clave del presente trabajo.

3. MODELOS DE COMPORTAMIENTO EN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Entre los diversos estudios empíricos efectuados con el fin de investigar el proceso de decisión sobre reparto de dividendos por las firmas, cabe destacar las aplicaciones del conocido modelo econométrico de ajuste parcial llevadas a efecto por Lintner (1956) y Fama y Babiak (1968), así como los esquemas de análisis desarrollados a partir de la hipótesis del contenido informativo y presentados en los trabajos de Pettit (1972, 1976), Watts (1973), Ang (1975) y Laub (1976).

Como quedó apuntado líneas arriba, quienes se sirven de la hipótesis de ajuste parcial sostienen que las compañías generalmente establecen un nivel deseado para su ratio *payout*: De forma gradual la cuantía de la remuneración corriente se va acercando a la que se derivaría de

aplicar tal objetivo sobre las ganancias del ejercicio, con arreglo a una velocidad de aproximación que depende de rigideces institucionales y tecnológicas o de razones psicológicas.

En la hipótesis del contenido informativo de los dividendos, se adopta un punto de vista según el cual éstos proporcionan información acerca de las futuras ganancias esperadas por la dirección. En tal marco ha de situarse el denominado modelo de expectativas adaptables, más adelante expuesto, en el cual los retardos se atribuyen a la incertidumbre y falta de información.

En este epígrafe, ante todo examinamos dos modelos derivados —respectivamente— de la primera y la segunda de dichas hipótesis, para después aplicarnos al planteamiento de un modelo general, que constituye una combinación de aquellas. Tal esquema integrado¹, en última instancia, puede servir para contrastar si los dividendos repartidos son función *a posteriori* de los beneficios obtenidos y/o si la retribución del capital social vía dividendos permite a los accionistas prever los resultados de la empresa.

3.1. El modelo de ajuste parcial

El primer modelo econométrico referente al comportamiento empresarial en política de dividendos fue el precitado de Lintner (1956). Basándose en la investigación empírica de 28 empresas, llegó a concluir que la decisión sobre el dividendo actual está íntimamente vinculada con su importe en el ejercicio anterior y con los beneficios netos —es decir, después de impuestos— del período corriente.

El modelo de ajuste parcial, o de persistencia de hábitos, planteado por Lintner puede ser caracterizado como:

$$DIV^*_t = r BN_t, \quad (1)$$

$$DIV_t - DIV_{t-1} = \alpha + \beta (DIV^*_t - DIV_{t-1}) + u_t, \quad (2)$$

donde $0 < \beta \leq 1$,

siendo,

r : objetivo para el coeficiente de distribución de dividendos en relación con las ganancias netas obtenidas (*target payout ratio*).

1. El planteamiento del mismo queda recogido en ciertos manuales de econometría: v., por ejemplo Johnston (1977, págs. 322 y sigs.), Kmenta (1977, págs. 572 y sigs.) y Koutsoyiannis (1977, págs. 315 y sigs.).

BN_t : beneficios netos realizados por la firma a lo largo del período t .

DIV^*_t : dividendo deseado, es decir, aquél que debería pagar la firma durante el período t de acuerdo con el objetivo r para el coeficiente de distribución.

DIV_t y DIV_{t-1} : dividendos realmente satisfechos en los períodos t y $t-1$, respectivamente.

α : término constante², expresión del crecimiento de los dividendos.

u_t : perturbación aleatoria.

Sustituyendo (1) en (2) se obtiene:

$$DIV_t = \alpha + \beta r BN_t + (1-\beta) DIV_{t-1} + u_t, \quad (3)$$

es decir, a partir del modelo estático inicial (1) queda especificado un modelo dinámico con desfase de un período en la variable endógena.

El modelo planteado establece que el proceso de aproximación de la serie de dividendos corrientes al conjunto de dividendos deseados —éste no es directamente observable— se realiza en forma gradual, a un ritmo marcado por el coeficiente de ajuste β , lo que pone de manifiesto la resistencia general a introducir modificaciones que no puedan mantenerse en el futuro. Tal conservadurismo, inercia y esfuerzo por eludir cambios bruscos en la cuantía de los pagos implican que la alteración del dividendo en cualquier ejercicio dado sólo refleja una parte de la amplitud de los cambios habidos en las magnitudes financieras.

Los resultados empíricos alcanzados por Lintner en su trabajo informan de elevados coeficientes de correlación y parámetros de regresión altamente significativos para los períodos analizados.

Fama y Babiak (1968) compararon el modelo de Lintner con otros alternativos, sirviéndose de una técnica de simulación para estudiar las propiedades de los coeficientes. De las varias especificaciones contrastadas, las dos más adecuadas son, precisamente, la de Lintner y una similar —que se comporta algo mejor— donde figuran las ganancias en régimen de variable retardada. Parece, pues, que en las empresas estadounidenses sólo se incrementa el dividendo después de tener una aceptable seguridad de que será posible mantener el nuevo nivel en el futuro.

Algo diferentes son, desde luego, las investigaciones de Darling

2. En opinión de Lintner (1956, pág. 107), este término ha de ser cero o —más frecuentemente— positivo, y refleja de alguna forma la actitud de los directivos, más reacios a disminuir el importe de los dividendos que a incrementarlo, o la influencia de un cierto deseo de hacerlo aumentar gradualmente. Sin embargo, de las estimaciones de Turnovsky (1976, pág. 585) y Lee y otros (1987, págs. 274-275) se desprende que α puede tomar valores negativos.

(1957) y Brittain (1966). El primero de ellos introduce como nuevos factores explicativos del comportamiento de los dividendos las amortizaciones del ejercicio, la variación en el volumen de ventas y las ganancias netas correspondientes al ejercicio anterior, entre otros; el segundo, examina con especial interés la influencia de los recursos generados netos y de los tipos de gravamen del impuesto sobre la renta personal.

En el caso español, cabe destacar dos estudios. De un lado, el llevado a cabo por Alonso Rivas (1982), quien realiza una contrastación empírica de los modelos de Lintner y algunos otros para las empresas del sector eléctrico con datos de 1972-80, aplicando una estimación por mínimos cuadrados ordinarios; de sus resultados no pueden deducirse los valores específicos de los parámetros α , β y r . Por su parte, para una muestra de 45 empresas españolas, Grande Esteban (1985) presenta estimaciones del modelo de Lintner para cada uno de los doce años del período comprendido entre 1969 y 1980. Puesto que estamos ante una serie de análisis transversales, parece difícil detectar el proceso de ajuste parcial a largo plazo que se pretende verificar.

3.2. Modelo de expectativas adaptables

En contraste con la hipótesis de ajuste parcial, la del contenido informativo de los dividendos supone que el importe de la retribución del capital social es un elemento que deja traslucir las expectativas del grupo dirigente acerca de los futuros resultados de la actividad empresarial: los dividendos se elevarán si la dirección considera que los beneficios futuros van a permitir seguir manteniendo los nuevos niveles de remuneración a los accionistas; se reducirán o anularán cuando las expectativas aparezcan como desfavorables.

Laub (1971) y Pettit (1972, 1976) verificaron que los pagos de dividendos contienen información sobre las ganancias esperadas por la dirección y que los cambios en aquéllos son el resultado de las modificaciones en las expectativas a largo plazo.

Tal relación puede ser expresada como

$$DIV_t = r BN_t^* + u_t, \quad (4)$$

siendo:

DIV_t : dividendo corriente repartido durante el período t .

r : tasa de distribución deseada.

BN_t^* : valor esperado o expectativas de beneficios netos en el futuro.

u_t : perturbación aleatoria.

De esta forma, los dividendos corrientes DIV_t pueden ser desagregados en el componente permanente $r BN^*_t$ y en el componente transitorio u_t .

La ecuación (4) no resulta operativa, evidentemente, ya que BN^*_t no es una variable directamente observable. Debe, por tanto, complementarse con algún supuesto acerca de cómo se forman las expectativas. Una hipótesis manejable puede ser admitir lo que se denomina "expectativas adaptables", es decir,

$$BN^*_t - BN^*_{t-1} = \delta (BN_t - BN^*_{t-1}) \quad (5)$$

$$\text{con } 0 < \delta \leq 1$$

donde δ representa el coeficiente de expectativas, esto es, la proporción del error en las expectativas que tiene la consideración de permanente. La expresión (5) puede interpretarse en el sentido de que el valor esperado o permanente de BN en el momento t se establece como una media ponderada del valor actual y del esperado en el período precedente. En otras palabras, la formación de expectativas corrientes se deriva modificando las expectativas previas a la luz de la experiencia actual; se corrigen en cada período en una fracción de la discrepancia entre el valor corriente observado del beneficio y el esperado en el ejercicio anterior.

Operando a partir de (4) y (5), se llega a

$$DIV_t = \delta r BN_t + (1-\delta) DIV_{t-1} + u_t - (1-\delta) u_{t-1}, \quad (6)$$

es decir, la ecuación (4) con una variable exógena corriente de expectativas se ha transformado en una relación con una variable exógena contemporánea, la endógena desplazada y un término de error que sigue un proceso autorregresivo.

La expresión (6) es la ecuación final de un modelo simple de expectativas adaptables³. Se observa que contiene exactamente las mismas variables que la ecuación (3) del modelo de ajuste parcial⁴. Las relaciones (3) y (6) difieren únicamente en el término constante y en el distinto comportamiento de las perturbaciones aleatorias. Sin embargo, bajo esta aparente semejanza formal subyacen procesos de comportamiento conceptualmente diversos, que es posible reconocer interpretando de forma adecuada los coeficientes del modelo: β en la ecuación (2) representa la velocidad de aproximación del dividendo actual al dividendo

3. Un esquema similar, con la excepción de que incluye además el efecto del beneficio del período anterior, es el propuesto por Watts (1973).

4. Se debe a que ambos modelos implican ponderaciones decrecientes geométricamente (v., por ejemplo, Johnston, 1977, pág. 321).

deseado; por el contrario δ en la ecuación (5) se corresponde con el coeficiente de expectativas de beneficios.

La aportación de Ang (1975) trató de determinar las diferencias entre las dos hipótesis alternativas referentes a la decisión de dividendos. Utilizando análisis espectral, comprobó que la teoría del contenido informativo refleja mejor el comportamiento de los dividendos en el corto plazo, mientras que en el largo la política de dividendos es más consistente con la hipótesis de ajuste parcial.

3.3. *El modelo general integrado*

El mencionado estudio de Ang (1975) sugiere la posibilidad de plantear un modelo generalizado para explicar el comportamiento de los dividendos en el corto, medio y largo plazo.

En este sentido, Djarraya y Lee (1981) y Lee y otros (1987) suponen que los dividendos deseados DIV^*_t se determinan por las expectativas de beneficios BN^*_t , de acuerdo con la relación

$$DIV^*_t = r BN^*_t, \quad (7)$$

es decir, el objetivo de dividendo queda expresado como un porcentaje de las ganancias esperadas. Resulta imprescindible efectuar algunos supuestos sobre el comportamiento de los dividendos —proceso de aproximación de DIV_t hacia DIV^*_t — y acerca de la formación de las expectativas BN^*_t .

Mediante la combinación de las hipótesis de ajuste parcial (ecuación 2) y de expectativas adaptables (ecuación 5) se llega al modelo general integrado, definido por las tres expresiones siguientes:

$$DIV^*_t = r BN^*_t,$$

$$DIV_t - DIV_{t-1} = \alpha + \beta (DIV^*_t - DIV_{t-1}) + u_t,$$

$$BN^*_t - BN^*_{t-1} = \delta (BN_t - BN^*_{t-1}).$$

Al poner en relación las tres ecuaciones anteriores y simplificar, podemos escribir:

$$DIV_t = \alpha \delta + (2 - \beta - \delta) DIV_{t-1} - (1 - \beta)(1 - \delta) DIV_{t-2} + \beta \delta r BN_t + u_t - (1 - \delta) u_{t-1}, \quad (8)$$

expresión que pone de manifiesto la vinculación existente entre los dividendos corrientes DIV_t , las ganancias netas BN_t y los dividendos repartidos en los dos períodos precedentes DIV_{t-1} y DIV_{t-2} .

Como puede derivarse de la ecuación (8), si el coeficiente de expectativas es igual a uno, el modelo integrado se reduce al de ajuste parcial. Cuando la velocidad de ajuste es uno y α cero, resulta el de expectativas adaptables.

De ser β y δ iguales a uno, tenemos:

$$DIV_t = \alpha + r BN_t,$$

es decir, el fenómeno de ajuste es total, de suerte que

$$DIV_t^* = DIV_t - \alpha,$$

y la adaptación de expectativas resulta inmediata, esto es,

$$BN_t^* = BN_t.$$

En este caso, la cuantía de los dividendos en cada momento viene determinada por la suma de dos elementos: el componente rBN_t , aplicación del *target payout ratio* sobre el beneficio corriente; y un término constante α , cuya interpretación empírica entendemos que es una cuestión a resolver en cada caso. Hablaremos, pues, de "modelo de efectos instantáneos".

4. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

4.1. Modelos y procedimiento de estimación

Es propósito de nuestro estudio contrastar si los beneficios netos repartidos en los bancos privados españoles, durante la década 1976-85, son función *a posteriori* de las ganancias obtenidas y/o si la retribución del capital social vía dividendos permite a los accionistas prever los resultados económicos futuros de la entidad.

Los modelos propuestos son los siguientes:

Modelo general integrado (I)

$$\text{DIV}_t = \alpha \delta + (2-\beta-\delta) \text{DIV}_{t-1} - (1-\beta)(1-\delta) \text{DIV}_{t-2} + \beta \delta r \text{BN}_t + u_t \cdot$$

$$v_t = u_t - (1-\delta) u_{t-1} \cdot$$

Modelo de efectos instantáneos (II)

$$\text{DIV}_t = \alpha + r \text{BN}_t + u_t \cdot$$

Modelo de ajuste parcial (III)

$$\text{DIV}_t = \alpha + \beta r \text{BN}_t + (1-\beta) \text{DIV}_{t-1} + u_t \cdot$$

Modelo de expectativas adaptables (IV)

$$\text{DIV}_t = \delta r \text{BN}_t + (1-\delta) \text{DIV}_{t-1} + v_t \cdot$$

$$v_t = u_t - (1-\delta) u_{t-1} \cdot$$

El primero y los dos últimos son modelos de regresión no lineales en sus parámetros. Además, si las perturbaciones u_t se distribuyen de forma normal, idéntica e independiente, y δ es distinto de uno, los errores aleatorios v_t estarán serialmente correlacionados. En estos supuestos, es posible demostrar que los estimadores mínimo-cuadráticos ordinarios son inconsistentes, y que los coeficientes α , β , δ y r pueden ser identificados pero no cabe obtener estimaciones econométricas de cada uno de ellos, debido a la no observabilidad de u_t . Por otro lado, si v_t es una variable aleatoria independiente que se distribuye según la ley normal, entonces δ y β no pueden ser identificados. Por lo tanto, y a diferencia de los citados trabajos de Alonso Rivas (1982) y Grandé Esteban (1985), para obtener estimadores únicos y consistentes de los coeficientes de los distintos modelos adoptamos un método de regresión no lineal; en concreto, el conocido como procedimiento de regresión por mínimos cuadrados no lineales de Marquardt: según señalan Draper y Smith (1981, págs. 471-472), combina las ventajas de los métodos del gradiente *-stepping descent-* y de Gauss-Newton. Además, de acuerdo

5. Como afirma el Prof. Suárez Suárez (1986, pág. 593), "al aplicar un tanto por ciento fijo sobre unas ganancias anuales generalmente variables se obtienen unos dividendos anuales también variables, lo que suele repercutir desfavorablemente en la cotización de las acciones".

con la experiencia de Lee y otros (1987, pág. 273), el último procedimiento mencionado converge más lentamente que el de Marquardt. Por todo ello, hemos elegido éste para estimar los coeficientes.

Un problema importante, que se plantea en cualquier procedimiento de estimación basado en iteraciones sucesivas, es determinar los valores iniciales de los parámetros. En nuestro caso nos servimos para tal menester de una malla de valores iniciales suficientemente fina, de la cual, mediante la minimización de la suma de los cuadrados de los residuos, se obtiene un vector de estimaciones para comenzar el proceso de iteración exigido por el método de Marquardt⁶.

4.2. Muestra y fuente estadística

La muestra analizada está constituida por los 21 bancos privados españoles que han estado admitidos a cotización oficial en la bolsa de Madrid entre 1974 y 1985, ambos años inclusive, y además no sufren pérdidas durante esos ejercicios. Habida cuenta de que existen variables retardadas en los modelos propuestos, en el epígrafe siguiente las estimaciones hacen referencia a la década que va de 1976 a 1985.

La base de datos empleada en la investigación procede, en último término, de los *Anuarios Estadísticos de la Banca Privada*, publicados por el Consejo Superior Bancario, con cifras en millones de pesetas.

4.3. Resultados empíricos

Hasta la liberalización en cuanto a la distribución de beneficios a partir del ejercicio de 1981, introducida por Orden Ministerial de 17 de enero del mismo año, la regulación legal disponía —con inolvidables términos— que “mientras no se ordene otra cosa, la banca española no podrá repartir en efectivo dividendo activo que exceda del 6 por ciento anual de la suma del capital desembolsado y de las reservas” (art. 1 del Decreto de 31 de diciembre de 1941). En consecuencia, es claro que la existencia de tal restricción pudiera influir en los mecanismos de ajuste y/o adaptación durante los primeros cinco años estudiados, lo cual aconseja desagregar el análisis y efectuar dos estimaciones de cada modelo, distinguiendo los subperíodos 1976-80 y 1981-85.

6. Entre los paquetes de programas estadísticos o econométricos que hemos tenido a nuestra disposición (BMDP, SAS, SPSS y TSP), sólo el procedimiento NLIN del Statistical Analysis System (SAS) ofrece la posibilidad de efectuar una selección lineal de valores a partir de una malla y —a la vez— aplicar posteriormente el método de Marquardt; de ahí que haya sido el utilizado.

El cuadro 1 presenta los resultados empíricos obtenidos: estimaciones de los parámetros de los cuatro modelos propuestos, coeficientes de determinación R^2 y sumas de los cuadrados de los residuos SCE. Como puede observarse, el término constante α adopta valores negativos, reflejo de la existencia de un umbral de ganancias a partir del cual se distribuye un dividendo.

En el modelo I, la malla de valores iniciales utilizada proporciona dos vectores de estimadores que igualmente minimizan la suma de los cuadrados de los residuos, debido a la dualidad de los parámetros β y δ . En consecuencia, el subsiguiente proceso de iteración conduce a dos estimaciones del mismo modelo, a las cuales nos referiremos como la y Ib.

CUADRO 1
RESULTADOS DE LAS ESTIMACIONES*

PERIODO 1976-80						
MODELO	r	α	δ	β	R^2	SCE
MOD. Ia	0.6780 (0.1392)	-50.2311 (106.07)	0.2826 (0.1525)	0.8279 (0.1852)	0.9743	5046.56
MOD. Ib	0.6952 (0.1590)	-19.1336 (34.071)	0.8559 (0.1698)	0.2503 (0.1376)	0.9742	5067.54
MOD. III	0.8006 (0.1823)	-15.6893 (29.005)		0.1876 (0.0766)	0.9740	5108.65
MOD. IV	0.7843 (0.1736)		0.1867 (0.0763)		0.9739	5123.30

* Entre paréntesis aparece el correspondiente error típico asintótico de los estimadores de los parámetros. La última columna informa de la suma de los cuadrados de los residuos (SCE), en miles.

PERIODO 1981-85						
MODELO	r	α	δ	β	R ²	SCE
MOD. Ia	0.5040 (0.0105)	-20.0421 (56.725)	0.7733 (0.1957)	1.0000 (0.2217)	0.9902	11168.66
MOD. Ib	0.5089 (0.0105)	-34.5917 (43.919)	1.0000 (0.2162)	0.7715 (0.1907)	0.9905	10793.08
MOD. II	0.5187 (0.0069)	-94.0771 (44.260)			0.9897	11664.52

4.3.1. Resultados econométricos para el subperiodo 1976-80.

Según los estimadores de los modelos Ia y Ib, al nivel de significación del 5 por ciento puede descartarse la hipótesis nula H_0 ($\delta = \beta = 1$); claro está, sobra presentar los resultados de la contrastación del modelo II.

Sin embargo, para el modelo Ia, una prueba al mismo nivel no permite rechazar la hipótesis nula H_0 ($\beta = 1$), pero sí se descarta que δ sea igual a uno. Naturalmente, tal contraste conduce a conclusiones opuestas cuando se efectúa a partir de los estimadores del modelo Ib. Por tanto, es evidente que, en el periodo ahora analizado, no pueden verificarse instantáneamente los dos procesos a la vez —ajuste parcial y expectativas adaptables—; sólo uno de ellos se produce de forma inmediata o total. Eso sí, es bien sabido que, por la dualidad existente entre los modelos de ajuste parcial (III) y los de expectativas adaptables (IV) no resulta posible distinguir entre ambas hipótesis, de manera que nunca sabremos si se confirma en tal sentido la una o la otra (Wallis, 1976, pág. 81).

No obstante, hemos procedido a estimar por separado los modelos que denominamos III y IV, al objeto de presentar evidencia de su simetría, la cual lleva a que —aun siendo conceptualmente distintos— aparezca un problema irresoluble en la identificación econométrica de los procesos subyacentes. No faltaría quien —echando mano de su sentido lógico— afirmara que la hipótesis más probable puede ser la de que la cuantía distribuida no se ajuste de forma completa (modelo III), habida cuenta de que la regulación entonces existente restringía específicamente el reparto de dividendos y, por tanto, limitaba el ritmo al cual era po-

sible acercarse al *target payout ratio*⁷.

4.3.2. Resultados econométricos para el subperiodo 1981-85.

Estimado el modelo Ia, el correspondiente contraste permite no descartar la hipótesis nula H_0 ($\delta = \beta = 1$) al nivel de confianza del 95 por ciento. Tal prueba proporciona —como era de esperar— conclusiones similares cuando se realiza sobre los estimadores del modelo Ib. Resulta posible, pues, explicar el comportamiento de los dividendos a partir del modelo de efectos instantáneos (II), expresión de un proceso de ajuste total y de una inmediata adaptación de expectativas. Ciertamente, en este caso huelga contrastar los modelos III y IV.

En examen superficial pudiera parecer que dicho modelo II sugiere una visión miope —a corto plazo— de la política de dividendos, en el sentido de que la cuantía de éstos en cada periodo es mera consecuencia de aplicar el *target payout ratio* sobre el beneficio neto corriente. Sin embargo, la interpretación que cabe darle es la de un proceso de decisión con ajustes y adaptaciones instantáneos.

En consecuencia, se observa que los bancos analizados manifiestan una preferencia por unos procesos de aproximación o corrección sin retardos temporales, en ausencia de regulaciones públicas restrictivas sobre el reparto de dividendos.

5. CONCLUSIONES

A juzgar por los resultados alcanzados en algunos estudios empíricos, parece que los directivos de bastantes empresas se fijan —explícita o implícitamente— un determinado nivel objetivo a largo plazo para el denominado coeficiente de reparto de dividendos. Ahora bien, la aproximación del importe de éstos últimos a la cuantía derivada de la simple aplicación directa del mencionado objetivo a las ganancias del ejercicio, no sigue en muchas ocasiones un proceso de ajuste total e inmediato sino sólo parcial.

Por otro lado, es también conocido que la evidencia empírica disponible otorga perceptible respaldo a la proposición que defiende un posible contenido informativo de los dividendos, en el sentido de que señalan ante los mercados de capitales las expectativas de la dirección

7. A través de un estudio particular del ratio legalmente sometido a limitación, definido por el cociente entre el dividendo anual repartido y la suma del capital social desembolsado más las reservas, se detecta que durante cada uno de los años del periodo ahora analizado se incrementa —a partir de valores próximos al límite— a un ritmo muy suave pero sostenido.

en torno a la futura capacidad de la firma para generar ganancias.

De aquí el interés por contrastar dos modelos econométricos bien conocidos reflejo, respectivamente, de las hipótesis de ajuste parcial y de expectativas adaptables. En el presente trabajo, tras repasar las opiniones doctrinales relativas a la estabilidad de los dividendos y al objetivo a largo plazo del ratio de distribución, se procede a la especificación y estimación de dichos modelos, junto con otro de carácter integrado, combinación de ambas hipótesis. A tal efecto aplicamos el procedimiento de estimación no lineal de Marquardt.

De acuerdo con los resultados empíricos alcanzados a partir de una muestra de bancos privados españoles con cotización oficial en la bolsa de Madrid en el periodo 1976-80, se constata un proceso de aproximación o corrección instantáneo a lo largo del tiempo, aunque —como es bien conocido en econometría— no es posible distinguir si la proposición teórica subyacente corresponde a un ajuste parcial o a una adaptación de expectativas. En cambio, por lo que se refiere al periodo 1981-85, ya en ausencia de una regulación pública restrictiva en materia de dividendos, cabe detectar la verificación simultánea de las tan repetidas hipótesis de acuerdo con una velocidad de ajuste y un coeficiente de expectativas iguales a uno, esto es, en el marco de unos procesos de acercamiento totales e inmediatos.

Desde luego, tales conclusiones son necesariamente provisionales, pues parece conveniente llegar a analizar en el futuro una muestra más amplia así como profundizar en la política financiera de los bancos privados españoles que está en la base de los comportamientos hasta aquí apreciados.

REFERENCIAS

- ALONSO RIVAS, J. (1982): "Una contrastación empírica en materia de política de dividendos". *Técnica Contable*, nº 405, septiembre.
- ANG, J. (1975): "Dividend policy: informational content of partial adjustment?". *Review of Economics and Statistics*, vol. 57, nº 1, febrero.
- AZOFRA PALENZUELA, V. (1986): "Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes". *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*. nº 1.
- BHATTACHARYA, S. (1979): "Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy". *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 10, nº 1, verano.
- BLACK, F. y SCHOLES, M. (1974): "The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns". *Journal of Financial Economics*. vol. 1, nº 1, mayo.
- BREALEY, R. y MYERS, S. (1988): *Fundamentos de financiación empresarial*. McGraw-Hill, Madrid.

- BRITTAI, J. (1966): *Corporate financial policy*. The Brookings Institution, Washington, D.C.
- COPELAND, T.E. y WESTON, J.F. (1983): *Financial theory and corporate policy*. Addison-Wesley, Reading (Mass), 2ª ed.
- CRUZ ROCHE, I. (1976): "Las decisiones de distribución de beneficios en la empresa: política de dividendos". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 5, nº 17.
- DARLING, P.G. (1957): "The influence of expectations and liquidity on dividend policy". *Journal of Political Economy*, vol. 65, nº 3, junio.
- DHRYMES, P.J. (1984): *Econometría*. AC, Madrid.
- DJARRAYA, M. y LEE, C.F. (1981): "Residual theory, partial adjustment, and information content on dividend-payment decisions: An integration and extension". BEBR, Faculty Working Paper 760, University of Illinois.
- DORAN, H.E. y GRIFFITHS, W.E. (1978): "Inconsistency of the OLS estimator of the partial adjustment-adaptative expectations model". *Journal of Econometrics*, vol. 7, nº 2, abril.
- DRAPER, N. y SMITH, H. (1981): *Applied regression analysis*. Wiley, Nueva York, 2ª ed.
- EASTERBROOK, F.H. (1964): "Two agency-cost explanations of dividends". *American Economic Review*, vol. 74, nº 4, septiembre.
- FAMA, E.F. y BABIAK, H. (1968): "Dividend policy: an empirical analysis". *Journal of the American Statistical Association*, vol. 63, nº 324, diciembre.
- FARRAR, D. t SELWYN, L. (1967): "Taxes, corporate financial policy and return to investors". *Nacional Tax Journal*, vol. 26, nº 4, diciembre.
- GRANDE ESTEBAN, I. (1985): "Política de dividendos: contenido informativo o ajuste parcial. El caso español". *Revista de Economía y Empresa*, vol. 5, nº 13, mayo-agosto/septiembre-diciembre.
- HIGGINS, R.C. (1972): "Dividend policy and increasing discount rates: a clarification". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 7, nº 2, junio.
- JOHNSTON, J. (1977): *Métodos de econometría*. Vicens Vives, Barcelona.
- KMENTA, J. (1977): *Elementos de econometría*. Vicens Vives, Barcelona.
- KOUTSOYIANNIS, A. (1977): *Theory of econometrics. An introductory exposition of econometrics methods*. Macmillan, Londres, 2ª ed.
- KOUTSOYIANNIS, A. (1982): *Non-price decisions: the firm in a modern context*. Macmillan, Londres.
- LAUB, M. (1976): "On the informational content of dividends". *Journal of Business*, vol. 49, nº 1, enero.
- LEE, C.F.; WU, C. y DJARRAYA, M. (1987): "A further empirical investigation of the dividend adjustment process". *Journal of Econometrics*, vol. 35, nº 3, julio.
- LINTNER, J. (1956): "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes". *The American Economic Review*, vol. 46, nº 2, mayo.
- MILLER, M.H. y MODIGLIANI, F. (1961): "Dividend policy, growth and the valuation of shares". *Journal of Business*, vol. 34, nº 4, octubre.
- MILLER, M.H. y ROCK, K. (1985): "Dividend policy under asymmetric information". *Journal of Finance*, vol. 40, nº 4, septiembre.

- PAZ, E. (1978): "A discriminant analysis of dividend paying companies". Tesis doctoral, Northwestern University.
- PETTIT, R. (1972): "Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency". *Journal of Finance*, vol. 27, n^o 5, diciembre.
- PETTIT, R. (1976): "The impact of dividend and earning announcements: a reconciliation". *Journal of Business*, vol. 49, n^o 1, enero.
- REDONDO LOPEZ, J.A'. (1984): "La política de dividendos de la empresa: factores determinantes". *Revista de Economía y Empresa*, vol. 4, n^o 11.
- RODRIGUEZ FERNANDEZ, J.M. (1987): "Discusión teórica y evidencia empírica acerca de la política de dividendos". *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, n^o 2.
- ROSS, S. (1977): "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach". *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 8, n^o 1, primavera.
- SCHALL, L.D. y HALEY, C.W. (1988): *Introduction to financial management*. McGraw-Hill, Nueva York, 7^a ed.
- SUAREZ SUAREZ, A.S. (1986): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Pirámide, Madrid, 8^a ed.
- TURNOVSKY, S.J. (1967): "The allocation of corporate profits between dividends and retained earnings". *The Review of Economics and Statistics*, vol. 49, n^o 4, noviembre.
- VAN HORNE, J.C. (1986): *Financial Management and Policy*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 7^a ed.
- VERNIMMEN, P. (1976): *Finance d'entreprise. Logique et politique*. Dalloz, París.
- WALLIS, K.F. (1976): *Introducción a la econometría*. Alianza, Madrid.
- WATTS, R. (1973): "The informational content of dividends". *Journal of Business*, vol. 46, n^o 2, abril.