

# LA EMPRESA EN CANARIAS

Sección coordinada por

**INMACULADA AGUIAR DIAZ**

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales  
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad  
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad  
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

El trabajo que se presenta trata de un tema escasamente conocido cual es la distribución de dividendos en las empresas canarias. La decisión sobre el destino de los beneficios empresariales es una cuestión controvertida tanto a nivel teórico como en la práctica empresarial. Ello es así porque las posibles decisiones: repartir o no repartir y cuánto repartir a los accionistas o propietarios de la empresa, conlleva importantes implicaciones. Si las empresas tienen buenos proyectos de inversión y/o incentivos para retener beneficios (por ejemplo, la dotación de la Reserva para Inversiones en Canarias), pueden justificar no repartir o reducir el importe distribuido. En caso contrario, es razonable que los accionistas exijan que se les remunere el capital repartiendo los beneficios. En este sentido, en el estudio que se presenta las autoras

concluyen que las empresas que reparten tienen menos oportunidades de inversión, además son más rentables, están menos endeudadas y cuentan con mayor antigüedad.

Muchos de los estudios empíricos existentes sobre dividendos se refieren a empresas cotizadas, en cuyo caso la decisión de dividendos tiene además un reflejo en el precio de mercado de las acciones. No obstante, en los últimos años las empresas cotizadas han remunerado a sus accionistas con otras alternativas. Por el contrario, los estudios sobre dividendos de empresas no cotizadas, como el que se presenta, son escasos debido sobre todo a la dificultad de extraer la información relativa a la distribución de resultados, ya que se requiere disponer de los informes anuales de cada una de las empresas.



# LA DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS EN LAS EMPRESAS CANARIAS

**INMACULADA AGUIAR DÍAZ**

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales  
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad  
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad  
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

**NIEVES LIDIA DÍAZ DÍAZ**

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales  
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad  
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad  
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

## SUMARIO

- I. Introducción.
- II. Factores determinantes de la decisión de dividendos.
  - A) Los dividendos y la teoría de la agencia
  - B) Los dividendos y la teoría del *pecking order*
  - C) Los dividendos y la teoría del ciclo de vida
- III. Muestra y variables.
- IV. La decisión de dividendos en las empresas canarias.
  - A) La decisión de reparto. Análisis descriptivo
  - B) La decisión de dividendos en las empresas canarias. Análisis univariante
  - C) Decisión sobre la cuantía de dividendos
- V. Conclusiones.  
Referencias.

### ***Resumen del contenido:***

*El presente trabajo tiene por objeto analizar la política de dividendos de las empresas canarias, fuertemente relacionada con la Reserva para Inversiones en Canarias, lo cual presenta una peculiaridad específica. El estudio se realiza para una muestra de 466 empresas canarias con información en la base de datos SABI en el período 2011-2013. Los resultados indican que el 80% de las empresas han decidido no repartir dividendos mientras que el 20% ha distribuido dividendos entre sus accionistas. De acuerdo con los planteamientos de los distintos enfoques teóricos, se ha encontrado que las empresas que reparten dividendos son más rentables y tienen menores necesidades de inversión, además están menos endeudadas y son de mayor antigüedad.*

## **I. INTRODUCCIÓN**

La distribución de dividendos constituye una de las principales decisiones corporativas, no solo en las grandes sociedades cotizadas, sino en cualquier empresa en la medida en que puede condicionar la captación de nuevos fondos para llevar a cabo las inversiones. No obstante, la evidencia demuestra que existen empresas que reparten de forma periódica parte de sus beneficios entre los accionistas, mientras que otras deciden no repartir. La respuesta a la pregunta ¿por qué las empresas reparten dividendos? ha generado un amplio debate en la literatura financiera, si bien aún se considera como un puzzle cuyas piezas no acaban de encajar.

En este sentido, la literatura financiera plantea diferentes argumentos teóricos que han contribuido a explicar esta decisión, entre las que destacan la teoría de la agencia, la del *pecking order* y la del

ciclo de vida. En este sentido, es de señalar la peculiaridad del caso de Canarias debido a la existencia de la Reserva para Inversiones en Canarias (RIC), que afecta directamente a la decisión de dividendos en la medida en que la decisión de acogerse a la RIC convierte el reparto de dividendos en una decisión residual. No obstante, la posibilidad de realizar el pago de dividendos total o parcialmente con cargo a beneficios acumulados en años anteriores, hace que sea compatible la dotación de esta reserva y el reparto de dividendos, siempre que el beneficio no distribuido, que constituye la base de cálculo para la dotación de la RIC, sea positivo.

De esta forma, el trabajo se centra en las empresas con sede en Canarias que facilitan información sobre dividendos en el Estado de Flujos de Tesorería, en el que se encuentra el dato de los dividendos distribuidos en cada ejercicio. Por otro lado, se ha limitado el estudio al

período 2010-2013, dada la necesidad de contar con una muestra de empresas con información disponible en SABI en varios años consecutivos. Los resultados obtenidos para una muestra de 466 empresas, indican que en el período analizado, un 20% de las empresas han decidido repartir dividendos entre sus propietarios, mientras que el 80% restante no lo ha hecho. Además, se observa que algunas empresas han decidido repartir dividendos en cuantías superiores a los beneficios obtenidos en el ejercicio, e incluso habiendo obtenido pérdidas. Las empresas que reparten dividendos se caracterizan por ser más rentables, tener menores necesidades de inversión, más antigüedad, menor endeudamiento y menor coste de la deuda.

El resto del trabajo se estructura como sigue. En el segundo apartado se plantean los factores determinantes de la decisión de dividendos tanto desde la perspectiva teórica como empírica. En el tercero se presenta la muestra mientras que en el cuarto se realiza un análisis de los resultados. En el quinto y último se sintetizan las conclusiones del estudio.

## **II. FACTORES DETERMINANTES DE LA DECISIÓN DE DIVIDENDOS**

La literatura plantea la decisión de dividendos desde diferentes enfoques teóricos, entre los que destacan la teoría de la agencia, la del *pecking order* y la del ciclo de vida.

### **A) Los dividendos y la teoría de la agencia**

Según la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986), los intereses de los directivos pueden no estar alineados con los de los accionistas. Los directivos tienden a utilizar el *Free Cash Flow* (FCF, exceso de los beneficios generados sobre las inversiones rentables), en la realización de inversiones sub-óptimas, mientras que los accionistas prefieren el reparto de beneficios. Por ello, según esta teoría, los dividendos ayudan a reducir estos conflictos de agencia forzando a los directivos a distribuir liquidez entre los accionistas (Fama y French, 2002). Este tipo de conflictos es más probable que se produzca en grandes sociedades en las que la ausencia de un accionista de control permite la discrecionalidad en la toma de decisiones por los directivos.

Sin embargo, en las empresas no cotizadas y de menor dimensión, es habitual contar con un núcleo de accionistas implicados en la dirección

y control de la empresa, lo cual evita el citado conflicto entre accionistas y directivos. En este tipo de empresas se podría dar un conflicto de intereses entre los agentes internos (directivos y accionistas controladores) y otros accionistas minoritarios, no implicados en la dirección de la empresa (La Porta *et al.*, 2000). En este caso, los dividendos pueden ser empleados para impedir la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios (Azofra y López de Foronda, 2007).

Como se ha indicado anteriormente, el FCF está determinado por los beneficios generados de los activos de la empresa y por el tamaño de sus inversiones. Por ello, la teoría de la agencia predice que para reducir los costes creados por la manipulación de los FCF, las empresas con mayor rentabilidad de sus activos deben distribuir una mayor parte de sus beneficios como dividendos. Así, las empresas más rentables tienen más necesidad de utilizar los dividendos como mecanismo de control derivado del FCF. Por otro lado, las empresas con mayores oportunidades de inversión tienen menos FCF lo cual reduce la necesidad del dividendo para disciplinar a los directivos (Fama y French, 2002).

Por último, como afirma Jensen (1986), la deuda puede ser utilizada como un mecanismo sustitutivo de los dividendos para controlar los problemas derivados del FCF y, por tanto, para reducir los costes de agencia. Por ello, las empresas con mayor nivel de endeudamiento tienden a reducir los dividendos. Ello se explica porque los acreedores ejercen el papel de controlar a los agentes internos evitando la expropiación de los accionistas minoritarios. Así, un mayor endeudamiento se asocia a un menor reparto de dividendos.

## **B) Los dividendos y la teoría del *pecking order***

De acuerdo con la teoría del *pecking order* o de la jerarquía de preferencias (Myers, 1984), los directivos prefieren financiar las inversiones con beneficios retenidos más que con financiación externa. Dado que es más costoso financiar las inversiones con la emisión de acciones, los dividendos son menos atractivos para las empresas menos rentables, con grandes expectativas de inversión y elevado endeudamiento. Cuando la empresa tiene oportunidades de inversión es muy posible que el reparto de dividendos sea menor ya que se necesitan los fondos generados por la

propia empresa para financiar los futuros proyectos. Por tanto, a medida que aumentan las oportunidades de inversión de la empresa, disminuye el reparto de dividendos (Azofra y López de Foronda, 2007). En este sentido, La Porta *et al.* (2000) encuentran una relación negativa entre los dividendos y las oportunidades de crecimiento. Así mismo, Fama y French (2001) encuentran que las empresas con una mayor rentabilidad de sus inversiones (ROA), tienden a pagar dividendos, mientras que las empresas que realizan grandes inversiones en relación a sus beneficios tienden a no pagar dividendos.

En el caso concreto de Canarias, es de señalar que la Reserva para Inversiones (RIC) establece la posibilidad de retener hasta el 90% de los beneficios del ejercicio mediante la dotación de una reserva especial de tal forma que la parte del resultado destinada a la citada reserva queda exenta del impuesto de sociedades. No obstante, la obtención de este beneficio fiscal está sujeta a una serie de condiciones relativas a la obligación de reinvertir la reserva en un determinado tipo de bienes y en un plazo determinado<sup>1</sup>. Por tanto, solo aquellas empresas con proyectos de

inversión futuros deberían dotar esta reserva, reduciendo el pago de dividendos. Por tanto, en el caso de empresas canarias, las predicciones del *pecking order* se ven potenciadas con el beneficio fiscal derivado de la RIC.

### **C) Los dividendos y la teoría del ciclo de vida**

La teoría del ciclo de vida propuesta por DeAngelo *et al.* (2006) resulta de una conjunción de la teoría de la agencia (Jensen, 1996) y de la evolución de las oportunidades de inversión (Fama y French, 2001). Los citados autores plantean que la decisión de dividendos viene dada por las necesidades de distribuir el flujo de caja libre generado por la empresa. De acuerdo con esta teoría, las empresas alteran los dividendos a través del tiempo en respuesta a la evolución de sus oportunidades de inversión. La teoría predice que en los primeros años, las empresas pagan pocos dividendos porque sus necesidades de inversión exceden de los recursos generados internamente. En las empresas maduras, los recursos generados exceden de las oportunidades de inversión por lo que las empresas distribuirán el exceso de fondos para reducir el flujos de caja

---

<sup>1</sup> El Real Decreto 1758/2007, vigente en el período 2007-2013, establece la obligación de presentar un plan de inversiones.

disponible (Denis y Osobov, 2008). Por tanto, esta teoría vincula el reparto de dividendos a la edad de la empresa, de tal forma que las empresas más jóvenes tienden a retener beneficios mientras que las empresas de mayor antigüedad tienden a repartir y/o a repartir una mayor cuantía.

En síntesis, de acuerdo con las predicciones de los diferentes enfoques teóricos, se plantean las siguientes hipótesis:

- H1. Las empresas más endeudadas reducen el reparto de dividendos.*
- H2. Las empresas más rentables reparten más dividendos.*
- H3. Las empresas con más oportunidades de inversión reducirán el reparto de dividendos.*
- H4. Las empresas de mayor antigüedad aumentan el reparto de dividendos.*

### III. MUESTRA Y VARIABLES

La muestra está integrada por las empresas no financieras con sede en Canarias con información en la base de datos SABI correspondiente a los años 2010 a 2013, con forma jurídica S.A. o S.L., que se encuentran activas y con fondos propios positivos.

Además, se requiere que presenten las cuentas anuales en el formato normal del Plan General de Contabilidad, pues es el único que contiene el Estado de Flujos de Efectivo, en el que se reflejan los dividendos pagados por la empresa en cada ejercicio. El número de empresas que reúne los citados requisitos asciende a 466.

#### **Variables dependientes**

Dado que existen empresas que reparten dividendos y otras que no, se considera, por un lado, una variable dicotómica (**D\_DIV**) que adopta el valor uno si la empresa reparte dividendos en el año y cero en caso contrario (Allen *et al.*, 2012; Coulton y Ruddock, 2011; González *et al.*, 2014; Kuo *et al.*, 2013; Michaely y Roberts, 2012; Rommens *et al.*, 2012). Por otro lado, se trata de explicar la cuantía distribuida, para lo cual se crean dos variables de tasa de reparto, que se calculan relativizando los dividendos repartidos en el año por el resultado del ejercicio anterior (**DIV\_Rdo**) y por el activo total (**DIV\_AT**) (Fama y French, 2001; González *et al.*, 2014; Michaely y Roberts, 2012; Rommens *et al.*, 2012).

### **Variables explicativas**

De acuerdo con las hipótesis planteadas se han considerado como variables explicativas la rentabilidad, la deuda, las oportunidades de inversión y la edad de la empresa.

**Rentabilidad.** A pesar de que las empresas pueden repartir dividendos con cargo a resultados de ejercicios anteriores o a reservas acumuladas, se espera que las empresas más rentables tengan mayor predisposición a repartir dividendos entre sus accionistas. En el presente estudio se considera la rentabilidad económica o de los activos (**ROA**), la cual se obtiene por cociente entre el resultado del ejercicio y el activo total (Fama y French, 2001, 2002; Fenn y Liang, 2001; DeAngelo *et al.*, 2006); Denis y Osobov, 2007; Sharma, 2011; Brockman y Unlu, 2011). Con objeto de evitar posibles problemas de endogeneidad, esta variable se ha introducido de forma retardada (DeAngelo *et al.*, 2006; Brockman y Unlu, 2011; Rommens *et al.*, 2012; González *et al.*, 2014).

El nivel de endeudamiento (**Deuda**) se ha medido a través de la relación entre el valor contable de la deuda y el activo total (Fama y French, 2001; Azofra y López de Foronda, 2007; Michaely y Roberts,

2012; Rommens *et al.*, 2012; González *et al.*, 2014). Con objeto de evitar posibles problemas de endogeneidad, esta variable se ha introducido de forma retardada (González *et al.*, 2014; Rommens *et al.*, 2012).

En el presente trabajo las oportunidades de crecimiento futuro se aproximan por la variación relativa del activo (**Var\_Activo**) (Fama y French, 2002); en particular del activo fijo, por considerar que en este tipo de activos es en el que se reflejan mejor las expectativas de inversión partiendo de las inversiones pasadas.

La antigüedad (**Edad**) es un factor importante por cuanto se espera que la política de dividendos evolucione con el ciclo de la vida de la empresa, de tal forma que las empresas maduras con menos necesidades de inversión presenten una mayor propensión a repartir dividendos (Fama y French, 2001; Denis y Osobov, 2007; Sharma, 2011; Rommens *et al.*, 2012; González *et al.*, 2014). La antigüedad se calcula por diferencia entre el año de las cuentas y la fecha de constitución de la empresa.

### **VARIABLES DE CONTROL**

Además de las variables explicativas indicadas se han considerado como determinantes de la decisión de dividendos el tamaño, la liquidez, el coste de la deuda, el sector y el año.

El tamaño (**Tamaño**) se aproxima por el logaritmo del activo de la empresa y trata de recoger otros factores relevantes que inciden de forma sistemática en la decisión de dividendos. Los estudios previos encuentran que las empresas más grandes son más propensas a pagar dividendos (Fama y French, 2001; Denis y Osobov, 2008; Brockman y Unlu, 2011; Michaely y Roberts, 2012; Patra *et al.*, 2012; Rommens *et al.*, 2012). De esta forma, se espera una relación positiva entre la dimensión de la empresa y la política de dividendos adoptada. En el presente trabajo la liquidez se aproxima por el flujo de caja libre (**FCF**) (Brockman y Unlu, 2009; DeAngelo *et al.*, 2006; Coulton y Ruddock, 2011) el cual se define como el resultado antes de amortizaciones, intereses e impuestos

menos el capital corriente relativizado por las ventas (Allen *et al.*, 2012). El coste de la deuda (**Coste deuda**) se considera un factor determinante de la distribución de dividendos en la medida en que afecta a la captación de financiación ajena. Así, un mayor coste de la deuda debería reducir el reparto de dividendos. El coste de la deuda se ha obtenido por cociente entre los gastos financieros en el período  $t$  y la deuda media de los períodos  $t$  y  $t-1$ .

El **sector** ha sido aproximado a través de 9 variables dicotómicas que tratan de recoger los posibles efectos derivados del contagio (efecto imitación) que puede producirse en las decisiones empresariales, y que suelen afectar a empresas pertenecientes a un mismo sector (Sharma, 2011; Michaely y Roberts, 2012; Rommens *et al.*, 2012; González *et al.*, 2014). De forma análoga, se han introducido tres variables dicotómicas que representan cada uno de los años (**Año**) que conforman el período de estudio (2011, 2012 y 2013). Una descripción de las variables se presenta en la tabla 1.

Tabla 1. Descripción de las variables

	Denominación	Medición	Autores
<b>D_DIV</b>	Propensión a repartir dividendos	Dummy = 1 si la empresa reparte dividendos en el año t, 0 en caso contrario.	Coulton y Ruddock, 2011; González <i>et al.</i> , 2014; Kuo <i>et al.</i> , 2013; Michaely y Roberts, 2012; Rommens <i>et al.</i> , 2012.
<b>DIV_Rdo<sub>t-1</sub></b>	Tasa de reparto sobre beneficios	Importe de los dividendos pagados en el año t relativizados por el resultado del ejercicio en t-1	
<b>DIV_AT</b>	Tasa de reparto sobre activo	Importe de los dividendos pagados en el año t relativizados por el volumen del activo total.	Fama y French, 2001; González <i>et al.</i> , 2014; Michaely y Roberts, 2012; Rommens <i>et al.</i> , 2012.
<b>ROA<sub>t-1</sub></b>	Rentabilidad	Resultado antes de intereses e impuestos en el año t-1 dividido por activo total en t-1	Fama y French, 2001; Brockman y Unlu, 2009; González <i>et al.</i> , 2014; Michaely y Roberts, 2012; Patra <i>et al.</i> , 2012.
<b>Deuda<sub>t-1</sub></b>	Endeudamiento	Ratio entre los recursos ajenos y el activo total.	Allen <i>et al.</i> , 2012; Brockman y Unlu, 2011; Fama y French, 2001; González <i>et al.</i> , 2014; Michaely y Roberts, 2012; Rommens <i>et al.</i> , 2012.
<b>VarActivo</b>	Oportunidades de inversión	Tasa de crecimiento o variación relativa del activo fijo	Coulton y Ruddock, 2011; Denis y Osobov, 2008; Fama y French, 2001; Kuo <i>et al.</i> , 2013.
<b>Edad</b>	Edad de la empresa	En años, calculada por diferencia entre el año de referencia y el año de constitución de la sociedad.	Brockman y Unlu, 2011; González <i>et al.</i> , 2014; Grullon <i>et al.</i> , 2002.
<b>FCF</b>	<i>Free Cash Flow</i>	Resultado antes de amortización, intereses e impuestos menos el capital corriente relativizado por las ventas.	Allen <i>et al.</i> , 2012; Brockman y Unlu, 2009; DeAngelo <i>et al.</i> , 2006; Coulton y Ruddock, 2011.
<b>Tamaño</b>	Tamaño de la empresa	Logaritmo del activo total.	Allen <i>et al.</i> , 2012; Brockman y Unlu, 2011; Fama y French, 2001; Michaely y Roberts, 2012; Patra <i>et al.</i> , 2012; Rommens <i>et al.</i> , 2012.
<b>Coste deuda</b>	Coste de la deuda	Gastos financieros <sub>t</sub> / media deuda total entre el año t y el año t-1	
<b>Sector</b>	Sector al que pertenece la empresa	9 variables <i>dummies</i> .	Brockman y Unlu, 2011; González <i>et al.</i> , 2014; Michaely y Roberts, 2012; Rommens <i>et al.</i> , 2012.
<b>Año</b>	Año	<i>Dummies</i> , una para cada uno de los años 2011-2013.	Brockman y Unlu, 2011; González <i>et al.</i> , 2014; Michaely y Roberts, 2012.

### Especificación econométrica

De acuerdo con las hipótesis planteadas se especifica el siguiente modelo econométrico:

$$Div = \beta_0 + \beta_1 Deuda_{t-1} + \beta_2 ROA_{t-1} + \beta_3 VarActivo + \beta_4 Edad + \beta_5 Tama\~{n}o + \beta_6 FCF + \beta_7 CosteDeuda + \beta_{8-16} Sector + \beta_{17-19} A\~{n}o + \zeta_{i,t}$$

Con objeto de analizar la decisi3n de repartir versus no repartir dividendos se considera como variable dependiente **D\_DIV** la cual toma el valor 1 si la empresa distribuye dividendos y 0 en caso contrario. Para ello se estima un modelo Probit de panel. El an3lisis de la tasa de reparto se realiza a trav3s de la especificaci3n de un modelo Tobit de panel, el cual permite considerar la existencia de empresas que no pagan dividendos. En este modelo se incluyen como variables dependientes las dos tasas de reparto: **Div\_Rdo** y **Div\_AT**.

Por 3ltimo, todos los modelos se estiman considerando dos muestras: el total de empresas y aquellas que han obtenido beneficios en el ejercicio anterior. La estimaci3n se realiza utilizando el programa econom3trico STATA.11

#### IV. LA DECISI3N DE DIVIDENDOS EN LAS EMPRESAS CANARIAS

El an3lisis de la decisi3n de dividendos se plantea de forma secuencial. En primer lugar, se estudia la decisi3n de repartir versus no repartir y, en segundo lugar, la cuant3a distribuida. Con objeto de facilitar la comparaci3n entre empresas, esta 3ltima se analiza en t3rminos de tasa de reparto.

##### A) La decisi3n de reparto. An3lisis descriptivo

Como puede observarse en la tabla 2, a lo largo del per3odo objeto de estudio, el porcentaje de empresas que reparten dividendos se mantiene en torno al 20%, si bien en el a\~{n}o 2013 se eleva hasta el 24%.

**Tabla 2. Empresas canarias que reparten dividendos. 2011-2013**

	2011	2012	2013	2011-2013
N3mero	94	94	100	288
Porcentaje	20,17	20,17	24,45	20,60

Fuente: Elaboraci3n propia a partir de SABI

La tabla 3 recoge las caracter3sticas de las empresas que

integran la muestra en relaci3n con las variables consideradas en el

estudio, distinguiendo entre las empresas que reparten y las que no reparten dividendos. Como puede observarse, en términos medios, la rentabilidad económica de las empresas se sitúa en un 3,81%, siendo significativamente superior en las empresas que reparten, con un 9,74% frente al 2,27%. Además, las empresas que reparten han realizado menores inversiones en el pasado, lo que se considera como un indicador de sus menores expectativas de

inversión futuras. Concretamente, la tasa de variación del activo fijo de estas empresas es del 3,42% frente al 16,13% de las que no reparten dividendos. Estos resultados se sitúan en la línea de los argumentos proporcionados por la teoría del *pecking order*, según la cual las empresas más rentables y con menores oportunidades de inversión reparten sus beneficios entre sus accionistas.

**Tabla 3. Características de las empresas. 2011-2013**

	Total	Reparten	No reparten	T test
Rentabilidad (%)	3,81	9,74	2,27	-12,6244***
Deuda (%)	47,10	41,10	48,65	4,5507***
Inversión (%)	12,81	3,42	16,13	0,5157
Edad (años)	23,32	26,93	13,26	-5,01***
Tamaño (Millones €)	42,67	43,30	42,51	-0,0901
Liquidez (%)	-25,20	-10,51	-29,10	-1,0320
Coste deuda (%)	5,34	2,19	6,16	0,8545

Variables: Variables: *Rentabilidad*: resultado antes de intereses e impuestos<sub>t-1</sub>/ activo total<sub>t-1</sub>; *Deuda*: deuda tota<sub>t-1</sub>/activo total<sub>t-1</sub>; *Inversión*: (activo fijo<sub>t</sub> – activo fijo<sub>t-1</sub>)/activo fijo<sub>t-1</sub>; *Edad*: nº de años desde la fecha de creación; *Tamaño*: activo total en millones de euros; *Liquidez* (FCF): (resultado antes de intereses e impuestos – capital corriente)/ventas; *Coste deuda*: gastos financieros<sub>t</sub>/deuda media<sub>t-1,t</sub>

\*,\*\*,\*\*\* significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI

Por otro lado, se observa también que las empresas que reparten dividendos están menos endeudadas y soportan un menor coste de la deuda que las empresas que no reparten, lo cual es acorde con los postulados de la teoría de la

agencia, en el sentido de que los dividendos pueden ser utilizados como un mecanismo sustitutivo de la deuda en relación con el control de la discrecionalidad directiva en el uso de los flujos de caja.

En la tabla 3 se observa también que la antigüedad media de las empresas de la muestra se sitúa en 23 años, siendo significativamente mayor en el colectivo de empresas que reparten dividendos, las cuales tienen una media de 26,93 años, frente a los 13,26 años de las empresas que no reparten. Este resultado apoya la teoría del ciclo de vida, ya que son las empresas más maduras las que disponen de mayores recursos acumulados a lo largo de su vida y se encuentran en una etapa de menores necesidades de inversión. Por último, en cuanto al tamaño de las empresas, se observa que la muestra está integrada por empresas de cierta dimensión, con una cifra de activo media superior a los 42 millones de euros, siendo ligeramente más grandes las empresas que reparten dividendos, si bien esta

diferencia no resulta estadísticamente significativa. En síntesis, se puede afirmar que las empresas canarias que reparten dividendos son, en términos generales, más rentables, de mayor edad y menos endeudadas.

Por último, la tabla 4 recoge la distribución sectorial de la muestra distinguiendo en función del reparto de dividendos a lo largo del período. Como puede observarse, la muestra está compuesta mayoritariamente por empresas de servicios, especialmente comerciales y hoteleras y, en menor medida, por empresas industriales. Las empresas de construcción junto con las inmobiliarias representan en torno al 7,5% y las de transporte un 6,8%. Esta distribución se corresponde con el tejido empresarial canario, con una gran dependencia del sector servicios.

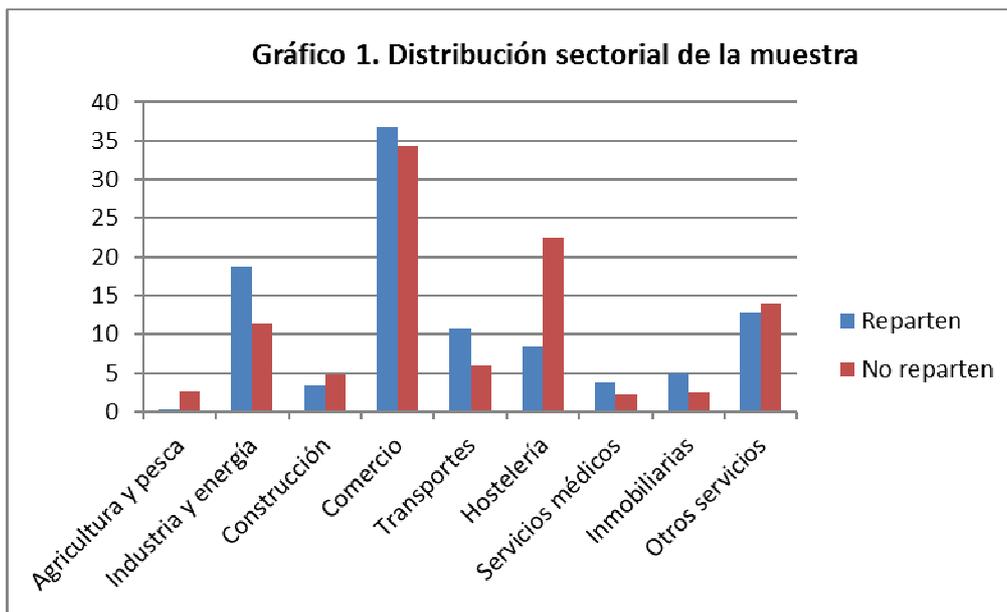
Tabla 4. Distribución sectorial de la muestra. 2011-2013

Sector	Total		Reparten		No reparten	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
1. Agricultura y pesca	30	2,15	1	0,35	29	2,61
2. Industria y energía	180	12,88	54	18,75	126	11,35
3. Construcción	63	4,51	10	3,47	53	4,77
4. Comercio	486	34,76	106	36,81	380	34,23
5. Transportes	96	6,87	31	10,76	65	5,86
6. Hostelería	273	19,53	24	8,33	249	22,43
7. Servicios médicos	36	2,58	11	3,82	25	2,25
8. Inmobiliarias	42	3,00	14	4,86	28	2,52
9. Otros servicios	192	13,73	37	12,85	155	13,96
Nº observaciones	1398	100	288	100	1110	100

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI

Si se compara la distribución sectorial distinguiendo en función de la decisión de reparto (ver gráfico 1), se observa que en los sectores de industria y energía, así como en el de transportes, y en cierta medida en el de comercio, predominan las

empresas que reparten dividendos. Por el contrario, en el sector de hostelería y en otros servicios, el porcentaje de empresas que reparten es inferior al de aquellas que no reparten. En el resto de sectores no se observan diferencias destacables.



**B) La decisión de dividendos de las empresas canarias. Análisis multivariante**

Antes de efectuar el análisis multivariante conviene evaluar la posible existencia de multicolinealidad; para ello se procede a analizar las correlaciones entre las variables consideradas en los

modelos, las cuales se presentan en la tabla 5. Como puede observarse, solo se producen correlaciones elevadas entre las distintas variables de dividendos, las cuales no figuran conjuntamente en ninguno de los modelos. Las restantes variables no presentan correlaciones elevadas, lo cual indica que no existen problemas de multicolinealidad entre ellas que distorsionen los resultados.

Tabla 5. Matriz de correlaciones

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. D_Div.	1								
2. Div/Rdo <sub>t-1</sub>	0,1186***	1							
3. Div/AT	0,4299***	0,0803***	1						
4. Rentab. <sub>t-1</sub>	0,3201***	-0,0024	0,4093***	1					
5. Deuda <sub>t-1</sub>	-0,1209**	-0,0509**	-0,0321	-0,1147***	1				
6. Inversión	-0,0138	-0,0017	-0,0059	-0,0108	0,0098	1			
7. Edad	0,1329**	0,0601**	0,0526**	-0,0640**	0,1715***	-0,0202	1		
8. Tamaño	0,0649**	-0,0103	-0,0790***	-0,0618**	-0,0938***	0,0158	0,0983***	1	
9. Liquidez	0,0276	-0,0014	0,0196	0,1258***	0,0701***	0,0076	0,0092	0,0315	1
10. Coste deuda	-0,0229	-0,0032	-0,0129	-0,0471*	-0,0564**	-0,0010	-0,0321	0,0463*	-0,0015

Variables: Variables: Rentabilidad: resultado antes de intereses e impuestos-1/ activo total-1, Deuda: deuda tota t-1/activo total t-1; Inversión: (activo fijot – activo fijo t-1)/activo fijot-1; Edad: n° de años desde la fecha de creación; Tamaño: activo total en millones de euros; Liquidez (FCF): (resultado antes de intereses e impuestos – capital corriente)/ventas; Coste deuda: gastos financieros t /deuda media t-1,t;

\*, \*\*, \*\*\* : significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Los resultados obtenidos de la estimación de los modelos econométricos especificados para analizar los factores determinantes de la decisión de repartir dividendos en las empresas canarias, los cuales se han estimado mediante un modelo probit de panel, se presentan en la tabla 6. En el modelo 1 se recoge la estimación realizada para la muestra total de empresas, mientras que en el modelo 2 se han considerado solo las empresas que han tenido resultados positivos en el ejercicio anterior, lo cual reduce la muestra de 1.398 a 1.007 observaciones.

Como puede observarse en la tabla 6, en los dos modelos, las empresas más endeudadas es menos probable que distribuyan dividendos entre sus accionistas, tal como predice la teoría de la agencia. Además, las empresas más rentables y con menores oportunidades de inversión, tienen mayor propensión a repartir dividendos, lo cual ofrece apoyo a la teoría del *pecking order*. De acuerdo con la teoría del ciclo de vida, las empresas de mayor antigüedad presentan una mayor probabilidad de repartir dividendos. Por último, en cuanto a las variables de control, se observa que las

empresas de mayor dimensión y las que presentan menor coste de la deuda tienden a repartir más dividendos.

**Tabla 6. Decisión de reparto**

Variable dependiente:  $D\_Div=1$  si la empresa reparte y 0 en caso contrario  
Estimación: Modelo logit de panel

	Modelo 1		Modelo 2	
	Total de empresas		Empresas con beneficios en t-1	
	$\beta$	S.E	$\beta$	S.E
Rentabilidad $t_{-1}$	8,6091***	1,1819	8,5537***	0,5691
Deuda $t_{-1}$	-1.4680***	0,4762	-1,3720**	1,5634
Inversión	-0,3767*	0,2173	-0,6852**	0,2737
Edad	0,0213**	0,0083	0,0242**	0,0099
Tamaño	0,6118**	0,2460	0,6785**	0,2965
Liquidez	0,0456	0,0471	0,0386	0,0524
Coste deuda	-5,9075***	1,9834	-6,3020***	2,1815
Constante	-5,8783***	1,5503	-6,4233***	1,8050
Sector		Si		Si
Año		Si		Si
Nº observaciones		1.398		1.007
Nº empresas		466		398
Log-Likelihood		-481,74		-409,49
$\chi^2$		186,23***		174,49***

Variables:  $Div/Rdo_{t-1}$ : Dividendos pagados en t/resultado ejercicio  $t_{-1}$ ;  $Div/ATt-1$ : dividendos pagados en t/activo total  $t_{-1}$ ;  $Rentabilidad_{t-1}$ : resultado antes de intereses e impuestos  $t_{-1}$ / activo total  $t_{-1}$ ;  $Deuda_{t-1}$ : deuda total  $t_{-1}$ /activo total  $t_{-1}$ ;  $Inversión$ : (activo fijo  $t_{-1}$  - activo fijo  $t_{-2}$ )/activo fijo  $t_{-1}$ ;  $Edad$ : nº de años desde la fecha de creación;  $Tamaño$ : logaritmo del activo total;  $Liquidez$  (FCF): (resultado antes de intereses e impuestos - capital corriente)/ventas;  $Coste deuda$ : gastos financieros  $t_{-1}$  /deuda media  $t_{-1,t}$ ; Sector: 9 dummies; Año: 3 dummies, 2011,2012,2013.

Todos los modelos se han estimado con efectos aleatorios.

\*\*\*, \*\* significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Los resultados coinciden en parte con los obtenidos por Fama y French (2001), los cuales encuentran que la propensión a pagar dividendos está asociada al tamaño, las oportunidades de crecimiento y la rentabilidad. Por otro lado, coinciden con Denis y Osobov (2008), en su estudio referido a empresas de USA,

Canadá, Reino Unido, Alemania y Japón. Según estos autores, la propensión a pagar dividendos es mayor en las empresas más grandes, más rentables y con mayores beneficios retenidos, lo cual ofrece apoyo a la teoría de la agencia, así como del ciclo de vida.

### C) Decisión sobre la cuantía de dividendos

Como se ha indicado anteriormente, la política de dividendos de las empresas comprende dos decisiones: repartir o retener y cuantía. En el presente apartado se aborda la segunda, para lo cual se han calculado dos tasas de reparto: dividendos sobre el resultado del ejercicio anterior y dividendos en relación con el activo total.

Al analizar la tasa de reparto se detecta, en primer lugar, que el porcentaje que representan los dividendos repartidos en cada año superan, en términos medios, el 100% del resultado obtenido en el

año anterior (ver tabla 7). Además, también se ha observado (datos no reportados), que algunas de las empresas han repartido dividendos habiendo obtenido pérdidas en el año anterior. Ambas cuestiones indican que existen empresas que han repartido dividendos con cargo a reservas. No obstante, de acuerdo con la mediana (Q2), se puede afirmar que la tasa de reparto se sitúa entre el 70% y el 80% de los resultados del ejercicio anterior en al menos el 50% de las empresas que reparten dividendos. Por otro lado, si se analizan los dividendos en relación al activo, se observa que los porcentajes oscilan entre un 7% y un 9% de media, sin que se detecte una pauta clara en su evolución.

**Tabla 7. La tasa de reparto en las empresas canarias. 2011-2013**

Tasa de reparto	2011		2012		2013		2011-2013	
	Media	Q2	Media	Q2	Media	Q2	Media	Q2
Dividendos / Resultado <sub>t-1</sub>	336,27	72,02	143,19	70,53	223,33	80,68	234,04	73,21
Dividendos / Activo total	7,17	3,44	9,68	3,33	6,92	3,09	7,91	3,26

Las tasas de reparto se han calculado considerando solo las empresas que reparten dividendos.

Q2: Mediana

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI

Dada la elevada dispersión observada en la tasa de dividendos sobre el resultado del ejercicio, se

presenta en la tabla 8 la distribución estadística de esta variable a lo largo del período.

**Tabla 8. Distribución estadística de la tasa de dividendos sobre resultado del ejercicio  $t-1$  2011-2013**

	2011	2012	2013	2011-2013
Media	336,27	143,19	223,33	234,04
Percentil 5	-49,71	-2,43	-25,21	-17,90
Percentil 10	2,26	5,03	4,31	3,84
Percentil 25 (Q1)	20,16	30,78	31,18	27,65
Mediana (Q2)	72,02	70,53	80,68	73,21
Percentil 75 (Q3)	100,00	100,00	100,00	100,00
Percentil 90	211,04	152,46	117,85	152,46
Percentil 95	579,33	240,09	270,15	295,74

Las tasas se han calculado considerando solo las empresas que reparten dividendos.

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI

En la tabla 8 se observa como en todos los años, el percentil 5 adopta valores negativos, lo cual indica que el porcentaje de empresas que ha repartido dividendos habiendo obtenido pérdidas en el ejercicio anterior se sitúa en torno al 5%. Por otro lado, el percentil 75 (tercer cuartil, Q3) se eleva al 100%, señalando que más del 25% de las empresas reparten una cuantía de dividendos superior al beneficio obtenido en el ejercicio siendo solo superior al 200% de los beneficios en un 10% de las empresas en el año 2011 (percentil 90). Estos datos son relevantes en la medida en que reflejan que más del 25% de las empresas han repartido dividendos con cargo a reservas, lo cual sugiere que estas empresas han decidido reducir o renunciar a la dotación de la RIC en estos años.

El análisis multivariante se realiza mediante la estimación de un modelo Tobit de panel, el cual explica la tasa de reparto de las empresas que distribuyen dividendos, controlando por la existencia de empresas que han decidido no repartir. Para ello se han estimado los modelos 3 y 4 los cuales se diferencian exclusivamente en la variable dependiente. En el modelo 3 se consideran los dividendos en relación con el resultado obtenido en el año anterior y en el modelo 4 los dividendos en relación con el activo total. Los resultados obtenidos de la estimación de ambos modelos se presentan en la tabla 9.

Como puede observarse, son las empresas más rentables, con menores oportunidades de inversión y

de mayor antigüedad, las que reparten más dividendos. Por el contrario, las empresas más endeudadas y con mayor coste de la

deuda presentan menores tasas de reparto. Estos resultados son similares a los obtenidos en la decisión de reparto.

**Tabla 9. Tasa de reparto (I)**

Estimación: Tobit de panel

Modelo	Modelo 3		Modelo 4	
	Div/Rdo <sub>t-1</sub>		Div/AT	
Variable dependiente	$\beta$	S.E	$\beta$	S.E
Rentabilidad <sub>t-1</sub>	75,4784***	11,1774	0,9519***	0,0872
Deuda <sub>t-1</sub>	-14,3234***	4,4371	-0,1046***	0,0355
Inversión	-5,6569**	2,6476	-0,0522***	-0,0193
Edad	0,2001***	0,0745	0,0016***	0,0005
Tamaño	5,7509**	2,3099	0,0216	0,0182
Liquidez	0,4905	0,5317	0,0045	0,0041
Coste deuda	-57,4439**	23,0702	-0,5939***	1,8375
Constante	-62,2785***	15,0372	-0,4132***	0,1200
Sector		Si		Si
Año		Si		Si
Nº observaciones		1.395		1.398
Nº obs. censuradas		1.125		1.110
Nº empresas		465		466
Log-Likelihood		-1.425,16		-136,7847
$\chi^2$		83,12***		168,23***

Variables:  $Div/Rdo_{t-1}$ : Dividendos pagados en  $t$ /resultado ejercicio<sub>t-1</sub>;  $Div/AT_{t-1}$ : dividendos pagados en  $t$ /activo total<sub>t-1</sub>;  $Rentabilidad_{t-1}$ : resultado antes de intereses e impuestos<sub>t-1</sub>/ activo total<sub>t-1</sub>;  $Deud_{t-1}$ : deuda tota<sub>t-1</sub>/activo total<sub>t-1</sub>;  $Inversión$ : (activo fijo<sub>t</sub> – activo fijo<sub>t-1</sub>)/activo fijo<sub>t-1</sub>;  $Edad$ : nº de años desde la fecha de creación;  $Tamaño$ : logaritmo del activo total;  $Liquidez$  (FCF): (resultado antes de intereses e impuestos – capital corriente)/ventas;  $Coste deuda$ : gastos financieros<sub>t</sub>/deuda media<sub>t-1,t</sub>; Sector: 9 dummies; Año: 3 dummies, 2011,2012,2013.

Todos los modelos se han estimado con efectos aleatorios.  $\beta$ : coeficiente estimado; S.E.: error estándar. \*, \*\*, \*\*\* significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Tal como se ha indicado anteriormente, se ha observado que algunas de las empresas de la muestra han repartido dividendos habiendo obtenido pérdidas en el ejercicio precedente. Por ello, al igual que en la decisión de reparto, se ha considerado oportuno reestimar los

modelos relativos a la tasa de reparto para la submuestra de empresas que han obtenido beneficios. Los resultados presentados en la tabla 10 (modelos 5 y 6), no difieren de los obtenidos en los modelos comentados anteriormente.

**Tabla 10. Tasa de reparto (II)**  
Muestra: Empresas con beneficios en el año anterior  
Estimación: Tobit de panel

Modelo	Modelo 5		Modelo 6	
	Div/Rdo <sub>t-1</sub>		Div/AT	
Variable dependiente	$\beta$	S.E	$\beta$	S.E
Rentabilidad <sub>t-1</sub>	29,3124**	12,5943	0,8985***	0,0962
Deuda <sub>t-1</sub>	-16,3147***	5,5368	-0,0819**	0,0385
Inversión	-3,9446**	2,0853	-,0.0740***	0,0213
Edad	0,2749***	0,1011	0,00117***	0,0006
Tamaño	2,3801	2,0853	0,0232	0,0196
Liquidez	0,3170	0,5864	0,0039	0,0042
Coste deuda	-35,7524**	17,6155	-0,6057***	0,1923
Constante	-48,4199***	18,9928	-0,4223***	0,1259
Sector	Si		Si	
Año	Si		Si	
Nº observaciones	1.007		1.007	
Nº obs. censuradas	737		737	
Nº empresas	398		398	
Log-Likelihood	-1.343,86		-102,7790	
$\chi^2$	43,39***		136,20***	

Variables: *Rentabilidad*: resultado antes de intereses e impuestos<sub>t-1</sub>/ activo total<sub>t-1</sub>, *Deuda*: deuda tota <sub>t-1</sub>/activo total <sub>t-1</sub>; *Inversión*: (activo fijo<sub>t</sub> – activo fijo <sub>t-1</sub>)/activo fijo<sub>t-1</sub>; *Edad*: nº de años desde la fecha de creación; *Tamaño*: logaritmo del activo total; *Liquidez* (FCF): (resultado antes de intereses e impuestos – capital corriente)/ventas; *Coste deuda*: gastos financieros <sub>t</sub> /deuda media <sub>t-1,t</sub>; Sector: 9 dummies; Año: 3 dummies, 2011,2012,2013.

Todos los modelos se han estimado con efectos aleatorios.  $\beta$ : *coeficiente estimado*; S.E.: *error estándar*. \*, \*\*, \*\*\* significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

De forma general, los resultados están en línea con los encontrados por Coulton y Ruddock (2011), Rommens *et al.* (2012) y González *et al.* (2014), observándose que la edad, el tamaño y la rentabilidad están positivamente relacionados con la política de

dividendos de las empresas no cotizadas; mientras que el endeudamiento y las oportunidades de inversión reducen la distribución de dividendos. Una síntesis de los resultados obtenidos se presenta en la tabla 11.

Tabla 11. Síntesis de resultados

	Hipótesis	Decisión de dividendos	
		Reparto	Cuantía
H1.	<i>Las empresas más endeudadas reducen el reparto de dividendos</i>	Se acepta	Se acepta
H2.	<i>Las empresas más rentables reparten más dividendos</i>	Se acepta	Se acepta
H3.	<i>Las empresas con más oportunidades de inversión reducirán el reparto de dividendos.</i>	Se acepta	Se acepta
H4.	<i>Las empresas de mayor edad aumentan el reparto de dividendos.</i>	Se acepta	Se acepta

## V. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha tratado de analizar los factores que explican la decisión de dividendos en las empresas canarias, tanto la relativa a la decisión de repartir versus no repartir como a la cuantía a distribuir. Para ello, se ha partido de los argumentos propuestos desde las distintas perspectivas teóricas. Así, la teoría de la agencia otorga a los dividendos el papel de controlar la disponibilidad del flujo libre de caja por los directivos, mientras que la teoría del *pecking order* se plantea las preferencias de los directivos hacia la retención de beneficios, la cual estará condicionada por la existencia de beneficios así como de las necesidades de inversión. Por último, la teoría del ciclo de vida plantea que las empresas modulan su política de dividendos en función de la antigüedad.

El estudio empírico se ha realizado sobre una muestra de 466 empresas con información disponible en el período 2011-2013 en la base de datos SABI. El análisis descriptivo indica que un 20% de las empresas decide repartir dividendos a lo largo del período y que alrededor del 30% de las empresas ha distribuido dividendos con cargo a resultados de ejercicios anteriores, de las cuales un 5% lo ha hecho habiendo obtenido pérdidas.

El análisis de los factores determinantes se ha realizado en dos etapas. En la primera se ha analizado la decisión de reparto mientras que en la segunda se estudia la cuantía. En síntesis, los resultados obtenidos permiten afirmar que las variables que explican ambas decisiones, reparto y cuantía, coinciden. Es decir, las empresas que reparten mayores cuantías en concepto de dividendos (en términos relativos) son las más

rentables, con menores oportunidades de inversión, las menos endeudadas y que soportan menores costes financieros, así como de mayor antigüedad. Todo ello ofrece apoyo a los argumentos proporcionados por las diferentes teorías: la teoría de la agencia, el *pecking order* así como del ciclo de vida. Por tanto, se deduce que estas teorías contribuyen conjuntamente a explicar las políticas de dividendos de las empresas canarias.

Los resultados obtenidos están en la línea de los encontrados en estudios previos tales como Fama y French (2001) o Denis y Osobov (2008), respecto a la decisión de reparto. Así mismo, coinciden con los resultados de Coulton y Ruddock

(2011), Rommens *et al.* (2012) y González *et al.* (2014), entre otros, en relación con la tasa de reparto. Estos estudios han sido realizados con muestras de empresas de diferentes tamaños y países, lo cual indica que los principales factores que determinan la decisión de dividendos responden a los planteamientos teóricos propuestos por las diferentes teorías financieras, independientemente de las características específicas del país.

Por último, una extensión del presente trabajo consiste en profundizar en la relación entre la RIC y la política de dividendos, lo que requiere disponer de los informes anuales de cada una de las empresas en todos los años.

**REFERENCIAS**

- Allen, L.; Gottesman, A.; Saunders, A. y Tang, Y. (2012). The Role of Banks in Dividend Policy. *Financial Management*, 41 (3), 691-613.
- Azofra Palenzuela, V. y López de Foronda, O. (2007), Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde una perspectiva institucional: Evidencia empírica internacional, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 33, 95-126.
- Brockman, P. y Unlu, E. (2011). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance* 35, 1610-1625.
- Coulton, J.J. y Ruddock, C. (2011). Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting and Finance*, 51, 381-407.
- Deangelo, H., Deangelo, L. y Stulz, R.M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81 No. 2, pp. 227-254.
- Denis, D. J. y Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Fama, E. y French, K. (2001). Disappearing dividends; changing firms characteristics of lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics* 60 (1) , 3-45.
- Fama, E. y French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15 (1), 1-33.
- Fenn, G.W. y Liang, L. (2001): Corporate payout policy and managerial stock incentives, *Journal of Financial Economics*, 60 (1), 45-72.
- González, M.; Guzmán, A.; Pombo, C. y Trujillo, M.A. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review*, 27 (4), 365-385.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Kuo, J-M; Philip, D. y Zhang, Q. (2013). What drives the disappearing dividends phenomenon?, *Journal of Banking & Finance* 37, 3499-3514.

La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. (2000). Agency problems and dividends policies around the world, *Journal of Finance*, 55 (1), 1-33.

Michaely, R. y Roberts, M.R. (2012). Corporate dividend policies: lessons from private firms. *Review of Financial Studies* 25(3), 711-746.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39, 575-92.

Patra, T.; Poshakwale, S. y Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece, *Applied Financial Economics* 22 (13), 1079-1087.

Rommens, A.; Cuyvers, L. y Deloof, M. (2012). Dividend policies of privately held companies: Stand-alone and group companies in Belgium. *European Financial Management*, 1-20.

Sharma, V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1001-1015.