

Documento de Trabajo 03/07

## **Dividendo, expropiación y oportunidades de crecimiento en la empresa brasileña.**

Gabriel de la Fuente Herrero<sup>+</sup>

*Universidad de Valladolid*

Jose María Da Silva<sup>++</sup>

*Universidad Federal de Pernambuco*

**RESUMEN:** Este trabajo analiza la decisión de dividendo de las empresas brasileñas desde la perspectiva del conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios. El problema de gobierno corporativo en los países del *civil-law* confiere a la decisión de dividendo dos funciones principales: mecanismo de expropiación y fuente de reputación. Nuestro estudio se centra en la relación entre el ratio de dividendo, la concentración del voto del accionista mayoritario y las oportunidades de crecimiento. La aproximación empírica se realiza con una muestra de 173 empresas brasileñas cotizadas en la Bolsa de Sao Paulo. Los resultados obtenidos de la estimación Tobit confirman nuestra hipótesis: el ratio de dividendo depende negativamente del porcentaje de voto del accionista mayoritario y positivamente de las oportunidades de crecimiento. Los resultados son corroborados con diferentes segmentaciones de la muestra y especificaciones del modelo.

Palabras clave: Dividendo, expropiación de minoritarios, reputación, oportunidades de crecimiento, empresas brasileñas.

**ABSTRACT:** This paper analyses the dividend decision in Brazilian firms from the perspective of the conflict between large-controlling owners and minority-outside shareholders. The problem of corporate governance civil-law countries provides the dividend decision with two main functions: an expropriation mechanism and a reputation instrument. Our study focuses on the relationship among the dividend pay-out ratio, voting shares concentration and growth opportunities. Empirical propositions are tested in a sample of 173 Brazilian firms listed on Sao Paulo Stock Exchange. Results from Tobit estimation support our hypothesis: dividend pay-out ratio depends negatively on the portion of the voting capital owned by the largest shareholder, and positively on the relevance of growth opportunities. Our findings are robust to different sample segmentations and model specifications.

Key-words: Dividend, minority expropriation, reputation, growth opportunities, Brazilian firms.

<sup>+</sup> Dpto. de Economía Financiera y Contabilidad,  
Avda. Valle Esgueva 6,  
47011 Valladolid (España)  
[gfuelle@eco.uva.es](mailto:gfuelle@eco.uva.es)

<sup>++</sup> Dpto. de Contabilidad, Av. Prof. Moraes Rego s/n,  
50670-901- C. Universitaria, Recife (Brasil)



## 1. INTRODUCCIÓN

Aunque, en la última edición del manual de Brealey y Myers, la decisión de dividendo sigue cayendo del lado de “lo que no sabemos en finanzas”, los avances de la literatura más reciente hacen presagiar la proximidad temporal de su reubicación. A las explicaciones dominantes de la política de dividendo, basadas en clientelas fiscales, costes de transacción, señalización, discrecionalidad directiva o “irracionalidad” del inversor, la investigación más reciente ha añadido dos, en nuestra opinión, de extraordinaria relevancia.

La primera de las aportaciones a las que nos referimos es la que identifica la decisión de dividendo como parte inseparable del problema de gobierno de la empresa y, por ello, dependiente del marco institucional, en general, y de la protección legal de los accionistas, en particular (Schleifer y Vishny; 1997). La formulación del problema de gobierno en términos de la elección colectiva de un conjunto de aportantes de recursos con intereses discordantes (Azofra, 2005), ayuda a interpretar la retribución del accionista, a la vez, como manifestación y parte de la solución de los problemas de agencia de la empresa. En la medida en que el marco legal condicione tanto la asignación de los derechos de decisión en el seno de la organización como el nivel de protección de los derechos de control de los aportantes de recursos, la explicación de la decisión de dividendo –al igual que las de inversión y financiación– exige comprender las características particulares del sistema institucional en el que se desarrolla (López-de-Foronda, 2005).

Comparativas internacionales, como La Porta *et al* (2000), Faccio *et al* (2001) ó López-de-Foronda, López y Santamaría (2006), encuentran evidencia empírica favorable a la influencia del marco institucional sobre la decisión de dividendo. En los países del *common law* la decisión de dividendo parece orientarse principalmente a la resolución del problema de agencia entre accionistas externos y directivos. Por su parte, la mayor concentración de la propiedad a la que da lugar la menor protección de los accionistas en los países del *civil law*, convierte a la decisión de dividendo en pieza clave del problema de expropiación de los accionistas minoritarios. Puestos en relación, las empresas de los países del *common law* distribuyen entre sus accionistas un mayor porcentaje del beneficio que las empresas de los países del *civil law*.

Entre los trabajos empíricos que analizan la relación entre el dividendo y los problemas de expropiación en países del *civil law* destacan, entre otros, los realizados con empresas españolas<sup>1</sup> (Andrés, López y Rodríguez, 2005; Pindado

---

<sup>1</sup> Una revisión amplia de los trabajos empíricos con empresas españolas puede consultarse en Rodríguez (2003).

y De la Torre, 2006; y Aguiar, Santana y Díaz, 2006), italianas (Mancinelli y Aydin, 2006), alemanas (Gugler y Yurtoglu, 2003), checas (Bena y Hanousek, 2006), holandesas (Renneboog y Szilagyi, 2006) y brasileñas (Carvalho-da-Silva y Leal, 2004). En términos generales, estos trabajos respaldan el mayor poder explicativo del conflicto de agencia entre mayoritarios y minoritarios frente al correspondiente entre directivos y accionistas.

La segunda de las aportaciones tiene que ver con la propia definición del *payout* de la empresa y las variables utilizadas para su aproximación. De manera sencilla, De Angelo y De Angelo (2006) demuestran que el modelo de Miller y Modigliani (1961) es en realidad un caso particular construido sobre la premisa de reparto total del flujo de tesorería discrecional y que su generalización implica la relevancia del dividendo incluso en ausencia de imperfecciones. Con el fin de aislar el efecto de la política de dividendo, el modelo MM supone la decisión de inversión dada y, con ello, el flujo de caja discrecional. Por definición, el flujo de tesorería discrecional es el flujo disponible tras descontar la inversión en las oportunidades rentables de la empresa. Al fijar el flujo de tesorería discrecional, el modelo MM asume implícitamente una política de reparto de dividendo determinada, que además es la óptima: distribuir entre los accionistas todo flujo que no pueda colocarse de manera rentable en la empresa.

La perspectiva ofrecida por De Angelo y De Angelo (2006) obliga a reinterpretar muchas de las implicaciones teóricas del modelo MM, pero también nos advierte de la forma adecuada de abordar el estudio empírico de la decisión de dividendo: La decisión relevante no es cuánto beneficio se reparte, sino qué parte del flujo de tesorería discrecional o dividendo potencial alcanza su destino óptimo y, por ello, el modo correcto de medir la decisión de dividendo es el cociente del dividendo pagado entre el flujo de tesorería discrecional.

El presente trabajo analiza el papel del dividendo en la resolución del problema de expropiación de los accionistas minoritarios a través de la lente del flujo de tesorería discrecional. En concreto, el trabajo se centra en el estudio de la decisión de dividendo de las empresas brasileñas, que se caracterizan por la alta concentración de su accionariado, la utilización de acciones sin voto y la regulación de la política de dividendo (Leal *et al*, 2002; Leal y Silva, 2003). Precisamente, Brasil es uno de los países excluidos del estudio comparativo de La Porta *et al* (2000) –*Agency problems and Dividend Policies Around the World*– en razón a la existencia de normas de dividendo obligatorio.<sup>2</sup> De hecho, la obligatoriedad de pago de dividendo es interpretada por La Porta *et al* (*op. cit.*) como prueba de la existencia de problemas de agencia: el objetivo de este

---

<sup>2</sup> Otros países específicamente excluidos en el trabajo de La Porta *et al* (1999) son Chile, Colombia, Grecia y Venezuela.

tipo de políticas no es otro que el reducir el riesgo de expropiación asumido por los accionistas minoritarios para así incentivar la inversión en acciones (La Porta et al, 1998).

Mediante diversas estimaciones Tobit contrastamos la influencia de los problemas de expropiación sobre la decisión de dividendo en función de las oportunidades de crecimiento a disposición de la empresa y controlando por su rentabilidad y endeudamiento. El riesgo de expropiación se aproxima a partir del análisis de la concentración del voto del accionista principal y la separación de acciones con voto y sin voto, mientras que la decisión de dividendo se estima a partir de su relación con el flujo de tesorería discrecional. La muestra utilizada para el análisis empírico se compone de 173 empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA) y cuya información se obtiene a partir de la base de datos ECONOMATICA.

Los resultados de nuestro trabajo ponen de relieve varias cuestiones de interés con relación al dividendo de las empresas brasileñas. Primero, se confirma la relación negativa entre la concentración del voto y el ratio de pago de dividendo, respaldando su función como mecanismo de expropiación. Segundo, las oportunidades de crecimiento influyen positivamente sobre el ratio de pago de dividendo, confirmando su valor como fuente de reputación. Por último, la relación de significatividad estadística entre las oportunidades de inversión y la concentración del voto en diferentes segmentaciones de la muestra, así como el comportamiento de las variables de control, refuerzan la consistencia de los resultados anteriores

Como principales aportaciones de este trabajo cabe destacar las dos siguientes. Primero, el ofrecer una explicación a la relación empírica entre el poder de voto del accionista mayoritario, el dividendo y las oportunidades de crecimiento de la empresa brasileña que es plenamente coherente con su modelo de gobierno. Y segundo, el respaldar una de las implicaciones del razonamiento de De Angelo y De Angelo (2006) respecto a la medida adecuada de aproximación de la política de dividendo de la empresa.

El resto del trabajo se articula del siguiente modo. En el apartado segundo se revisan los fundamentos teóricos que relacionan el dividendo con el problema de expropiación y se formulan las hipótesis a contrastar. En el apartado tercero se describe la muestra, las variables de análisis y los modelos econométricos a estimar. En el apartado cuarto se presentan los resultados del análisis empírico. Las conclusiones se exponen en el quinto y último apartado.

## 2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

En la empresa de accionariado disperso típica del modelo *common law*, el dividendo es, aparte de instrumento de remuneración de los accionistas, una herramienta de control directivo. De hecho, su eficiencia en el desempeño de

esta última función es lo que la distingue de otras vías de remuneración, como la recompra de acciones. Ambos mecanismos de retribución contribuyen a disminuir el flujo de tesorería (*free-cash-flow*) a disposición de los gerentes. La consecuencia directa es la reducción inmediata de las posibilidades de desviación interesada e ineficiente de los recursos de uso discrecional (Jensen, 1986). La consecuencia indirecta es el incremento de la frecuencia con que los directivos se someten a la supervisión de los mercados externos en la búsqueda de recursos adicionales con los que financiar sus inversiones (Easterbrook, 1984).

Sin embargo, la recompra de acciones no parece obligar de la misma forma que el dividendo, probablemente debido al contenido informativo del dividendo, cuyo incremento es portador de buenas noticias sobre la situación actual y perspectivas futuras de la empresa, y viceversa. En un modelo de gobierno en el que incentivos y control de la gerencia se establecen a partir de las cotizaciones de la empresa (la disciplina del mercado), las variaciones en el porcentaje de reparto del beneficio tenderán a restringirse a no más de aquellas que puedan mantenerse permanentemente. Así lo sugiere la evidencia empírica observada en las empresas de los países del *common law*, con incrementos y disminuciones del dividendo condicionados por el nivel objetivo o tendencia a largo plazo (DeAngelo y DeAngelo, 1990). Desde esta perspectiva cabe explicar el mayor (menor) dividendo de las empresas con beneficios menos (más) volátiles (Jagannathan et al, 2000), con menores (mayores) oportunidades de crecimiento (Fama y French, 2001; Andrés *et al*, 2005) o con mayor (menor) concentración de la propiedad (Rozeff, 1982), entre otras cuestiones.

En la empresa de los países del *civil law*, el marco legal ofrece comparativamente una menor protección a los derechos de los inversores (La Porta et al, 1998), lo cual repercute directamente en el modelo de gobierno corporativo elegido como solución al problema de elección colectiva, que surge de la colaboración de distintos aportantes de recursos con intereses en conflicto (Azofra, 2005). De hecho, en este contexto el gobierno de la empresa descansa en mecanismos internos, como son la concentración de la propiedad en manos de unos pocos accionistas o la actuación de los accionistas de control, en sustitución de los mecanismos basados en el mercado característico de los países del *common law*.

En los países del *civil law*, el conflicto de agencia entre dirección y propiedad se disipa al tiempo que surge otro tipo de problemas derivados de la falta de protección de los accionistas minoritarios. Como señalan Azofra y Santamaría (2002), la existencia de un accionista mayoritario puede paliar los posibles comportamientos oportunistas de los directivos, sin embargo plantea el problema de controlar al controlador. En la medida en que los accionistas mayoritarios puedan utilizar su posición de dominio en la empresa en su propio interés (La Porta *et al*, 1999; Burkart y Panunzi, 2001), los consiguientes

problemas de selección adversa y riesgo moral influirán sobre la gestión de la empresa y sus sistemas de incentivos y control.

Entre las decisiones afectadas por el riesgo de expropiación se encuentra la decisión de dividendo. Buena prueba de la influencia del modelo legal en la decisión de dividendo son el significativamente menor dividendo pagado por las empresas del *civil law* con relación a las empresas del *common law* (La Porta et al, 2000) y el establecimiento de dividendos mínimos obligatorios en sus respectivas leyes de sociedades.

A nivel de empresa, los problemas de expropiación permiten conjeturar una fuerza desinhibidora del porcentaje de voto acumulado por el accionista mayoritario sobre el porcentaje de la renta distribuida en forma de dividendo. Dicha relación prevalecerá sobre el efecto disciplinario del dividendo en aquellas empresas de capital más concentrado, en las que la diferencia de voto entre el accionista mayoritario y el resto de accionistas es tal que no cabe pensar en otra política de dividendo diferente de su beneficio privado. Por su parte, en las empresas cuya dispersión de capital propicie el agravamiento de los problemas de agencia entre los directivos y los accionistas por encima del problema de expropiación, cabría pensar en una relación de signo positivo entre el dividendo pagado y el poder de voto del accionista mayoritario, al menos para el incremento de los niveles inferiores. De acuerdo con este razonamiento, formulamos las tres hipótesis siguientes:

H1: En las empresas de los países del *civil law*, el poder de voto del accionista mayoritario influye negativamente sobre su ratio de dividendo.

H1a: En las empresas de los países del *civil law* de capital más concentrado, el incremento del voto del accionista mayoritario reduce su ratio de dividendo.

H1b: En las empresas de los países del *civil law* de capital disperso, el incremento inicial del voto del accionista mayoritario incrementa su ratio de dividendo.

Adicionalmente, parece lógico plantear que los problemas de expropiación de los accionistas minoritarios dependan no sólo del porcentaje de voto del accionista principal, sino también de la utilización de acciones sin voto que desvirtúen el principio de una acción un voto. En la medida en que los accionistas minoritarios carezcan del derecho de voto, el accionista mayoritario dispone de mayores posibilidades e incentivos para emplear los recursos corporativos en beneficio propio. De ahí que formulemos la siguiente hipótesis:

H2: En las empresas de los países del *civil law*, la relevancia de las acciones sin voto acentúa la relación negativa entre el poder de voto del accionista mayoritario y el ratio de dividendo.

No obstante, esta política de contención del dividendo se encuentra condicionada por la particular necesidad de recursos de la empresa. En mercados en los que los inversores anticipan el riesgo de expropiación, la reputación se convierte en elemento determinante de la capacidad de la empresa para acceder a fuentes de financiación externa (Easterbrook, 1984; González, 1996). De acuerdo con este planteamiento, La Porta *et al.* (2000) y Faccio *et al.* (2001) matizan la que sería la consecuencia inmediata de la posición de dominio de los accionistas mayoritarios, por medio de las necesidades de fondos externos: en empresas con perspectivas de crecimiento futuro, el riesgo de expropiación conduce al pago de mayores dividendos; mientras que en empresas sin oportunidades de crecimiento, la posición de dominio de los mayoritarios se materializa en un menor dividendo.

La relación entre dividendo y oportunidades de crecimiento en las empresas de los países del *civil law* es justo la contraria de la que corresponde establecer en las empresas del *common law*. En este último caso, la función del dividendo como mecanismo disciplinario de los directivos cobra especial importancia en ausencia de oportunidades de crecimiento, cuando el flujo de tesorería discrecional es mayor y, por ende, las posibilidades de su desviación en beneficio de los directivos. En el caso de los países del *civil law*, la menor importancia del conflicto de agencia entre directivos y accionistas, fruto de la concentración de la propiedad, y la mayor necesidad de reputación en el trato de los accionistas minoritarios, motivada por la menor protección legal del inversor, dan la vuelta a la relación entre dividendo y oportunidades de crecimiento. Cuanto mayor sean las oportunidades de crecimiento, mayores son las necesidades futuras de fondos y, por tanto, mayor es el valor de invertir en la reputación de la empresa mediante una política apropiada de remuneración del accionista. De aquí que planteemos la tres hipótesis siguientes:

H3: En las empresas de los países del *civil law*, las oportunidades de crecimiento influyen positivamente sobre el ratio de reparto de dividendo.

H3a: En las empresas de los países del *civil law* que carecen de oportunidades de crecimiento futuro, el poder de voto del accionista mayoritario influye negativamente sobre el ratio de reparto de dividendo.

H3b: En las empresas de los países del *civil law* que disponen de oportunidades de crecimiento futuro, el poder de voto del accionista mayoritario influye positivamente sobre el ratio de reparto de dividendo.

### 3. MUESTRA, VARIABLES Y MODELO ECONOMÉTRICO

El punto de partida en la elaboración de la muestra de análisis es el conjunto de empresas brasileñas contenidas en la base de datos ECONOMATICA. De las 311 empresas brasileñas con información financiera a diciembre de 2002, se excluyeron 31 entidades del sector de banca y finanzas, 67 empresas que no

disponían de datos consolidados y otras 21 empresas con patrimonio neto negativo. De las 192 empresas restantes, 19 empresas no ofrecían información respecto al dividendo pagado, 24 contabilizaban un saldo negativo en su beneficio neto y otras 4 registraban un saldo del beneficio neto positivo pero tan próximo a cero que disparó el valor de su cociente de dividendo entre beneficio neto superior al 1.700%. El anexo A informa de la distribución de las empresas de la muestra por sectores de actividad.

La relación de las variables empleadas en el análisis se recoge en la tabla 1. La decisión de dividendo se aproxima a partir de dos cocientes diferentes: dividendo entre beneficio neto (DIV\_BN) y dividendo entre el flujo de tesorería discrecional (DIV\_CF). El primero de los cocientes es la medida directa y habitual del ratio de reparto de dividendo o *payout* y, por ello, su interpretación resulta inmediata. El segundo relaciona el dividendo pagado con el dividendo teórico o potencial que se deriva del flujo generado en el ejercicio y disponible una vez descontadas las inversiones realizadas. Este flujo de tesorería discrecional se aproxima a partir de los recursos generados de las operaciones menos la inversión en nuevos activos fijos no financieros que se realiza en el ejercicio.

Tanto el beneficio neto como el flujo de tesorería discrecional son medidas susceptibles de manipulación. De hecho, la manipulación del beneficio y –en menor medida– del flujo de tesorería son dos de los mecanismos con los que cuentan los *insiders* para adaptar la política de dividendo a sus propios intereses, en perjuicio de los accionistas minoritarios. Sin embargo, la segunda medida presenta la ventaja de servirnos de medida de desviación respecto a la política óptima de reparto de dividendo en ausencia de imperfecciones. Así se deriva del trabajo de De Angelo y De Angelo (2006), en donde se demuestra que el modelo de Miller y Modigliani (1961) es un caso particular construido sobre la premisa de reparto total del flujo de tesorería generado y disponible después de realizar sus oportunidades de inversiones rentables, siendo además esta política la óptima en el contexto MM de mercados perfectos.

Para aproximar la concentración de poder del accionista mayoritario (C1) se utiliza el porcentaje de acciones con voto en manos del accionista principal. Adicionalmente, el riesgo de expropiación se aproxima a partir de la separación del derecho de voto (AS\_AC) medido con el cociente del número de acciones sin voto entre el número de acciones con voto. Las oportunidades de crecimiento (CBU\_AT) se aproximan con el cociente de la inversión en activo fijo no financiero entre el activo total. El cociente de la deuda a corto y largo plazo entre activo total se utiliza para medir el nivel de apalancamiento financiero (D\_AT). Finalmente, la rentabilidad de la empresa (ROA) se estima con el cociente del beneficio antes de intereses e impuestos entre el activo total.

### Tabla 1

#### DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

VARIABLE	DEFINICIÓN
DIV_BN	Cociente del dividendo entre el beneficio neto.
DIV_CF	Cociente del dividendo entre el flujo de tesorería discrecional. El flujo de tesorería discrecional se aproxima como diferencia entre los recursos generados de las operaciones.
C1	Cociente del número de acciones con voto propiedad del mayor accionista entre el número total de acciones con voto.
AS_AC	Cociente del número de acciones sin voto entre el número de acciones con voto.
CBU_AT	Cociente de la inversión en activo fijo no financiero entre activo total.
ROA	Cociente del beneficios antes de intereses e impuestos entre el activo total.
D_AT	Cociente entre la deuda y el activo total.

La contrastación de las hipótesis planteadas se realiza a partir de la estimación Tobit de la ecuación que relaciona el ratio de pago de dividendo, aproximado alternativamente por las variables DIV\_BN y DIV\_CF, con las variables explicativas de concentración del voto del principal accionista (C1), oportunidades de crecimiento (CBU\_AT), endeudamiento (D\_AT) y rentabilidad (ROA). Analíticamente,

$$RDIV_i = \alpha + \beta_1 \cdot C1_i + \beta_2 \cdot CBU\_AT_i + \beta_3 \cdot D\_AT_i + \beta_4 \cdot ROA_i + e_i \quad (1)$$

siendo  $RDIV_i$  el ratio de pago de dividendo (DIV\_BN ó DIV\_CF) y  $e_i$  la perturbación aleatoria. Adicionalmente, las variables de relevancia de las acciones sin voto (AS\_AC) y oportunidades de crecimiento (CBU\_AT) se utilizan para segmentar la muestra de análisis y comprobar desviaciones en el comportamiento lineal del modelo básico.

## 4. RESULTADOS

### 4.1. ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA

En la tabla 2 se describen los parámetros básicos de la distribución estadística de la muestra de análisis. El conjunto de la muestra registra una mediana del ratio de *payout*, estimado por el cociente del dividendo entre el beneficio neto, igual a 23,75%, que desentona con lo que cabría esperar de la regulación brasileña del dividendo mínimo obligatorio.<sup>3</sup> Sin embargo, el panel B de la tabla precisa que

<sup>3</sup> La Ley 6404, de 15 de diciembre de 1976, establecía el pago de un dividendo mínimo obligatorio cuyo fin era proteger al accionista hasta el límite en que fuese compatible con la necesidad de preservar la supervivencia de la empresa. La Ley 10303/01, en su artículo 202, relaja la obligatoriedad del dividendo al porcentaje del beneficio establecido en los Estatutos de la empresa. En caso de no figurar en los Estatutos, la Ley obliga al pago de un dividendo mínimo del 25% (50% en caso de no existir acuerdo de la Asamblea General) del beneficio líquido del ejercicio reducido (aumentado) por las dotaciones (aplicaciones) a la Reserva legal, Reserva de contingencias y Reserva de lucros a realizar. La carencia del líquido necesario para satisfacer el dividendo obliga a su comunicación a la Comisión de Valores Mobiliarios y a constituir una Reserva especial que, de no ser absorbida por pérdidas de periodos subsecuentes, debe ser objeto de distribución tan pronto lo permitan las condiciones financieras de la empresa.

el valor de la mediana incrementa hasta el 35% cuando se excluye de la estimación a 4 empresas con ratios de *payout* superiores al 1.700%, en razón a beneficios netos próximos a cero, más otras 24 empresas con beneficio neto negativo.

De esta primera observación se advierte el riesgo en que se incurre al emplear el habitual ratio de *payout* basado en el beneficio neto, con una volatilidad, medida por la desviación típica (2.009,9%), sensiblemente superior a la registrada en la medida del dividendo basada en el flujo de tesorería discrecional. En este último caso, la mediana asciende, respectivamente, al 9,1% y al 9,8% en la muestra total y restringida, con volatilidades del 267% y del 39,2%.

**Tabla 2**  
ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA

La tabla recoge el número de empresas, la media, la mediana, la desviación estándar y los valores máximo y mínimo registrados en las variables de análisis. El panel A refleja los estadísticos de la muestra total. El panel B ofrece la información para el subconjunto de empresas con beneficio neto positivo y cuyo cociente de dividendo entre beneficio neto es inferior a 1.700%. La definición de las variables se detalla en la tabla 1. El anexo B informa del coeficiente de correlación entre las variables.

VARIABLE	N	MEDIA	MEDIANA	DESV. TÍP.	MÍNIMO	MÁXIMO
PANEL A						
DIV_BN	173	1,879	0,237	20,099	-25,773	261,415
DIV_CF	172	-0,014	0,091	2,669	-34,304	3,435
C1	192	0,604	0,583	0,259	0,081	1,000
CBU_AT	173	0,047	0,038	0,050	0,000	0,332
D_AT	192	29,467	29,850	19,534	0,000	81,300
ROA	192	0,081	0,081	0,082	-0,202	0,345
AS_AC	191	1,148	1,292	0,715	0,000	2,001
PANEL B						
DIV_BN	145	0,289	0,252	0,309	0,000	1,330
DIV_CF	145	0,196	0,098	0,392	-1,016	2,676
C1	145	0,599	0,575	0,260	0,095	1,000
CBU_AT	145	0,049	0,038	0,053	0,000	0,332
D_AT	145	28,118	27,900	19,310	0,000	81,300
ROA	145	0,091	0,092	0,081	-0,164	0,345
AS_AC	144	1,181	1,358	0,712	0,000	2,000

El porcentaje medio de acciones con voto propiedad del accionista principal (C1) es el 60,4% para el conjunto de las 192 empresas, con una mediana ligeramente inferior (58,3%). El anexo 1 informa de la naturaleza jurídica del accionista principal, evidenciando la hegemonía de los grupos empresariales (83,9% de las empresas), seguidos del inversor individual (9,4%), el Estado (4,2%) y las instituciones financieras (2,6%).

La concentración del poder de voto se consigue, en parte, por medio de la emisión de acciones sin voto, como refleja la estadística del cociente del número de acciones sin voto entre el número de acciones con voto (AS\_AC). Por término medio, las acciones sin voto son 1,15 veces el número de acciones con

voto (la mediana asciende a 1,293) y, en algunos casos, llegan a doblar el número de las acciones con voto.

La tabla 3 presenta las medianas de las variables del modelo para las empresas de la muestra clasificadas por cuartiles, según el cociente del dividendo entre el flujo de tesorería discrecional. El primer grupo comprende a las empresas que no reparten dividendo; el segundo a aquellas con ratio de *payout* inferior al 14%; el tercero a aquellas con ratio superior al 14% e inferior al 31%; y el cuarto a aquellas con ratio superior al 31%. De esta clasificación cabe apreciar que las empresas con mayor ratio de dividendo se corresponden con las de menor concentración del voto del accionista mayoritario y las empresas que no reparten dividendo son las que reportan una mayor mediana en la variable C1. Excluido el grupo de empresas que no reparten dividendo, el incremento del ratio de pago de dividendo se corresponde con el aumento de las oportunidades de crecimiento (medidas por la variable CBU\_AT) y la reducción de la relevancia de las acciones sin voto (medida por la variable AS\_AC). Finalmente, se observa que la mediana de la rentabilidad económica incrementa con el aumento inicial del ratio de pago de dividendo y los mayores niveles de endeudamiento parecen concentrarse en el grupo de empresas que no distribuyen dividendo.

**Tabla 3**

CARACTERIZACIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN POLÍTICA DE REPARTO DE DIVIDENDO

La tabla muestra la mediana para cada uno de los cuartiles del cociente entre el dividendo y el flujo de tesorería. La estimación se realiza para las empresas cuyo cociente de dividendo entre flujo de tesorería es mayor o igual que cero. La definición de las variables se detalla en la tabla 1.

	DIV_BN	DIV_CF	C1	CBU_AT	D_AT	ROA	AS_AC
DIV_CF=0	0,000	0,000	0,588	0,026	36,700	0,061	1,407
DIV_CF<0.14	0,244	0,091	0,541	0,021	22,150	0,078	1,644
DIV_CF<0.31	0,316	0,249	0,549	0,031	26,950	0,117	1,346
Resto	0,409	0,520	0,523	0,055	22,500	0,111	1,180

## B. ESTIMACIÓN DE LAS REGRESIONES

En las tablas 4 a 7 se presentan los resultados de la estimación Tobit de la ecuación (1) con la que se contrasta las hipótesis planteadas en el epígrafe 2. En todas las tablas, se recogen los resultados de la estimación cuando la variable dependiente (ratio de *payout*) se aproxima por el cociente de dividendo entre beneficio neto (tres primeras columnas) y por el cociente de dividendo entre flujo de tesorería (columnas 4 a 6). En términos generales, los resultados obtenidos corroboran las hipótesis planteadas. En todas las tablas, la significación estadística de los coeficientes que apoyan las hipótesis es superior cuando la variable dependiente se relativiza por la variable de flujo de tesorería. Este resultado es coherente con el hecho de que el beneficio sea más fácil de moldear que el flujo y sirve de respaldo a la propuesta de DeAngelo y DeAngelo (2006) acerca de la correcta aproximación del ratio de *payout* de la empresa.

La tabla 4 presenta los resultados de la estimación para el conjunto de la muestra de análisis. Las columnas 2 y 5 corroboran la relación prevista entre el ratio de *payout* y las variables aproximativas del endeudamiento y rentabilidad económica y documentada con carácter general en la literatura precedente: el nivel de apalancamiento financiero reduce el reparto de dividendo y la rentabilidad económica lo estimula. La medida utilizada para aproximar las oportunidades de crecimiento se relaciona positivamente con el ratio de dividendo, aunque la medida de *payout* basada en el beneficio no permite apreciar significatividad estadística. Si se percibe y de forma convincente (con un *p-value* inferior al 1%) cuando la política de dividendo se aproxima a partir del cociente del dividendo entre el flujo de tesorería. Este resultado sirve de respaldo a nuestra hipótesis H3 y refleja el relevante papel desempeñado por el dividendo en la reputación de estas empresas: la necesidad de fondos externos de las empresas con mayores oportunidades de crecimiento incentiva el desarrollo de una reputación basada en el dividendo.

**Tabla 4**  
POLÍTICA DE DIVIDENDO, CONTROL DEL ACCIONISTA MAYORITARIO Y  
OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO.

Resultados de la estimación Tobit de la regresión que explica la política de dividendo. En las columnas (1), (2) y (3), la variable dependiente es el cociente de dividendo entre beneficio neto. En las columnas (4), (5) y (6), la variable dependiente es el cociente de dividendo entre flujo de tesorería discrecional. La muestra de análisis comprende todas las empresas cuyo cociente de dividendo entre beneficio neto es mayor o igual que cero e inferior al 1.700% en el caso de las columnas (1) a (3); y todas las empresas cuyo cociente de dividendo entre flujo de tesorería es mayor o igual que cero en el caso de las columnas (4) a (6). La definición de las variables se detalla en la tabla 1. Entre paréntesis se muestra el valor del estadístico z para el coeficiente estimado.

	VAR. DEP.: DIV_BN			VAR. DEP.: DIV_CF		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C1	-0,133 (-0,874)		-0,206 (-1,414)	-0,347 * (-1,758)		-0,439 ** (-2,381)
CBU_AT		1,061 (1,551)	1,251 * (1,803)		4,135 *** (3,147)	3,994 *** (3,104)
D_AT		-0,006 *** (-2,958)	-0,006 *** (-3,067)		-0,009 *** (-3,563)	-0,010 *** (-3,941)
ROA		1,988 *** (4,157)	1,963 *** (4,127)		1,313 ** (2,128)	1,280 ** (2,112)
Constante	0,257 *** (2,578)	0,102 (1,198)	0,224 * (1,874)	0,298 ** (2,381)	0,067 (0,595)	0,359 ** (2,216)
N	145	145	145	150	150	150
Crit. Akaike	1,447	1,278	1,278	1,708	1,560	1,536
Log-Verosim.	-101,89	-87,65	-86,65	-125,14	-112,02	-109,10

\*\*\*, \*\* y \* denotan significación estadística a niveles del 1, 5 y 10 por ciento, respectivamente.

La concentración del voto en manos del principal accionista no parece relevante para explicar el cociente del dividendo entre el beneficio, pero si lo es sobre el ratio basado en el flujo de tesorería. Este resultado respalda la hipótesis H1, según la cual el incremento del poder de decisión del accionista mayoritario reduce el porcentaje del dividendo potencial repartido. La relación negativa prevalece para la muestra conjunta, a pesar de carecer de linealidad según los

resultados recogidos en la tabla 5. Los resultados del panel B de la tabla 5 se obtienen con las 62 empresas en las que la concentración de poder alcanza niveles máximos (superior al 80%) y en donde la capacidad explicativa del resto de variables independientes no reduce la significatividad estadística del coeficiente negativo del porcentaje de voto del accionista principal (hipótesis H1a): Cuanto mayor es este porcentaje, menor es el dividendo repartido. Además, el ratio de dividendo depende positivamente de las oportunidades de crecimiento y rentabilidad económica, y negativamente del endeudamiento.

Los resultados de la estimación con las empresas en las que el accionista mayoritario reúne menos del 40% del voto se muestran en el panel A en la tabla 5. En este caso, se aprecia una relación positiva y estadísticamente significativa entre el ratio de reparto de dividendo (medido por la variable DIV\_CF) y el porcentaje de voto del accionista principal, cuya interpretación resulta razonable tanto desde la perspectiva de la reputación y la mayor dependencia de flujos externos de estas empresas, como desde la perspectiva del control directivo y papel disciplinario del dividendo en las empresas de capital disperso (hipótesis H1b).

**Tabla 5**  
POLÍTICA DE DIVIDENDO SEGÚN EL PORCENTAJE DE CONTROL  
DEL ACCIONISTA MAYORITARIO.

Resultados de la estimación Tobit de la regresión que explica la política de dividendo. En las columnas (1), (2) y (3), la variable dependiente es el cociente de dividendo entre beneficio neto. En las columnas (4), (5) y (6), la variable dependiente es el cociente de dividendo entre flujo de caja discrecional. La muestra comprende las empresas cuyo cociente de dividendo entre beneficio neto es mayor o igual que cero e inferior al 1.700% en el caso de las columnas (1) a (3); y las empresas cuyo cociente de dividendo entre cash-flow es mayor o igual que cero en el caso de las columnas (4) a (6). El panel A presenta los resultados de la estimación con la submuestra de empresas para las que el porcentaje de voto del accionista principal es inferior del 40%. El panel B recoge los resultados de la estimación con la submuestra de empresas para las que el porcentaje de voto del accionista principal es superior al 80%. La definición de las variables se detalla en la tabla 1. Entre paréntesis se muestra el valor del estadístico z para el coeficiente estimado.

	VAR. DEP.: DIV_BN			VAR. DEP.: DIV_CF		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PANEL A: C1 ≤ 0.4						
C1	0,682 (0,850)		0,662 (0,845)	2,550 ** (2,044)		2,346 ** (2,040)
CBU_AT		-1,016 (-0,257)	-2,028 (-0,494)		7,375 (1,448)	6,759 (1,400)
D_AT		-0,008 ** (-2,139)	-0,008 ** (-2,165)		-0,011 * (-1,775)	-0,011 * (-1,786)
ROA		1,017 (1,009)	1,057 (1,056)		-1,094 (-0,673)	-1,191 (-0,775)
Constante	0,073 (0,329)	0,432 ** (2,089)	0,300 (1,160)	-0,439 (-1,260)	0,417 (1,237)	-0,161 (-0,372)
N	33	33	33	38	38	38
Crit. Akaike	1,533	1,511	1,550	2,130	2,169	2,115
Log-Verosim.	-22,29	-19,93	-19,58	-37,48	-36,20	-34,19
PANEL B: C1 > 0.8						
C1	-0,140 (-0,321)		-0,215 (-0,524)	-1,015 ** (-2,010)		-1,077 ** (-2,492)

CBU_AT		1,299 (1,556)	1,346 (1,601)		5,037 *** (2,734)	4,933 *** (2,850)
D_AT		-0,002 (-0,492)	-0,001 (-0,428)		-0,007 * (-1,942)	-0,007 ** (-2,253)
ROA		2,242 *** (3,147)	2,252 *** (3,160)		1,511 ** (1,972)	1,449 ** (2,023)
Constante	0,261 (0,700)	-0,098 (-0,727)	0,074 (0,209)	0,899 ** (2,109)	-0,097 (-0,667)	0,841 ** (2,142)
N	63	63	63	62	62	62
Crit. Akaike	1,497	1,367	1,394	1,565	1,445	1,381
Log-Verosim.	-44,15	-38,05	-37,92	-45,51	-39,79	-36,82

\*\*\*, \*\* y \* denotan significación estadística a niveles del 1, 5 y 10 por ciento, respectivamente.

Con el fin de profundizar en la contrastación de las hipótesis H3a y H3b, reestimamos la ecuación (1) para una nueva segmentación de la muestra. Los paneles A y B de la tabla 6 presentan los resultados para las empresas, respectivamente, con mayores y menores oportunidades de crecimiento. En las empresas con menores oportunidades de crecimiento, se observa una relación negativa y significativa entre el dividendo y el porcentaje de voto del accionista principal, corroborando la hipótesis de expropiación (hipótesis H3a). Los resultados muestran además que la variable que aproxima las oportunidades de crecimiento carece, en estas empresas, de capacidad explicativa, una percepción coherente con su menor dependencia de reputación y, por ende, con las hipótesis planteadas.

En el caso de las empresas con mayores oportunidades de crecimiento evaluado en el panel B, la política de dividendo se revela independiente del poder de voto del accionista principal. Para estas empresas, la capacidad explicativa del resto de variables depende de la medida utilizada en la aproximación de la decisión de reparto. Con el cociente de dividendo entre beneficio, la variable relevante es la rentabilidad económica, mientras que con el cociente dividendo entre flujo las variables de mayor poder explicativo son el endeudamiento y las propias oportunidades de crecimiento. Esta relación positiva y significativa del dividendo y las oportunidades de crecimiento en la submuestra de empresas con mayor dependencia de los flujos externos respalda de nuevo la hipótesis H3.

**Tabla 6**

POLÍTICA DE DIVIDENDO Y CONTROL DEL ACCIONISTA MAYORITARIO  
EN FUNCIÓN DE LAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO.

Resultados de la estimación Tobit de la regresión que explica la política de dividendo. En las columnas (1), (2) y (3), la variable dependiente es el cociente de dividendo entre beneficio neto. En las columnas (4), (5) y (6), la variable dependiente es el cociente de dividendo entre flujo de caja discrecional. La muestra comprende las empresas cuyo cociente de dividendo entre beneficio neto es mayor o igual que cero e inferior al 1.700% en el caso de las columnas (1) a (3); y todas las empresas cuyo cociente de dividendo entre flujo de tesorería es mayor o igual que cero en el caso de las columnas (4) a (6). El panel A presenta los resultados de la estimación con la submuestra de empresas que registran un valor en la variable CBU\_AT inferior a la mediana. El panel B se refiere al resto de empresas. La definición de las variables se detalla en la tabla 1. Entre paréntesis se muestra el valor del estadístico z para el coeficiente estimado.

	DIV_BN			DIV_CF		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

PANEL A: CBU_AT ≤ 0.038						
C1	-0,391 (-1,517)	-0,534 ** (-2,22)	-0,548 ** (-2,282)	-0,325 * (-1,667)	-0,446 ** (-2,436)	-0,488 *** (-2,587)
CBU_AT		2,178 (0,473)			5,787 (1,580)	
D_AT		-0,010 *** (-2,954)	-0,009 *** (-2,924)		-0,009 *** (-3,586)	-0,009 *** (-3,4)
ROA		2,378 *** (3,041)	2,341 *** (3,010)		1,389 ** (2,266)	1,317 ** (2,095)
Constante	0,272 * (1,674)	0,434 ** (2,203)	0,472 *** (2,628)	0,224 * (1,783)	0,382 ** (2,385)	0,481 *** (3,147)
N	73	73	73	81	81	81
Crit. Akaike	1,570	1,426	-46,150	1,348	1,213	1,218
Log-Verosim.	-54,29	-46,04	1,40	-51,60	-43,14	-44,35
PANEL B: CBU_AT > 0.038						
C1	0,037 (0,200)	0,081 (0,437)	0,125 (0,699)	-0,318 (-0,941)	-0,386 (-1,207)	-0,367 (-1,113)
CBU_AT		0,730 (0,869)			5,4 ** (2,029)	
D_AT		-0,004 (-1,368)	-0,003 (-1,348)		-0,011 ** (-2,286)	-0,012 ** (-2,48)
ROA		1,890 *** (2,760)	1,778 *** (2,653)		1,265 (1,127)	1,078 (0,929)
Constante	0,256 ** (2,098)	0,038 (0,213)	0,084 (0,491)	0,399 * (1,895)	0,201 (0,561)	0,629 ** (2,124)
N	72	72	72	69	69	69
Crit. Akaike	1,249	1,188	1,171	2,010	1,934	1,963
Log-Verosim.	-41,96	-36,77	-37,15	-66,34	-60,71	-62,71

\*\*\*, \*\* y \* denotan significación estadística a niveles del 1, 5 y 10 por ciento, respectivamente.

La tabla 7 vuelve a informar de la relación entre dividendo y las variables aproximativas del poder de voto del accionista principal y las oportunidades de crecimiento, aunque distinguiendo según el riesgo de expropiación. La variable empleada para esta segmentación es el cociente del número de acciones sin voto entre el número de acciones con voto y el criterio es la obtención de un valor inferior (menor riesgo de expropiación) o superior (mayor riesgo de expropiación) a la mediana de la muestra.

En las empresas con menor riesgo de expropiación, las oportunidades de crecimiento inciden positivamente y significativamente tanto sobre el beneficio como sobre el flujo repartido. La capacidad explicativa de esta variable se impone al porcentaje de voto del accionista mayoritario, que no parece afectar a la política de dividendo de estas empresas. Justo el resultado opuesto al observado en el panel B de empresas con mayor riesgo de expropiación, para las que las oportunidades de crecimiento pierden poder explicativo frente a la influencia negativa y significativa de la variable de concentración de poder del accionista mayoritario. Considerados de manera conjunta, los resultados de los paneles A y B y la diferencia entre ambos apoyan las hipótesis H2 y H3.

**Tabla 7**

POLÍTICA DE DIVIDENDO, CONTROL DEL ACCIONISTA MAYORITARIO Y OPORTUNIDADES DE  
CRECIMIENTO SEGÚN DIVERGENCIA DE DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS.

Resultados de la estimación Tobit de la regresión que explica la política de dividendo. En las columnas (1), (2) y (3), la variable dependiente es el cociente de dividendo entre beneficio neto. En las columnas (4), (5) y (6), la variable dependiente es el cociente de dividendo entre flujo de caja discrecional. La muestra comprende las empresas cuyo cociente de dividendo entre beneficio neto es mayor o igual que cero e inferior al 1.700% en el caso de las columnas (1) a (3); y todas las empresas cuyo cociente de dividendo entre cash-flow es mayor o igual que cero en el caso de las columnas (4) a (6). El panel A presenta los resultados de la estimación con la submuestra de empresas que registran un valor en la variable AS\_AC inferior a la mediana. El panel B se refiere al resto de empresas. La definición de las variables se detalla en la tabla 1. Entre paréntesis se muestra el valor del estadístico z para el coeficiente estimado.

	DIV_BN			DIV_CF		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PANEL A: AS_AC ≤ 1.292						
C1	0,002 (0,007)		-0,026 (-0,129)	-0,304 (-0,863)		-0,337 (-1,066)
CBU_AT		1,386 * (1,786)	1,415 * (1,748)		7,473 *** (3,35)	7,283 *** (3,303)
D_AT		-0,008 *** (-2,688)	-0,008 *** (-2,685)		-0,012 *** (-2,672)	-0,013 *** (-2,817)
ROA		1,983 *** (3,021)	1,973 *** (2,992)		1,021 (0,921)	0,928 (0,845)
Constante	0,179 (1,251)	0,127 (1,162)	0,142 (0,898)	0,309 (1,355)	0,080 (0,439)	0,312 (1,12)
N	68	68	68	72	72	72
Crit. Akaike	1,489	1,284	1,313	2,114	1,920	1,932
Log-Verosim.	-47,63	-38,65	-38,64	-73,12	-64,10	-63,54
PANEL B: AS_AC > 1.292						
C1	-0,296 (-1,317)		-0,435 ** (-1,98)	-0,304 ** (-1,995)		-0,414 *** (-2,890)
CBU_AT		0,472 (0,319)	0,553 (0,381)		0,836 (0,797)	0,891 (0,896)
D_AT		-0,005 * (-1,724)	-0,006 ** (-2,095)		-0,004 ** (-2,186)	-0,005 *** (-2,767)
ROA		2,063 *** (2,917)	2,115 *** (3,020)		1,324 *** (2,866)	1,359 *** (3,064)
Constante	0,343 ** (2,424)	0,091 (0,668)	0,372 * (1,931)	0,281 *** (2,994)	0,067 (0,729)	0,332 *** (2,671)
N	76	76	76	77	77	77
Crit. Akaike	1,488	1,393	1,366	0,964	0,864	0,781
Log-Verosim.	-53,55	-47,92	-45,92	-34,13	-28,26	-24,06

\*\*\*, \*\* y \* denotan significación estadística a niveles del 1, 5 y 10 por ciento, respectivamente.

### C. ANÁLISIS DE ROBUSTEZ

Las estimaciones recogidas en las tablas 4-7 con variable dependiente basada en el beneficio neto, se repiten con la submuestra de empresas con valores en el ratio de *payout* comprendidos entre cero y uno. En términos generales, los nuevos resultados sirven para confirmar el signo y significación estadística de los coeficientes, con el añadido de incrementar la capacidad explicativa de las oportunidades de crecimiento en sintonía con los resultados observados en las regresiones basadas en el ratio dividendo a flujo de caja.

Una segunda prueba de robustez consistió en la estimación Probit de la ecuación que define la influencia de las variables explicativas sobre la decisión de repartir o no repartir dividendo. Analíticamente,

$$SIDIV_i = \alpha + \beta_1 \cdot C1_i + \beta_2 \cdot CBU\_AT_i + \beta_3 \cdot D\_AT_i + \beta_4 \cdot ROA_i + e_i \quad (2)$$

donde  $SIDIV_i$  representa la variable dicotómica de valor igual a 1 si la empresa paga dividendo y cero en caso contrario, y el resto de variables se definen del mismo modo que en la ecuación (1).

Los resultados de la estimación de la ecuación (2) se recogen en la tabla 8. La concentración del poder de voto no parece explicar la decisión de repartir o no repartir dividendo de acuerdo con los datos de la estimación en el conjunto de la muestra (columna (1)). Sin embargo, en el caso de las empresas con menores oportunidades de crecimiento (columna (2)) y empresas con mayor proporción de acciones sin voto (columna (5)), la concentración de poder se revela determinante de la decisión de reparto, con niveles de significación estadística del 10% y 1%, respectivamente.

Las oportunidades de crecimiento revelan su poder explicativo en la estimación realizada con el conjunto de la muestra (columna (1)), las empresas con mayores oportunidades de crecimiento (columna (3)) y las empresas con menor proporción de las acciones sin voto (columna (4)), es decir, justo en los casos en los que el poder del accionista mayoritario pierde su poder explicativo. El signo positivo y estadísticamente significativo de este coeficiente respalda la relevancia del dividendo en su contribución a la reputación de la empresa brasileña, como vía para garantizar la futura financiación externa de sus oportunidades de crecimiento.

Finalmente, las variables de endeudamiento y rentabilidad mantienen invariable el sentido y la significación estadística de su influencia sobre la decisión de reparto de dividendo en todas las columnas de la tabla 8.

**Tabla 8**

DECISIÓN DE REPARTO Y CONTROL DEL ACCIONISTA MAYORITARIO.

Resultados de la estimación Probit de la ecuación que explica la decisión de pagar dividendo en función de la concentración de voto del accionista mayoritario, las oportunidades de inversión, endeudamiento y rentabilidad. En la columna (1) se presenta el resultado de la estimación con la muestra completa de empresas con beneficio positivo y cuyo cociente de dividendo entre beneficio neto es inferior al 1.700%. El resto de las columnas recogen los resultados de las submuestras de empresas con oportunidades de crecimiento (medidas por la variable CBU\_AT) inferiores (columna (2)) y superiores (columna (3)) a la mediana, y con divergencia de derechos (medida por la variable AS\_AC) inferior (columna (4)) y superior (columna (5)) a la mediana. La definición de las variables se detalla en la tabla 1. Entre paréntesis se muestra el valor del estadístico z para el coeficiente estimado.

	TODAS (1)	CBU_AT ≤ 0,038 (2)	CBU_AT > 0,038 (3)	AS_AC ≤ 1,292 (4)	AS_AC > 1,292 (5)
C1	-0,661 (-1,411)	-1,082 * (-1,776)	0,183 (0,230)	0,105 (0,155)	-2,125 *** (-2,691)
CBU_AT	7,868 *** (2,661)	2,153 (0,177)	12,695 ** (2,032)	13,946 ** (2,362)	2,414 (0,498)

D_AT	-0,030 *** (-4,377)	-0,031 *** (-3,537)	-0,028 ** (-2,516)	-0,032 *** (-2,887)	-0,039 *** (-3,735)
ROA	8,397 *** (4,362)	6,710 *** (2,686)	13,978 *** (3,486)	6,990 ** (2,526)	10,562 *** (3,452)
Constante	0,563 (1,430)	1,082 ** (2,017)	-0,968 (-1,100)	-0,018 (-0,034)	1,798 ** (2,476)
N	145	73	72	68	76
AIC	1,028	1,237	0,883	1,05	1,001
Log-Likelihood	-69,50	-40,17	-26,81	-30,69	-33,05

\*\*\*, \*\* y \* denotan significación estadística a niveles del 1, 5 y 10 por ciento, respectivamente.

## V. CONCLUSIÓN

La literatura reciente en el campo del denominado *Law and Finance* ha contribuido a comprender que los problemas de agencia en las empresas de los países del *civil law* son distintos de los habituales en el sistema *common law*. Una de las implicaciones directas de este descubrimiento es que las soluciones adoptadas en el seno de la firma no pueden ser interpretadas con el modelo “anglosajón”. En lo que atañe a nuestro trabajo, nos advierte de que el conflicto entre directivos y accionistas externos no sirve para explicar el valor de la decisión de dividendo en la empresa de los países del *civil law*. En este caso, la menor protección del inversor motiva la concentración del capital y ésta, a su vez, promueve el conflicto de intereses entre propietarios mayoritarios y minoritarios. Por este motivo, no cabe pensar en una explicación completa de las decisiones financieras de estas empresas que no evalúe las repercusiones sobre su particular problema de gobierno.

Nuestro trabajo profundiza en el estudio de la función del dividendo en la resolución del problema de agencia entre mayoritarios y minoritarios, prestando especial atención a la influencia de las oportunidades de crecimiento y el porcentaje de voto del accionista principal. Concretamente, planteamos que la concentración del voto facilita la desviación del dividendo en beneficio del accionista mayoritario, en especial cuando la separación entre mayoritarios y minoritarios sea mayor. Esta hipotética influencia negativa del poder de voto del accionista mayoritario sobre el dividendo debe matizarse en presencia de oportunidades de crecimiento. En este caso, la necesidad futura de financiación externa exige invertir en la reputación de la empresa en el mercado y uno de los medios es el pago de dividendo. Por todo ello, parece razonable esperar que cuanto mayor sean las oportunidades de crecimiento de la empresa, mayor sea el ratio de pago de dividendo, es decir, justo la relación contraria del modelo de dividendo “*common law*”.

En la estimación de nuestras hipótesis hemos utilizado, junto con el ratio de *payout* habitual basado en el beneficio neto, el cociente que mide la divergencia entre el dividendo pagado y el flujo de tesorería discrecional. Este ratio presenta no sólo la ventaja de la más difícil manipulación y, con ello, la menor probabilidad de contaminación de las estimaciones. Además, aproxima

directamente la desviación respecto de la política óptima de reparto en ausencia de imperfecciones, que consiste en el reparto completo del flujo de tesorería discrecional.

Los resultados obtenidos con una muestra de empresas brasileñas respaldan las hipótesis planteadas: que el dividendo es, al mismo tiempo, un mecanismo de expropiación y fuente de reputación. Así lo acredita el signo negativo de la variable de concentración del voto en manos del accionista mayoritario y el positivo de la variable de medida de las oportunidades de crecimiento, en la regresión explicativa del ratio de dividendo. Así lo corrobora la relación de significatividad entre ambas variables en sucesivas segmentaciones de la muestra: En ausencia de oportunidades de inversión y separación entre acciones sin voto y con voto, el dividendo se revela como mecanismo de expropiación; mientras que en presencia de oportunidades de crecimiento y convergencia de minoritarios y mayoritarios, su función principal es la creación y mantenimiento de reputación.

La diferencia con lo observado en los países del *common law* no es sólo evidente, sino también coherente. Y lo es más aún, si cabe, a la luz de ciertas concordancias, como es la influencia de la rentabilidad y del endeudamiento sobre el ratio de dividendo, o los resultados apreciados en las empresas de capital más disperso.

## VI. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGUIAR, I.D.; D.J.M. SANTANA Y N.L.D. DÍAZ (2006): “Estructura de Propiedad y Dividendos en España”, *XVI Congreso Nacional de ACEDE*, Valencia.
- ANDRES, P.; F. LÓPEZ Y J.A. RODRÍGUEZ (2005): “Financial decisions and growth opportunities: A Spanish firm’s panel data analysis”, *Applied Financial Economics* 15: 391-407.
- AZOFRA, V. (2005): “Acerca de una nota crítica sobre la investigación actual en finanzas”, *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa* 24: 121-150.
- AZOFRA, V. Y M. SANTAMARÍA (2002): “Gobierno y eficiencia de las cajas de ahorros españolas”, *XII Congreso Nacional de ACEDE*, Palma de Mallorca.
- BENA, J. Y HANOUSEK, J. (2006): "Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic", *CERGE-EI Working Paper* No. 291.
- BURKART, M. Y PANUNZI, F. (2001). “Agency conflicts, ownership concentration and legal shareholder protection”. *Center for Economic Policy Research Working Paper* No. 2708.

- CARVALHAL-DA-SILVA, A. Y R. LEAL (2004): “Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil”, *Coppead Working Paper Series* No. 390 y *SSRN Working Paper*.
- DEANGELO, H. Y L. DEANGELO (1990): “Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of trouble NYSE firms”, *Journal of Finance* 45: 1415-1431.
- DEANGELO, H. Y L. DEANGELO (2006): “Layout Policy Pedagogy: What Matters and Why”. *SSRN Working Paper*.
- DÍAZ, I .A.; D.J.S. MARTÍN Y N.L.D. DÍAZ (2006): “Estructura de propiedad y dividendos en España”, *XVI Congreso Nacional de ACEDE*, Valencia.
- EASTERBROOK, F.H. (1984): “Two agency-cost explanations of dividends”, *American Economic Review* 74: 650-659.
- FACCIO, M. Y L.H.P. LANG (2001): “The separation of ownership and control – An análisis of ultimate ownership in western European corporation”, *SSRN Working Paper*.
- FACCIO, M.; L.H.P. LANG Y L. YOUNG (2001): “Dividends and expropriation”, *American Economic Review* 91: 54-79.
- FARINHA, J. Y O. LÓPEZ-DE-FORONDA (2005): “The relation between dividends and insider ownership in different legal systems: international evidence”, *CETE Discussion Papers* No. 0509
- FAMA, E.F. Y K.R. FRENCH (2001): “Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, *Journal of Financial Economics* 60: 3-43.
- GONZÁLEZ, F. (1996): “El efecto de la política de dividendos: Hacia una integración de los paradigmas de señales y agencia”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 25: 581-606.
- GUGLER, K. Y B.B. YURTOGLU (2003): “Corporate governance and dividend payout policy in Germany”, *European Economic Review* 47: 731-758.
- GUTIÉRREZ, M. Y J.A. TRIBÓ (2003): “Multiple large shareholders in corporate control: Evidence for Spain”, *SSRN Working Paper*.
- JAGANNATHAN, M.; C.P. STEPHENS Y M.S. WEISBACH (2000): “Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases”, *Journal of Financial Economics* 57: 355-384.
- JENSEN, M.C. (1986): “Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review* 76: 323-329.
- LA PORTA, R.; F. LÓPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER; Y R. VISHNY (1998): “Law and Finance”, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.

- LA PORTA, R.; F. LÓPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER; Y R. VISHNY (1999): “Corporate ownership around the world”, *Journal of Finance* 54: 471-517.
- LA PORTA, R.; F. LÓPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER; Y R. VISHNY (2000): “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance* 55, 1-33.
- LEAL, R.P.C.; V. FERREIRA; A.C. SILVA Y S. VALADARES (2002): “Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto”, *Revista de Administração Contemporânea* 6: 7-18.
- LEAL, R.P.C. Y A.C. SILVA (2003): “Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil”, *SSRN Working Paper*.
- LÓPEZ-DE-FORONDA, O. (2005): “Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde una perspectiva institucional: Evidencia empírica internacional”, *XV Congreso Nacional de ACEDE*, La Laguna.
- LÓPEZ-DE-FORONDA; F.J. LÓPEZ Y M. SANTAMARÍA (2006): “Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: International Evidence”, *SSRN Working Paper*.
- MANCINELLI, L. Y O. AYDIN (2006): “Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms”, *European Journal of Finance* 12: 265-282.
- MILLER, M.H. Y F. MODIGLIANI (1961): “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, *Journal of Business* 34: 411-433.
- PINDADO, J. Y CH. DE LA TORRE (2006): “The Role of Investment, Financing and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure: Empirical Evidence from Spain”, *European Financial Management* 12.
- RENNEBOOG, L.B. Y P.G. SZILAGYIA (2006): “How relevant is dividend policy under low shareholder protection?”, *SSRN Working Paper*.
- RODRÍGUEZ, E. (2003): “Caracterización económico-financiera de las PYMES en función de la decisión de reparto de dividendos”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 32: 1137-75.
- ROZEFF, M. (1982): “Growth, beta, and agency costs as determinant of dividend payout ratios”, *Journal of Financial Research* 5: 249-259.
- SHLEIFER, A. Y R.W. VISHNY (1997): “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance* 52: 737-783.

## ANEXOS

## ANEXO A.

## COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA POR SECTORES DE ACTIVIDAD Y SEGÚN LA NATURALEZA DEL ACCIONISTA DE CONTROL

SECTOR ECONÓMICO	NATURALEZA DEL ACCIONISTA DE CONTROL				TOTAL	%
	GRUPO EMPRESARIAL	INVERSOR INDIVIDUAL	ESTADO	INSTITUCIÓN FINANCIERA		
Agro & Pesca	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1	0,5
Alimentos y Beb	72,7%	18,2%	9,1%	0,0%	11	5,7
Comercio	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5	2,6
Construcción	77,8%	22,2%	0,0%	0,0%	9	4,7
Electronic	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7	3,6
Energía Eléctrica	76,5%	0,0%	0,0%	23,5%	17	8,9
Maquinaria Indust	60,0%	20,0%	20,0%	0,0%	10	5,2
Minerales no Met	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5	2,6
Minería	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3	1,6
Papel y Celulosa	88,9%	11,1%	0,0%	0,0%	9	4,7
Petróleo y Gas	66,7%	16,7%	0,0%	16,7%	6	3,1
Química	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	18	9,4
Siderur & Metalur	83,3%	5,6%	11,1%	0,0%	18	9,4
Telecomunicación	94,4%	0,0%	5,6%	0,0%	18	9,4
Textil	70,6%	29,4%	0,0%	0,0%	17	8,9
Transporte Servic	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2	1,0
Vehículos y Pieza	72,7%	18,2%	9,1%	0,0%	11	5,7
Otros	88,0%	8,0%	4,0%	0,0%	25	13,0
Total	161	18	8	5	192	
%	83,9	9,4	4,2	2,6	100,0	

## ANEXO B.

## CORRELACIÓN DE LAS VARIABLES

Se muestran las correlaciones de Pearson y su *p-value* entre paréntesis. La definición de las variables se detalla en la tabla 1.

	DIV_BN	DIV_CF	C1	CBU_AT	D_AT	ROA	AS_AC	LNAT
DIV_BN	1,000	0,021 (0,787)	-0,095 (0,213)	-0,061 (0,424)	0,063 (0,409)	-0,017 (0,828)	-0,120 (0,118)	0,047 (0,537)
DIV_CF		1,000	-0,072 (0,346)	0,040 (0,599)	-0,095 (0,214)	-0,041 (0,591)	-0,044 (0,566)	0,025 (0,745)
C1			1,000	0,103 (0,178)	-0,147 (0,042)	-0,037 (0,614)	0,094 (0,195)	-0,067 (0,356)
CBU_AT				1,000	0,036 (0,635)	0,094 (0,221)	0,020 (0,792)	0,233 (0,002)
D_AT					1,000	0,060 (0,406)	0,072 (0,320)	0,370 (0,000)
ROA						1,000	0,032 (0,661)	0,173 (0,016)
AS_AC							1,000	-0,015 (0,833)
LNAT								1,000