

Comportamiento de la banca española en materia de dividendos. Un estudio empírico mediante análisis de regresión

Autores: M^a. Mercedes Bernabé Pérez y Eduardo Rodríguez Enríquez.

Universidad de Murcia y Universidad de Oviedo

Profesora del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad; Profesor del Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad

I. Introducción

La decisión de aplicación del resultado del ejercicio logrado por las empresas entraña una enorme trascendencia, pues de la adecuada gestión de dicho excedente se derivan consecuencias muy significativas en el ámbito económico-financiero para el devenir de las mismas. Así, éstas deberán optar por una política distributiva que resulte acorde con su situación actual y con las expectativas futuras, persiguiendo una adecuada relación entre la autofinanciación y la retribución de los propietarios, y muy en especial en el ámbito de las sociedades cotizadas por cuanto que la decisión adoptada repercute en la cotización de los títulos.

Concretamente, la modelización del comportamiento de las grandes compañías respecto a la política de reparto de dividendos representa una de las líneas de investigación más relevantes en el ámbito de las finanzas empresariales a tenor del elevado número de estudios llevados a cabo, tanto teóricos como empíricos. Sin embargo, buena parte de dichos trabajos excluye del ámbito de análisis a las entidades finan-

cieras, toda vez que este tipo de sociedades presenta ciertas peculiaridades, de diverso alcance, lo que aconseja un estudio separado del resto de firmas.

En España no son muchos los trabajos que se han ocupado sobre el particular, siendo precisamente el objetivo genérico de este artículo aportar evidencia empírica sobre las pautas adoptadas en este sector de actividad así como el estudio de la incidencia de variables tradicionalmente consideradas como potencialmente condicionantes de la política retributiva de acuerdo con la extensa literatura.

Con este propósito, el trabajo se estructura de la siguiente forma. Primeramente se realiza una breve aproximación a los aspectos diferenciales de la normativa reguladora del reparto del resultado en la banca española. A continuación se lleva a cabo un repaso de los planteamientos básicos sobre la modelización del comportamiento empresarial en materia de dividendos, tras lo cual se exponen las conclusiones de las principales investigaciones empíricas, con especial referencia a los estudios realizados para la banca privada. El artículo concluye con un estudio empírico para el conjunto de los bancos que cotizan en el Mercado Continuo Español, siendo el período de análisis el comprendido entre 1997 y 2000.

II. El reparto del resultado en la banca: aspectos diferenciales

A la hora de proceder a la fijación de la retribución de los propietarios vía dividendos, las sociedades deben verificar una serie de restricciones de diversa índole y con distintos propósitos, las cuales comprometen total o parcialmente de forma obligatoria la aplicación del beneficio logrado durante el ejercicio económico. En buena parte de los casos estas limitaciones contemplan la aplicación por excelencia, esto es, el reparto de dividendos, y pueden ser de origen legal, estatutario o bien pueden derivarse de lo estipulado en pactos extraestatutarios que contractualmente vinculen a la sociedad con terceros¹. Sin embargo, en el caso de las entidades financieras, y concretamente para los bancos, existen unas limitaciones adicionales, las cuales son objeto de un breve estudio y comentario en el presente epígrafe.

Estas limitaciones a la distribución de resultados proceden fundamentalmente por incumplimiento de los recursos propios mínimos. Como requisito común marcado en la normativa vigente² queda establecida la suficiencia de los recursos propios

¹ Para un análisis detallado de los requisitos de la aplicación del resultado véase Cea García (1992), Gallizo Larraz (1993), Fernández del Pozo (1997), Castro Pérez y Bona Sánchez (2000) y Rodríguez Enríquez (2002), entre otros.

² Las normas sobre solvencia bancaria suponen la adopción de la correspondiente normativa de la Unión Europea en esta materia, que, a su vez, está inspirada en los Acuerdos de Capital de 1988 del Comité de Supervisión Bancaria del Banco Internacional de Pagos de Basilea. No obstante, en el momento actual nos hallamos inmersos en un proceso de revisión internacional de la normativa sobre adecuación del capital: el Comité de Supervisión Bancaria con los trabajos sobre un Nuevo Acuerdo del Capital y, operando de forma paralela, la Unión Europea con el Nuevo Marco de Adecuación del Capital, estando prevista su implantación/aceptación definitiva a partir del año 2005.

desde una óptica consolidada, con independencia de los requisitos que las entidades integrantes de los mismos deben cumplir respecto a los mismos a nivel individual³ para todos o determinados riesgos, de acuerdo con la normativa en vigor.

Esta regla general queda completada con un requisito adicional, por el que si en el grupo consolidable hay entidades financieras sometidas a exigencias de recursos propios mínimos de distinta clase, los recursos propios mínimos exigidos al grupo serán el mayor entre los recursos propios consolidados y las suma de los requerimientos de recursos propios individuales.

En el Cuadro 1 podemos apreciar, de una forma resumida, las características principales que se derivan de la normativa actual sobre los recursos propios mínimos (Marín Hernández, 1997, pp. 64-73).

Tabla 1. Recursos propios mínimos en la banca española

COEFICIENTE DE SOLVENCIA
Se define como la proporción existente entre los recursos propios y la suma de los activos patrimoniales, los compromisos y las cuentas de orden que presenten riesgo de crédito, ponderados por su coeficiente de riesgo correspondiente
EXIGENCIAS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS
<p>*Nivel Mínimo = $\Sigma - (\text{Activos/Ctas. Orden Riesgo} \times \text{Ponderaciones}) \times 8\%$</p> <ul style="list-style-type: none"> - El BE, sin perjuicio del cumplimiento en base consolidada, puede exigir el cumplimiento individual del coeficiente, para todos o algunos de los riesgos - Si en el grupo existen sociedades y agencias de valores, el mayor de: <ul style="list-style-type: none"> - Recursos Propios Mínimos Grupo - Σ Recursos Propios Mínimos Individuales <p>* Los requerimientos de recursos propios se fijan a través del establecimiento de unas ponderaciones para cada clase de activos y compromisos. Estas ponderaciones se basan en el establecimiento de diversas clases de riesgo, cada una de las cuales soporta un coeficiente específico dentro de una escala que va desde la ponderación nula hasta la del 100% para los activos más arriesgados</p>
RIESGOS GENERALES TIPIFICABLES
<ul style="list-style-type: none"> - Riesgo de Crédito - Riesgo de Cambio - Riesgo de Cartera de Negociación - Además cumplir los límites a los Riesgos de Posiciones en Divisas, de Concentración de Riesgos e Inmovilizaciones Materiales

³ Las exigencias sobre recursos propios relativas a los grupos consolidables de entidades de crédito se hacen extensivas a las entidades de crédito consideradas individualmente, estén integradas o no en un grupo consolidable, en virtud de la modificación realizada por la Circular del Banco de España 3/1997, del artículo primero de la Circular del Banco de España 5/1993.

Si una entidad bancaria o grupo consolidable de entidades de crédito no alcanza el nivel de solvencia exigido deberá destinar a reservas un porcentaje de los beneficios obtenidos, diseñado en función del nivel de déficit de los recursos propios y que queda legalmente establecido tanto por el artículo 35 del Real Decreto 1343/92 como por la norma 31^a de la Circular del Banco de España 5/93.

Así pues, si el déficit en recursos propios es superior al 20% del mínimo exigido, bien la entidad bancaria, si el incumplimiento es a nivel individual, bien todas y cada una de las entidades que integran el grupo consolidable, si el incumplimiento es a nivel consolidado, deberán destinar a reservas el 100% de los beneficios obtenidos, y en consecuencia no resultaría posible el pago de dividendos.

Si el déficit alcanzado por los recursos propios es igual o inferior al 20% del mínimo exigido, el reparto de resultados queda sujeto a la autorización⁴ previa del Banco de España, quien fijará el porcentaje mínimo que habrá que destinar a reservas en función del programa⁵ presentado por el banco o grupo consolidable a la autoridad supervisora para retornar al cumplimiento de los niveles mínimos. Este porcentaje será como mínimo igual al 50% de los beneficios, pudiendo el Banco de España exigir un porcentaje superior cuando las circunstancias de la entidad o del grupo pongan de manifiesto que no existen otras medidas eficaces para alcanzar los recursos propios legalmente establecidos, o cuando las propuestas incluidas en el mencionado programa sean insuficientes para ello.

En todo caso, a nivel consolidado quedan excluidas de estas obligaciones las filiales en las que las entidades incluidas en el grupo consolidable tengan al menos el 90% de los derechos de voto y del capital, siempre y cuando alcancen individualmente el nivel mínimo de recursos propios.

Además de estas restricciones impuestas a la distribución de dividendos en la banca con relación a los recursos propios mínimos, existe una limitación temporal establecida en el artículo 6.1 del Real Decreto 1245/95 de acuerdo con la cual los bancos de nueva creación no podrán repartir dividendos durante los tres primeros ejercicios, a partir del inicio de sus actividades, destinando la totalidad de sus beneficios de libre disposición a reservas. No obstante, cabe la posibilidad de que el Banco de España autorice dicho reparto, en función de la situación financiera del banco y, sobre todo, si éste cumple con sus obligaciones de solvencia.

⁴ Se entiende que esta autorización es concedida por el Banco de España si transcurrido un mes desde su solicitud no se produce resolución expresa.

⁵ El programa, como mínimo contendrá los siguientes aspectos: identificación de las causas que han originado el incumplimiento de los recursos propios mínimos, plan para retornar al cumplimiento, donde se incluirá la limitación al desarrollo de actividades que supongan riesgos elevados junto con medidas para el aumento del nivel de recursos propios y plazos para retornar al cumplimiento.

III. Investigaciones previas sobre la modelización del reparto de dividendos

El estudio de la política de dividendos constituye una de las cuestiones más controvertidas en la economía financiera desde hace décadas a tenor de las diferentes teorías formuladas así como de la disparidad de las conclusiones alcanzadas en los numerosos trabajos empíricos desarrollados. Siguiendo a Fama y French (2001, p. 4), el debate sobre por qué las compañías distribuyen dividendos así como los motivos que explican los cambios en los mismos continúa siendo en la actualidad un enigma. Así, la complejidad de las variables que influyen en esta decisión hace difícil la especificación de modelos que permitan contrastar la mayor parte de las teorías sobre la política de dividendos.

Todo ello representa una gran dificultad para los directivos de las empresas a la hora de formular una propuesta de distribución del resultado que resulte idónea desde el punto de vista de la maximización del valor de mercado de las acciones, objetivo perseguido tanto por los accionistas como por el equipo directivo. Como apuntan Ross *et al.* (2000, p. 578), la razón óptima del pago de dividendos no puede determinarse de forma cuantitativa, sino que sólo es posible identificar las variables que pueden conducir a las compañías a llevar a cabo políticas de dividendos de alto o de bajo nivel de retribución. Precisamente, los esfuerzos orientados a investigar qué factores influyen en la distribución de los beneficios se han ocupado principalmente del desarrollo de modelos de comportamiento de las empresas que, a partir de ciertas variables, permitiesen explicar y predecir las políticas de reparto llevadas a cabo en el mundo real.

De los modelos elaborados, procede destacar en primer lugar el estudio primordial de Lintner (1956), y en el que tras entrevistar a directivos de 28 empresas americanas y, tras un largo período de análisis, concluye que para la mayor parte de dichas compañías se observan unos coeficientes objetivo de reparto a largo plazo a las que suelen ajustarse. Los dirigentes muestran una fuerte aversión a la disminución de los dividendos junto con una cierta actitud de inercia y conservadurismo, lo que lleva a practicar políticas de dividendos estables.

El modelo construido sugiere que los dividendos van a depender de los beneficios del ejercicio y del dividendo distribuido en el ejercicio anterior, que a su vez depende del beneficio y de los dividendos del ejercicio precedente. Sin embargo, otros estudios contrastan que la política de reparto no es absolutamente rígida, sino que la situación económico-financiera de las empresas hace que el ajuste a la tasa de reparto objetivo sólo se produzca de forma parcial. En consecuencia, los dividendos no solo reflejan la información ya transmitida a través de los beneficios sino que aportan información adicional, por lo que dependen de variables económico-financieras como la expansión de la empresa, las oportunidades de inversión, la rentabilidad, el nivel de endeudamiento y la estructura de propiedad, entre otras.

Con posterioridad, Darling (1957), Brittain (1964), Dhrymes y Kurz (1964), Turnovsky (1967), Fama y Babiak (1968) y Chateau (1973), entre otros, introducen algunas variantes al esquema diseñado por Lintner. Entre ellas procede destacar la consideración del cash-flow como variable explicativa, incluida por primera vez en el trabajo de Brittain (1964), el cual constata que el modelo básico de Lintner ofrecería mejores predicciones si se diese entrada a dicho factor en lugar de los beneficios corrientes. De hecho, numerosos autores consideran a esta variable más determinante que los resultados, al tratarse de una magnitud que refleja más fielmente la capacidad de la compañía para proceder al pago de dividendos, puesto que los beneficios están muy influenciados por las prácticas contables (Brigham y Gapenski, 1994, p. 530)⁶.

Algunos planteamientos teóricos sostienen que la decisión de reparto del beneficio distribuible depende de la estrategia financiera global de la empresa, de tal forma que ésta perseguirá una política de retención óptima en función de las alternativas de inversión y de las disponibilidades de financiación. En este sentido, es relevante la aportación de Dhrymes y Kurz (1964), pues fueron los primeros autores que para explicar la política de reparto explicitaron las interrelaciones entre las decisiones financieras a largo plazo: inversión, financiación externa y dividendos.

Siguiendo la argumentación de estos investigadores, las variables explicativas a tener en cuenta en el modelo son las siguientes: las expectativas del programa de inversiones, el nivel de endeudamiento a largo plazo, la dimensión de la empresa medida por el volumen de ventas, la posición de liquidez medida por el fondo de rotación, y el status de control.

Por otro lado, un planteamiento en línea con los enfoques gerencialistas y las hipótesis relativas al comportamiento financiero de la dirección es el formulado por Koutsoyiannis (1981). Dicho autor parte de la hipótesis de que los directivos, con el objeto de garantizar su propia seguridad en el empleo, establecen la política de dividendos a un nivel considerado como típico por las firmas de igual tamaño y similares características, lo que se conoce como “*teoría directiva de los beneficios*”. Es decir, el ratio de reparto deseado se identifica con la tasa de distribución media del sector, perfilándose como variable determinante de la decisión de dividendos.

De esta forma, Koutsoyiannis (1981) elabora un modelo encaminado a contrastar la hipótesis de seguridad en el puesto de trabajo y la de ajuste parcial al ratio de reparto medio del sector. Las conclusiones más relevantes a las que llega con su modelo se pueden resumir como sigue: la decisión sobre dividendos está relacionada significativamente con la política practicada por las empresas rivales, de igual forma que las oportunidades de inversión tienen un fuerte efecto sobre la decisión de

⁶ Sobre la influencia del cash-flow en la política de dividendos véase Simons (1994) y Charitou y Vafeas (1998), entre otros.

retención. Adicionalmente, observa que la variabilidad de los beneficios y el coste de la deuda no tienen una gran repercusión sobre la política de dividendos⁷.

Otros investigadores defienden que la decisión de dividendos está condicionada por los problemas informativos y contractuales existentes entre los diferentes agentes económicos intervinientes en la empresa, estando muy relacionada la estrategia distributiva con las oportunidades de crecimiento. De esta forma, también las decisiones de dividendos e inversión estarían relacionadas, resultados obtenidos en numerosas investigaciones como las de Smith y Watts (1992), Gaver y Gaver (1993) y Barclay *et al.* (1995). De hecho, la relación negativa entre crecimiento y pago de dividendos es consistente con las proposiciones de Easterbrook (1984) y Jensen (1986) en cuanto al rol de los dividendos en el control de los costes de agencia del “free cash-flow”⁸.

Sin ánimo de exhaustividad, en la Tabla 1 se muestran algunos de los estudios empíricos que han tratado de modelizar el comportamiento de las empresas en cuanto al reparto de dividendos mediante el análisis de regresión, con especial mención a los trabajos realizados sobre empresas españolas. Para cada una de ellas se detalla la composición de la muestra analizada, el período de estudio y los resultados del mismo en cuanto a las variables que resultan relevantes para explicar el pago de dividendos, indicando la influencia de las mismas, positiva o negativa, sobre el reparto.

Tabla 2. Investigaciones previas sobre la modelización de la decisión de dividendos basadas en el análisis de regresión

Autor (es)	Ámbito de la Investigación	Período de análisis	Influencia de las variables explicativas sobre el reparto de dividendos (positiva o negativa)
Fama (1974)	298 grandes empresas industriales de EEUU	1946-1968	Beneficio del ejercicio (+) y dividendos del ejercicio anterior (+).
McDonald <i>et al.</i> (1975)	75 grandes empresas industriales de Francia	1962-1968	Beneficio del ejercicio (+) y dividendos del ejercicio anterior (+).
Alonso (1982)	Empresas eléctricas de la Bolsa de Madrid	1972-1980	Dividendos del ejercicio anterior (+).

⁷ Para un análisis detallado de la incidencia del anuncio de los dividendos de las compañías competidoras sobre la política de dividendos puede consultarse Howe y Shen (1998) y Laux *et al.* (1998).

⁸ El *free cash-flow* representa los flujos de caja de libre disposición por parte de la empresa una vez financiadas todas las oportunidades de inversión rentables.

Tabla 2. Investigaciones previas sobre la modelización de la decisión de dividendos basadas en el análisis de regresión (continuación)

Autor (es)	Ámbito de la Investigación	Período de análisis	Influencia de las variables explicativas sobre el reparto de dividendos (positiva o negativa)
Grande (1985)	45 grandes empresas de la Bolsa de Madrid	1969-1980	Beneficios (+) y dividendos del ejercicio anterior (+).
Gutiérrez <i>et al.</i> (1989)	21 bancos de la Bolsa de Madrid	1976-1985	Beneficios (+) y dividendos del ejercicio anterior (+).
Azofra y De Miguel (1990a)	382 grandes empresas industriales de España	1984-1987	Dividendos del ejercicio anterior (+) y dividendos directivos (+).
Azofra y De Miguel (1990b)	87 grandes empresas industriales de España	1987	Dividendos del ejercicio anterior (+), margen s/ventas (+), endeudamiento (+) y ratio de inversiones (-).
Jensen <i>et al.</i> (1992)	565 firmas no financieras en 1982 y 632 en 1987 de EEUU	1982 y 1987	% de propiedad de los directivos (-), beneficio de explotación/activo (+), adquisiciones de equipos e instalaciones (-).
Núñez (1994)	79 empresas de la Bolsa de Madrid	1991	Rentabilidad (+), eficiencia (+) y reservas/capital (+).
González (1994)	54 bancos privados de España	1982-1990	Beneficios (+), dividendos del ejercicio anterior (+).
Espitia y Ruiz (1995)	Entre el 78% y el 97% de las empresas de la Bolsa de Madrid	1980-1992	Beneficios (+), beneficios del ejercicio anterior (+), dividendos del ejercicio anterior (+) y dividendos directivos (+).
Menéndez (1996)	Empresas no financieras de la Bolsa de Madrid	1991	Dividendos del ejercicio anterior (+), inversión (-), ampliaciones de capital (+) y gastos financieros (+).
Holder <i>et al.</i> (1998)	477 grandes empresas de EEUU	1983-1990	Concentración empresarial (-), ventas (+), crec. de las ventas (-), cash-flow (+), concentración de la propiedad (-), % de propiedad de los directivos (-).

Tabla 2. Investigaciones previas sobre la modelización de la decisión de dividendos basadas en el análisis de regresión (continuación)

Autor (es)	Ámbito de la Investigación	Período de análisis	Influencia de las variables explicativas sobre el reparto de dividendos (positiva o negativa)
Charitou (2000)	529 firmas industriales de Japón	1990-1994	Beneficios (+) y cash-flow (+).
Díez y López de Foronda (2000)	60 firmas no financieras de la Bolsa de Madrid	1990-1997	Dividendos del ejercicio anterior (+), beneficios (-), beneficio/fondos propios (-), activo (-), exigible /fondos propios (-), valor mercado/fondos propios (-).
Fama y French (2000)	3.000 empresas de EEUU	1965-1999	Beneficio del ejercicio (+), dividendos del ejercicio anterior (+) y tamaño (+).
Beiner (2001)	135 empresas de Suiza	1999	Dividendo del ejercicio anterior (+), apalancamiento financiero (-), tamaño (-).
Díez y López de Foronda (2001)	484 bancos de Europa	1991-1998	Beneficio del ejercicio (+), dividendos del ejercicio anterior (+), rentabilidad (+), endeudamiento (-).

Fuente: Elaboración propia

Muchos de los trabajos recogidos en la Tabla 2 parten del modelo básico propuesto por Lintner (1956) o bien introducen algunas variantes. Frente a estas investigaciones, otras contrastan que la política de dividendos no es absolutamente rígida, sino que la situación económico-financiera de las compañías hace que el ajuste al *target payout ratio* sólo se produzca parcialmente. Por lo que respecta a los estudios empíricos relativos al sector bancario, tres son los trabajos recogidos en la tabla: Gutiérrez Cillán *et al.* (1989), González Rodríguez (1994) y Díez Esteban y López de Foronda Pérez (2001), siendo objeto de comentario seguidamente pues el estudio empírico con el que culmina el presente artículo se efectúa sobre el mismo sector de actividad.

Con el fin de contrastar diferentes modelos de comportamiento en política de dividendos en el sector bancario, Gutiérrez Cillán *et al.* (1989) realizan una investigación sobre una muestra de 21 bancos privados españoles admitidos a cotización oficial en la Bolsa de Madrid durante el período 1976-1985. Para ello, contrastan

cuatro modelos: el modelo de efectos instantáneos, el modelo de ajuste parcial, el modelo de expectativas adaptables y el modelo general integrado.

Estos autores observan que el comportamiento de los dividendos sufre modificaciones tras la liberalización en cuanto a la distribución de beneficios introducida en 1981. Hasta entonces, los bancos no podían repartir en efectivo un dividendo que excediera del 6% anual de la suma del capital desembolsado y las reservas. Por ello, analizan la política de reparto antes y después de la reforma liberalizadora, y concluyen que después de la misma, los bancos se han ajustado a la tasa objetivo de reparto a largo plazo sin retardos temporales tendentes a reducir las fluctuaciones respecto a los dividendos del ejercicio anterior.

Por lo que se refiere al trabajo de González Rodríguez (1994), el objetivo perseguido es contrastar si realmente el pago de dividendos disminuye los costes de agencia de la sociedad derivada de la separación entre propiedad y control al someter la conducta de los directivos a la supervisión del mercado de capitales⁹. Dicha circunstancia se ve acentuada en la banca, pues como el propio autor argumenta, en esta rama de actividad la importancia del papel de los dividendos para dicho fin es mayor ante la carencia de instrumentos sustitutivos. Para ello, realiza un análisis por separado entre los bancos que cotizan en bolsa y los que no lo hacen, pues en los primeros existe una mayor separación de propiedad y control, resultando menos relevante el papel supervisor del mercado en el segundo caso.

Concretamente, se contrastan los modelos de Lintner y el modelo de ajustes automático o de efectos instantáneos, en virtud del cual la distribución de dividendos se ajusta de forma completa y no parcialmente como sucede en el primer caso. Los resultados muestran que el modelo de Lintner se verifica mejor para el colectivo que cotiza en bolsa. Además, se concluye que estas entidades realizan distribuciones más importantes y frecuentes en comparación con las no cotizadas, lo que indica la mayor reducción de los costes de agencia en los bancos con una mayor separación entre propiedad y control.

Finalmente, la investigación de Díez Esteban y López de Foronda Pérez (2001) se realiza para un total de 484 bancos pertenecientes a 22 países europeos. El objetivo perseguido es contrastar dos modelos, el propuesto por Lintner y un modelo de ajuste parcial en el que se consideran variables representativas de la posición económico-financiera de la entidad, así como una variable dummy con el objeto de recoger factores institucionales del sistema financiero en el que operan, según se trate de un sistema anglosajón o no. Respecto al segundo modelo, concretamente el trabajo trata de contrastar las siguientes hipótesis: una mayor rentabilidad económica conlleva

⁹ Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, por un lado los dividendos son una herramienta útil para que los directivos transmitan información al mercado ante los problemas de selección adversa (Bhattacharya, 1979), mientras que desde el punto de vista de los problemas de riesgo moral, el pago de dividendos puede disciplinar la actuación directiva (Easterbrook, 1984).

a un incremento de la tasa de reparto de dividendos, los bancos con un mayor apalancamiento financiero, y por lo tanto con una menor capacidad de endeudamiento, tienen mayores restricciones para el pago de dividendos. Por último, los bancos con mayores índices de expansión tienen más necesidades de retención de beneficios y en consecuencia pagarán menores dividendos a los accionistas.

Las principales conclusiones indican que la rentabilidad económica incide de forma positiva sobre la distribución de dividendos frente a la influencia negativa de un mayor endeudamiento, no resultando estadísticamente significativa la relación entre crecimiento (medido a través del cociente entre valor de mercado y valor contable de los fondos propios) y el pago de dividendos. También resulta condicionante la incidencia de los factores institucionales, pues se aprecian diferencias significativas entre las prácticas llevadas a cabo en los países anglosajones en comparación con los restantes.

IV. Metodología de la investigación

IV.1. Objetivos perseguidos

El objetivo general perseguido en el estudio empírico que a continuación se presenta consiste en analizar y explicar la decisión de dividendos practicada por la banca española durante el período comprendido entre 1997 y 2000. Para ello, en un primer paso se realiza un estudio de carácter descriptivo sobre la conducta observada en las empresas tanto en el montante de dividendos repartidos como en términos de tasa de reparto, proporcionando adicionalmente información sobre los patrones económico-financieros relacionados con los resultados y su distribución. Así, se estudia el nivel de beneficios y su variación, la dimensión y expansión de la entidad y la rentabilidad económica de la firma.

Tras una primera aproximación a la realidad bancaria en materia de dividendos, se tratará de indagar si la retribución de los accionistas sigue un determinado modelo de comportamiento, y en definitiva, se buscará una explicación de la política distributiva en base a las variables tradicionalmente consideradas como son los dividendos repartidos en el ejercicio precedente y el beneficio. Para ello como técnica de análisis se ha optado por una regresión lineal pues las variables implicadas en el modelo son continuas y, adicionalmente, porque el fin perseguido no es otro que estudiar la variabilidad del dividendo distribuido (variable dependiente) en función del comportamiento de varias variables denominadas predictoras o independientes.

IV.2. Muestra analizada y fuente de los datos

Para la formación de la base de datos de partida se ha acudido a las Cuentas Anuales individuales que los bancos cuyas acciones cotizan en bolsa deben remitir

obligatoriamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y que se encuentran disponibles en formato PDF en la página web de dicho organismo. La información utilizada en el estudio se ha extraído de las cuentas individuales, y como ámbito temporal se ha seleccionado el período 1997-2000, por tratarse de los ejercicios más recientes para los que se disponía de los datos necesarios para el análisis. El total de entidades financieras objeto de estudio asciende a 17.

Puesto que se trata de un número reducido de entidades, ante la importante disparidad de tamaño de los bancos (fundamentalmente motivada por la elevada dimensión de las entidades BBVA y BSCH), se ha procedido a adjuntar la información contable de forma individualizada pues trabajar con valores representativos de la tendencia central tales como la media o mediana no reflejará la situación real del sector.

IV.3. Definición de las variables y técnica de análisis

De acuerdo con los propósitos recogidos con anterioridad, se ha procedido a la definición de las variables que se indican en la Tabla 3.

Tabla 3. Variables definidas para el análisis

Variable	Denominación	Definición
Dependiente	DIV _n	Dividendos distribuidos en el ejercicio analizado (n) expresados en miles de euros.
Independientes	DIV _{n-1}	Dividendos distribuidos en el ejercicio precedente al analizado (n-1) expresados en miles de euros.
	BENEF _n	Resultado del ejercicio analizado (n) en miles de euros.

A partir de estas variables, para cada uno de los años analizados se ha realizado una regresión con vistas a lograr una explicación del montante de dividendos repartido en función de la distribución del ejercicio precedente y de la cifra de beneficios del año investigado. El modelo elegido para el ajuste es la regresión lineal múltiple mediante mínimos cuadrados ordinarios, puesto que en un análisis exploratorio previo de los datos, el cual no se proporciona por limitaciones de espacio, se concluyó que la asociación de las variables se aproxima a la linealidad, no pudiendo afirmarse que exista heteroscedasticidad en la muestra analizada¹⁰. Por otro lado, las variables

¹⁰ Una descripción del modelo de regresión lineal mínimo-cuadrática puede verse en Canavos (1987).

dependientes han sido introducidas mediante un procedimiento por pasos hacia delante.

La hipótesis nula en regresión lineal múltiple consiste en suponer que todos los coeficientes de regresión son cero, circunstancia indicativa de la no existencia de relación lineal entre la variable dependiente y alguna de las variables independientes. El contraste de dicha hipótesis se resolverá calculando la F de Snedecor. Si es significativa, se podrá rechazar la hipótesis nula, concluyendo que existe relación lineal entre el dividendo repartido en el ejercicio y alguna de las variables independientes (dividendo anterior o beneficio del ejercicio). Para ello, se trabaja con un nivel de significación de 0,05 por tratarse del más habitual. Para cada uno de los contrastes se proporciona un resumen del modelo que contiene el coeficiente de determinación (R^2), es decir, la variabilidad de los dividendos explicada por el modelo construido, la tabla ANOVA (análisis de la varianza) con el propósito de contrastar la bondad global del modelo, y una tabla con los coeficientes de regresión¹¹.

V. Resultados de la investigación

Este epígrafe está dedicado a la exposición de los resultados obtenidos tras la aplicación de la metodología indicada. Para ello en primer lugar se emprende una breve aproximación descriptiva de las pautas adoptadas en el sector respecto a la política de dividendos para concluir con los resultados del análisis de regresión planteado.

V.1. Pautas de comportamiento en el sector bancario

Como paso previo al estudio de la política de distribución de dividendos de los bancos españoles cuyas acciones cotizan en el Mercado Continuo, en la Tabla 4 se presenta de forma detallada la evolución de la cifra de beneficios de cada una de las entidades financieras a lo largo del período de estudio así como su variación porcentual.

¹¹ Para un mayor detalle sobre la metodología del análisis de regresión, véase Luque Martínez (2000).

Tabla 4. Cifra de beneficios (miles de euros) y variación anual

	Beneficio 2000	Variación (%)	Beneficio 1999	Variación (%)	Beneficio 1998	Variación (%)	Beneficio 1997
Andalucía	79.606	0,1684	68.133	0,1202	60.822	0,0151	59.920
Atlántico	49.872	0,1406	43.723	0,0484	41.704	0,1187	37.280
Banesto	331.097	0,2500	264.872	0,2540	211.219	0,2365	170.825
Bankinter	89.980	-0,1508	105.963	0,0240	103.476	0,0354	99.936
BBVA	1.380.572	1,1708	635.979	0,1408	557.505	0,1140	500.450
BSCH	1.241.388	0,4284	869.061	0,8069	480.971	0,3557	354.777
Castilla	39.141	0,0895	35.927	0,0511	34.180	-0,1282	39.204
Credito Balear	14.556	-0,0813	15.844	-0,5098	32.322	1,0845	15.506
Esfinge	1.244	-0,1456	1.456	-0,1942	1.807	0,0833	1.668
Galicia	35.259	0,0811	32.614	0,0765	30.297	0,0431	29.046
Guipuzcoano	27.869	0,2884	21.630	0,1454	18.884	-0,0388	19.647
Pastor	67.948	0,2407	54.765	0,0101	54.217	0,2093	44.835
Popular	376.290	0,1621	323.788	0,0337	313.230	0,0838	289.002
Sabadell	137.998	-0,0576	146.436	0,1556	126.717	0,2049	105.171
Valencia	48.682	0,1789	41.295	0,1043	37.395	0,2148	30.784
Vasconia	20.940	0,1040	18.968	0,0913	17.381	-0,0173	17.687
Zaragozano	47.735	0,3051	36.575	0,2001	30.477	0,2481	24.419

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, procede resaltar que ninguno de los bancos analizados ha obtenido pérdidas en el ejercicio de su actividad. Los datos adjuntados en la Tabla 4 reflejan claramente la evolución favorable de la actividad bancaria en cuanto a la cifra de resultados lograda, pudiendo concluir que en la mayor parte de los casos dicha cifra se ha venido incrementando a lo largo del período de estudio salvo algunas excepciones (véase Bankinter en el año 2000). En algunos bancos, el aumento del beneficio ha sido espectacular aunque dicha circunstancia ha sido producto de importantes operaciones de ampliación de capital para llevar a cabo los procesos de fusión que tuvieron lugar a finales de los noventa, y que dieron lugar a una reestructuración muy significativa del sector.

Es por ello por lo que la interpretación de dicha información debe realizarse conjuntamente con un estudio de la dimensión de las empresas, para lo cual se presenta una aproximación a este aspecto a través de la cifra del activo total del balance de las mismas junto con su variación anual (Tabla 5).

**Tabla 5. Dimensión de las entidades (activo en miles de euros)
y variación anual**

	Activo 2000	Variación (%)	Activo 1999	Variación (%)	Activo 1998	Variación (%)	Activo 1997
Andalucía	3.545.724	0,2541	2.827.396	0,2541	2.565.793	0,2541	2.375.259
Atlántico	8.173.764	0,1104	7.361.124	-0,0825	8.023.367	0,1679	6.869.917
Banesto	46.924.224	0,1484	40.861.562	0,2154	33.619.084	0,0210	32.927.127
Bankinter	19.033.543	0,2296	15.479.436	0,0567	14.649.388	0,2887	11.367.428
BBVA	193.930.384	0,0515	184.435.072	1,0688	89.151.911	0,0690	83.398.543
BSCH	172.300.045	0,1179	154.125.713	1,0742	74.307.083	-0,0024	74.486.387
Castilla	2.162.525	0,1242	1.923.693	0,0292	1.869.118	0,0155	1.840.545
Credito Balear	890.704	0,1150	798.835	0,0451	764.379	0,0960	697.402
Esfinge	63.090	0,1460	55.052	0,0909	50.466	0,0581	47.697
Galicia	1.784.816	0,1288	1.581.214	0,0353	1.527.369	0,0357	1.474.673
Guipuzcoano	5.531.655	0,2159	4.549.457	0,0942	4.157.651	0,2630	3.291.977
Pastor	9.338.719	0,1931	7.827.330	0,0639	7.356.917	-0,0520	7.760.544
Popular	22.470.653	0,2044	18.657.767	0,0607	17.590.650	0,1908	14.771.699
Sabadell	16.402.323	0,2245	13.394.985	0,0696	12.523.102	0,1361	11.023.229
Valencia	4.343.238	0,2215	3.555.780	0,1912	2.984.950	0,2254	2.435.968
Vasconia	1.352.677	0,2003	1.126.976	0,0600	1.063.226	0,0640	999.290
Zaragozano	5.207.115	-0,0245	5.337.654	0,0757	4.962.070	0,1686	4.246.168

Fuente: Elaboración propia

La práctica totalidad de los bancos ha observado un incremento de su dimensión medida a través del volumen de activos a lo largo del período 1997-2000, debiendo destacar la expansión de los dos principales grupos financieros, BBVA y BSCH, como consecuencia de los procesos de fusión de las entidades afectas. Por otro lado, las cifras también revelan importantes diferencias en cuanto al tamaño en el resto de los casos, pudiendo identificar a Banesto como tercera entidad en cuanto al tamaño, seguida de un grupo de bancos integrado por Bankinter, Popular y Sabadell, mientras que las restantes entidades cuentan con una dimensión muy reducida comparativamente.

Una vez analizada la situación de resultados y la dimensión de las entidades financieras, en la Tabla 6 se proporciona la rentabilidad económica lograda por las mismas, al tratarse de un indicador fundamental para el análisis económico. Dicho ratio relaciona el margen de explotación con el activo del balance, indicando la capacidad efectiva de la empresa para remunerar todos los capitales puestos a su disposición, tanto propios como ajenos. Cuanto más elevado sea este rendimiento, tanto mejor será la posición del banco al ser más elevada la capacidad de generación de

rentas y en consecuencia también contará con una superior capacidad para devolver los capitales tomados en préstamo.

Tabla 6. Rentabilidad económica y variación anual

	Rent. Ec. 2000	Variación (%)	Rent. Ec. 1999	Variación (%)	Rent. Ec. 1998	Variación (%)	Rent. Ec. 1997
Andalucía	0,0396	0,0039	0,0394	0,0039	0,0379	0,0039	0,0420
Atlántico	0,0087	0,1075	0,0079	0,2725	0,0062	-0,0605	0,0066
Banesto	0,0104	-0,0697	0,0112	0,0668	0,0105	0,1347	0,0092
Bankinter	0,0086	-0,3298	0,0128	0,0113	0,0127	-0,2227	0,0163
BBVA	0,0107	0,3392	0,0080	-0,2923	0,0113	0,1539	0,0098
BSCH	0,0071	0,2578	0,0056	0,0094	0,0056	0,7083	0,0033
Castilla	0,0309	0,0073	0,0307	-0,0196	0,0313	-0,0865	0,0343
Credito Balear	0,0332	0,0582	0,0314	0,0895	0,0288	-0,0556	0,0305
Esfinge	0,0334	-0,2186	0,0427	0,1453	0,0373	-0,0944	0,0412
Galicia	0,0356	0,0442	0,0341	0,0325	0,0330	-0,0256	0,0339
Guipuzcoano	0,0056	-0,1169	0,0064	0,0604	0,0060	-0,3450	0,0092
Pastor	0,0104	-0,0650	0,0111	-0,0552	0,0117	0,0242	0,0115
Popular	0,0307	0,1303	0,0272	0,0199	0,0266	-0,1490	0,0313
Sabadell	0,0162	-0,0335	0,0167	-0,0383	0,0174	-0,0359	0,0181
Valencia	0,0198	0,0325	0,0192	-0,0708	0,0207	-0,0205	0,0211
Vasconia	0,0284	0,0394	0,0274	0,0500	0,0261	-0,0141	0,0264
Zaragozano	0,0116	0,1885	0,0098	-0,1155	0,0111	0,0627	0,0104

Fuente: Elaboración propia

Los datos incluidos en la Tabla 6 otorgan a la banca española una rentabilidad económica comprendida entre el 1% y el 3% aproximadamente, y en la que se puede observar una tendencia bastante estable en dicho indicador. Procede destacar que en general son las entidades de menor dimensión las que obtienen una mayor rentabilidad, tal es el caso de Esfinge, Banco de Castilla, Banco de Galicia y Banco de Andalucía.

Por lo que se refiere a la política de dividendos, ésta puede ser analizada a través de la información contenida en las Tablas 7 y 8. En el primer caso se proporciona el montante global de los dividendos repartidos en cada ejercicio y su crecimiento, mientras que en la Tabla 8 se informa sobre la proporción del dividendo repartido respecto a la base de reparto (comúnmente denominada tasa de reparto), la cual incluye el resultado del ejercicio junto con otras posibles partidas de libre distribución, tal es el caso del remanente constituido en el ejercicio precedente. En este trabajo se ha podido constatar que la importancia cuantitativa de estas partidas es prác-

ticamente despreciable, resultando en la mayor parte de los casos coincidente la base de reparto con la cifra de resultado del ejercicio.

Tabla 7. Dividendo repartido (miles de euros) y tasa de variación

	Dividendo 2000	Variación (%)	Dividendo 1999	Variación (%)	Dividendo 1998	Variación (%)	Dividendo 1997
Andalucía	31.290	0,1921	26.248	0,1921	26.119	0,1921	25.466
Atlántico	15.067	0,0000	15.067	0,2001	12.555	0,0000	12.555
Banesto	0	-	0	-	0	-	0
Bankinter	64.306	-0,0042	64.577	0,6198	39.867	-0,2956	56.599
BBVA	784.032	0,3536	579.225	0,2415	466.535	0,2089	385.922
BSCH	1.241.219	0,4288	868.684	0,9706	440.818	0,2546	351.357
Castilla	17.964	0,0508	17.096	0,0243	16.690	0,0075	16.565
Credito Balear	7.612	0,0385	7.330	0,0816	6.777	0,1112	6.099
Esfinge	0	-1,0000	609	-	0	-	0
Galicia	14.697	0,0771	13.645	0,0659	12.801	0,1075	11.558
Guipuzcoano	11.473	0,1887	9.652	0,1069	8.720	0,0111	8.624
Pastor	24.574	0,1659	21.077	0,1521	18.294	0,0985	16.654
Popular	259.499	-0,1992	324.040	0,4976	216.375	0,1017	196.402
Sabadell	74.441	0,2920	57.619	0,1909	48.381	0,0638	45.478
Valencia	15.764	-0,0568	16.714	0,0717	15.596	0,0885	14.328
Vasconia	8.419	0,0609	7.936	0,0317	7.692	0,0864	7.080
Zaragozano	22.398	0,2369	18.108	0,2062	15.013	0,1252	13.342

Fuente: Elaboración propia

A la vista de los datos proporcionados en la Tabla 7, puede apreciarse cómo la práctica totalidad de los bancos reparte dividendos a los socios a excepción de las entidades Banesto y Esfinge, en el primer caso debido al plan de saneamiento diseñado tras la intervención de la entidad por parte del Banco de España en diciembre de 1993 para recomponer el equilibrio patrimonial. En líneas generales, las entidades de menor dimensión, la cual se mantenía bastante estable a lo largo de todo el período analizado, tienden a mantener una tendencia creciente en el monto de los dividendos repartidos y, en algunos casos, una clara estabilidad.

Por el contrario, las entidades financieras de mayor tamaño observan importantes variaciones en el dividendo repartido, al margen de los comentarios ya realizados sobre el BBVA y el BSCH. Así, por ejemplo, destaca el importante crecimiento experimentado por el Banco Sabadell y la desigual evolución del Banco Popular, con un pronunciado incremento en el año 1999 frente a la disminución en el dividendo repartido en 2000.

Es por ello por lo que se presenta a continuación la evolución de la tasa de reparto con el objeto de constatar si el nivel de distribución está más influenciado por la retribución del ejercicio precedente o por el nivel de beneficios logrado, circunstancia que se contrastará con el análisis de regresión que completa el trabajo empírico.

Tabla 8. Tasa de reparto de dividendos y variación anual

	Tasa rep. 2000	Variación (%)	Tasa rep. 1999	Variación (%)	Tasa rep. 1998	Variación (%)	Tasa rep. 1997
Andalucía	0,3931	0,0264	0,3830	-0,1082	0,4294	0,0104	0,4250
Atlántico	0,3021	-0,1233	0,3446	0,1447	0,3011	-0,1061	0,3368
Banesto	0,0000	-	0,0000	-	0,0000	-	0,0000
Bankinter	0,7147	0,1727	0,6094	0,5818	0,3853	-0,3197	0,5664
BBVA	0,5679	-0,3765	0,9108	0,0884	0,8368	0,0852	0,7711
BSCH	0,9999	0,0003	0,9996	0,0906	0,9165	-0,0746	0,9904
Castilla	0,4589	-0,0355	0,4759	-0,0255	0,4883	0,1556	0,4225
Credito Balear	0,5229	0,1303	0,4626	1,2065	0,2097	-0,4669	0,3933
Esfinge	0,0000	-1,0000	0,4182	-	0,0000	-	0,0000
Galicia	0,4168	-0,0037	0,4184	-0,0097	0,4225	0,0618	0,3979
Guipuzcoano	0,4117	-0,0774	0,4462	-0,0337	0,4618	0,0520	0,4390
Pastor	0,3617	-0,0603	0,3849	0,1406	0,3374	-0,0916	0,3715
Popular	0,6896	-0,3109	1,0008	0,4488	0,6908	0,0165	0,6796
Sabadell	0,5394	0,3710	0,3935	0,0306	0,3818	-0,1171	0,4324
Valencia	0,3238	-0,1999	0,4047	-0,0295	0,4171	-0,1039	0,4654
Vasconia	0,4021	-0,0390	0,4184	-0,0546	0,4425	0,1055	0,4003
Zaragozano	0,4692	-0,0523	0,4951	0,0051	0,4926	-0,0984	0,5464

Fuente: Elaboración propia

Las tasas de reparto en la banca vienen a situarse entre el 30% y el 50% para buena parte de las entidades, comportamiento claramente diferencial respecto a los grandes bancos, como el BBVA, BSCH y Popular, para los cuales la mayor parte del beneficio del ejercicio tiene como destino el pago de dividendos a los socios, en algunos casos con unas tasas de distribución próximas al 100%. Incluso en la última entidad antes aludida, la tasa correspondiente al ejercicio 1999 supera la unidad pues el remanente obtenido en el reparto del año 1998 se decidió destinarlo íntegramente a dividendos. Por otro lado, también es digno de mención el hecho de que la mayor parte de las entidades han experimentado una disminución de la tasa de reparto en 2000.

V.2. Variables explicativas de la política de dividendos en el sector bancario

Mediante la regresión lineal analizaremos si los valores de la variable dependiente (dividendo del ejercicio analizado) pueden predecirse mediante un modelo lineal en el que intervienen dos variables dependientes, como son el dividendo del ejercicio anterior y el beneficio del ejercicio, variables tradicionalmente consideradas en los estudios previos referidos en el epígrafe 3. Tal y como se ha definido el modelo, el mismo permitirá contrastar en qué medida la política de dividendos en los bancos es estable con independencia de la cifra del resultado del ejercicio o si por el contrario la remuneración de los capitales propios sigue una evolución paralela a la del resultado.

En las Tablas 9, 10 y 11 se recogen los datos correspondientes a la regresión lineal efectuada para el año 2000, pudiendo apreciarse que el dividendo repartido en dicho ejercicio puede predecirse a través del reparto efectuado en el año 1999, lo que indica que el resultado del ejercicio resultó eliminada del modelo.

Tabla 9. Resumen del modelo (2000)

Modelo Año 2000	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típico de la estimación
1	,990 ^a	,981	,980	48202,82

a Variables predictoras: (Constante), DIV1999

Los estadísticos globales del modelo adjuntados en la Tabla 9 otorgan un nivel de explicación del dividendo repartido en el año 2000 muy elevado, toda vez que la variabilidad total de la muestra que resulta recogida por el modelo (coeficiente de determinación R cuadrado) se sitúa en el 98%. La bondad del ajuste puede ser analizada detalladamente en la Tabla 10. En ella se puede apreciar cómo la varianza explicada por el modelo construido es 770 veces la residual, y puesto que la significación del estadístico F es menor que 0,05, podemos afirmar que la varianza explicada es lo suficientemente grande, existiendo una correlación lineal entre DIV2000 y DIV1999.

Tabla 10. Anova-Bondad del modelo (2000)

Modelo Año 2000	Suma de cuadrados	Grados de libertad	Media cuadrática	F	Significación
1 Regresión	1,805 E+12	1	1,805 E+12	777,022	,000 ^a
Residual	3,485 E+10	15	2,324 E+09		
Total	1,840 E+12	16			

a Variables predictoras: (Constante), DIV1999

Por lo que se refiere a la interpretación de los coeficientes de regresión (Tabla 11), puede concluirse que cuando el dividendo del ejercicio 1999 aumenta en una unidad monetaria, el dividendo distribuido en el año 2000 aumenta en 1,372 unidades monetarias, en promedio, de forma que al 95% de confianza, el incremento podría situarse entre 1,267 y 1,477. Asimismo, la probabilidad de equivocarnos en la predicción si se rechaza la hipótesis nula (significación) es despreciable.

Tabla 11. Coeficientes de regresión (2000)

Modelo Año 2000	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Intervalo de confianza para B al 95%	
	B	Error típico	Beta			Límite inferior	Límite superior
1 (constante)	-12782,40	13108,82		-,975	,345	-40723,19	15158,395
DIV1999	1,372	,049	,990	27,875	,000	1,267	1,477

La aplicación del análisis de regresión múltiple para el año 1999 se resume en las Tablas 12, 13 y 14. La introducción de las variables dependientes por pasos hacia delante permite obtener dos regresiones que resultan significativas, las cuales presentan un coeficiente de determinación muy elevado. En el primer caso sólo se recoge como variable dependiente DIV1998 mientras que en la segunda iteración resultan significativas las dos variables dependientes.

Tabla 12. Resumen del modelo (1999)

Modelo Año 1999	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típico de la estimación
1	,971 ^a	,942	,938	60739,07
2	,982 ^b	,965	,960	48848,54

a Variables predictoras: (Constante), DIV1998

b Variables predictoras: (Constante), DIV1998, BENE1999

Debe tenerse en cuenta que en el ejercicio 1999 tuvieron lugar importantes operaciones de fusión en el sector, lo que incrementó el tamaño de las compañías y por extensión el beneficio. De ahí la inclusión del resultado de 1999 como variable estadísticamente significativa en la explicación del reparto de dividendos.

Tabla 13. Anova-Bondad del modelo (1999)

Modelo Año 1999	Suma de cuadrados	Grados de libertad	Media cuadrática	F	Significación
1 Regresión	9,033 E+11	1	9,033 E+11	244,845	,000 ^a
Residual	5,534 E+10	15	3,689 E+09		
Total	9,586 E+11	16			
2 Regresión	9,252 E+11	2	4,626 E+11	193,871	,000 ^b
Residual	3,341 E+10	14	2,386 E+09		
Total	9,586 E+11	16			

a Variables predictoras: (Constante), DIV1998

b Variables predictoras: (Constante), DIV1998, BENEF1999

Por lo que respecta a la interpretación de los coeficientes de regresión, cabe indicar que todos ellos son significativamente distintos de cero, por lo que todas las variables contempladas en el modelo aportan explicación sobre DIV1999. Así, en la segunda iteración se puede apreciar cómo un euro del beneficio del año 1999 implica un aumento del dividendo de dicho ejercicio en 0,469 euros y un incremento de un euro en el dividendo de 1998 supone, en promedio, un incremento de 0,867 euros del dividendo de 1999. En todos los casos el nivel de significación del estadístico t de Student para cada una de las variables explicativas resulta inferior al 5%.

Tabla 14. Coeficientes de regresión (1999)

Modelo Año 1999	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Intervalo de confianza para B al 95%	
	B	Error típico	Beta			Límite inferior	Límite superior
1 (constante)	-6001,938	16802,36		-,357	,726	-41815,33	29811,457
DIV1998	1,590	,102	,971	15,648	,000	1,373	1,806
2 (constante)	-23449,96	14687,58		-1,597	,133	-54951,68	8051,76
DIV1998	,867	,252	,529	3,437	,004	,326	1,407
BENEF1999	,469	,155	,467	3,032	,009	,137	,801

En el análisis efectuado para la misma muestra de empresas respecto al año 1998 vuelve a desprenderse la relación lineal entre el dividendo del ejercicio y el pagado en el año anterior, resultando excluido del modelo el beneficio del ejercicio, al igual que ocurría en la primera regresión. La varianza explicada también es muy alta (Tabla 15).

Tabla 15. Resumen del modelo (1998)

Modelo Año 1998	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típico de la estimación
1	,998 ^a	,996	,996	9.503,10

a Variables predictoras: (Constante), DIV1997

La Tabla de ANOVA indica que la F observada es muy significativa y, por lo tanto, al menos uno de los dos coeficientes de regresión múltiple es significativamente distinto de cero, concretamente el correspondiente a la variable DIV1997.

Tabla 16. Anova-Bondad del modelo (1998)

Modelo Año 1998	Suma de cuadrados	Grados de libertad	Media cuadrática	F	Significación
1 Regresión	3,561 E+11	1	3,561 E+11	3942,856	,000 ^a
Residual	1,355 E+09	15	9,030 E+08		
Total	3,574 E+11	16			

a Variables predictoras: (Constante), DIV1997

En cuanto a los coeficientes de regresión (Tabla 17), se observa cómo, en promedio, un aumento del dividendo del ejercicio 1997 en una unidad monetaria provoca un incremento en el dividendo repartido en el año 1998 de 1,223 unidades monetarias, de forma que trabajando con un intervalo confianza del 95%, el incremento podría situarse entre 1,182 y 1,265.

Tabla 17. Coeficientes de regresión (1998)

Modelo Año 1998	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Intervalo de confianza para B al 95%	
	B	Error típico	Beta			Límite inferior	Límite superior
1 (constante)	-4494,044	2665,227		-1,686	,112	-10174,84	1186,753
DIV1997	1,223	,019	,998	62,792	,000	1,182	1,265

VI. Resumen y conclusiones

En el presente artículo se ha realizado una investigación acerca de los patrones de comportamiento observados en la banca española respecto a la retribución de los accionistas vía reparto de dividendos, siendo el colectivo analizado las entidades cuyas acciones están admitidas a cotización en el Mercado Continuo. El estudio de la política de dividendos de las empresas, con ser una de las líneas de investigación más recurrentes, sin embargo ha dejado un poco al margen al sector financiero, quizás por las significativas peculiaridades de este tipo de empresas, circunstancia que exige la consideración de la normativa específica a la que están sometidas respecto al reparto del resultado, la cual difiere del resto de empresas tal y como se ha detallado en este trabajo.

Tras una revisión de los antecedentes a esta cuestión y con especial referencia a los escasos trabajos llevados a cabo para la banca, planteamos un estudio empírico cuyo desarrollo se estructuró en dos fases. Por un lado, a nivel descriptivo hemos podido constatar como la totalidad de las entidades financieras obtuvieron beneficios a lo largo del período 1997-2000, de las cuales la amplia mayoría repartieron dividendos en todos los ejercicios, con unas políticas de distribución que se traducen en una tasa de reparto comprendida entre el 30% y el 50% del resultado. Sin embargo, en el caso de las grandes entidades los porcentajes cubrían gran parte del beneficio. También se ha podido observar una tendencia creciente en el dividendo pagado a lo largo del período.

Con el objeto de contrastar si la estrategia distributiva viene condicionada a la retribución aprobada en el ejercicio anterior o al nivel de beneficios, se realizó una regresión lineal múltiple cuyos resultados resultaron muy satisfactorios en cuanto al nivel de explicación del fenómeno a estudiar. Los mismos permiten concluir que hay una clara correlación entre el dividendo de un ejercicio y el del precedente, pudiendo afirmar que las políticas de reparto se caracterizan por su estabilidad con una tendencia creciente en el nivel de remuneración. Dichas pautas de comportamiento resultan consistentes con la necesidad de cuidar la cotización de las acciones de las compañías.

Bibliografía

- ALONSO RIVAS, J. (1982): "Una contrastación empírica en materia de política de dividendos", *Técnica Contable*, nº 405, septiembre, pp. 341-346.
- AZOFRA PALENZUELA, V. y MIGUEL HIDALGO, A. DE (1990a): "Las teorías directivas de los dividendos: la hipótesis de ajuste parcial a los ratios medios del sector", *Revista de Economía y Empresa*, vol. 10, nº 26, enero-abril, pp. 7-27.
- AZOFRA PALENZUELA, V. y MIGUEL HIDALGO, A. DE (1990b): "La interrelación de las decisiones de inversión, financiación y dividendos en la gran

- empresa industrial española”, *Esic-Market*, n^o 69, julio-septiembre, pp. 115-139.
- BANCO DE ESPAÑA (1993): CIRCULAR 5/1993, de 26 de marzo, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE n^o 84, de 8 de abril; corrección de errores en BOE n^o 123, de 24 de mayo).
- BANCO DE ESPAÑA (1997): CIRCULAR 3/1997, de 29 de abril, que modifica la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE n^o 118, de 17 de mayo)
- BARCLAY, M.; SMITH, C. W. y WATTS, R. L. (1995): “The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n^o 4, pp. 4-19.
- BEINER, S. (2001): “Theories and Determinants of Dividend Policy”, *Working Paper*, junio, University of Basel.
- BHATTACHARYA, S. (1979): “Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy”, *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, n^o 1, Spring, pp. 259-270.
- BRIGHAM, E. F. y GAPENSKI, L. (1994): *Financial Management: Theory and Practice*, (7th ed.), Dryden, Chicago.
- BRITAIN, J. A. (1964): “The Tax Structure and Corporate Dividend Policy”, *American Economic Review*, vol. 54, n^o 3, mayo, pp. 272-287.
- CANAVOS, G. (1987): *Probabilidad y Estadística. Aplicaciones y Métodos*, McGraw-Hill, Madrid.
- CASTRO PÉREZ, C. y BONA SÁNCHEZ, C. (2000): “La distribución del excedente empresarial. Una aproximación teórica”, *Técnica Contable*, n^o 620-621, agosto-septiembre, pp. 133-142.
- CEA GARCÍA, J. L. (1992): *Perspectiva contable de la propuesta de aplicación del resultado*, Centro de Estudios Financieros, Madrid.
- CHARITOU, A. y VAFEAS, N. (1998): “The Association Between Operating Cash Flows and Dividend Changes: An Empirical Investigation”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 25, n^o 1-2, enero-marzo, pp. 225-249.
- CHATEAU, J. P. (1973): “Politique de Distribution des Profits des Associés: Une Approche Econométrique”, *Economie Appliquée*, vol. 26, n^o 1, pp. 145-200.
- DARLING, P. G. (1957): “The Influence of Expectations and Liquidity on Dividend Policy”, *Journal of Political Economy*, vol. 65, n^o 3, junio, pp. 209-224.
- DÍEZ ESTEBAN, J. M. y LÓPEZ DE FORONDA PÉREZ, O. (2000): “La fijación de un target ratio para la distribución de beneficios de las empresas españolas”, *X Jornada Luso-Espanhola de Gestao Científica*, febrero, Vilamoura-Portugal.
- DÍEZ ESTEBAN, J. M. y LÓPEZ DE FORONDA, O. (2001): “Dividend Policy of European Banks”, Documento de Trabajo 03/01, febrero, Universidad de Burgos.

- DHRYMES, P. J. y KURZ, M. (1964): "On the Dividend Policy of Electric Utilities", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 46, nº 1, febrero, pp. 76-81.
- EASTERBROOK, F. H. (1984): "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *The American Economic Review*, vol. 74, nº 4, septiembre, pp. 650-659.
- ESPITIA ESCUER, M. y RUIZ CABESTRE, F. J. (1995): "La modelización del comportamiento empresarial en política de dividendos", *Información Comercial Española*, nº 746, octubre, pp. 139-150.
- FAMA, E. F. (1974): "The Empirical Relationships Between the Dividend and Investment Decision of Firms", *American Economic Review*, vol. 64, nº 3, junio, pp. 304-318.
- FAMA, E. F. y BABIAK, H. (1968): "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 63, nº 324, diciembre, pp. 1.132-1.161.
- FAMA, E. F. y FRENCH, K. R. (2000): "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt", *The Center for Research in Security Prices, Working Paper No. 506*, diciembre, University of Chicago.
- FAMA, E. F. y FRENCH, K. R. (2001): "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, vol. 60, nº 1, abril, pp. 3-43.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1997): *La Aplicación de Resultados en las Sociedades Mercantiles (Estudio especial del artículo 213 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, Civitas, Madrid.
- GALLIZO LARRAZ, J. L. (1993): *Distribución de beneficios y compensación de pérdidas. Problemática contable e importancia en auditoría*, ICAC, Monografía 26, Madrid.
- GAVER, J. J. y GAVER, K. M. (1993): "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, nº 1/2/3, vol. 16, enero, abril, julio, pp. 125-160.
- GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. (1994): "La política de dividendos de la banca privada española en la década de los ochenta: un análisis desde la teoría de la agencia", *Información Comercial Española*, nº 727, marzo, pp. 53-66.
- GRANDE ESTEBAN, I. (1985): "Política de dividendos: Contenido informativo o ajuste parcial. El caso español", *Revista de Economía y Empresa*, vol. 5, nº 12-13, pp. 175-187.
- GUTIÉRREZ CILLÁN, J.; RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J. M. y VALLELADO FERNÁNDEZ, E. (1989): "La política de dividendos en los bancos privados españoles: Modelos de comportamiento", *Investigaciones Económicas*, (Segunda época), suplemento, pp. 127-133.
- HOLDER, M. E.; LANGREHR, F. W. y HEXTER, J. L. (1998): "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", *Financial Management*, vol. 27, nº 3, otoño, pp. 73-82.

- HOWE, J. S. y SHEN, Y. (1998): "Information Associated with Dividend Initiations: Firm-Specific or Industry-Wide?", *Financial Management*, vol. 27, n^o 3, pp. 17-26.
- JENSEN, M. C. (1986): "Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, n^o 2, mayo, pp. 323-329.
- JENSEN, G. R.; SOLBERG, D. P. y ZORN, T. S. (1992): "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n^o 2, junio, pp. 247-263.
- KOUTSOYIANNIS, A. (1981): *Managerial Job Security and the Dividend Policy of Firms*, Department of Economics Research Series, University of Waterloo.
- LAUX, P.; STARKS, L. T. y YOON, P. S. (1998): "The Relative Importance of Competition and Contagion in Intra-Industry Information Transfers: An Investigation of Dividend Announcements", *Financial Management*, vol. 27, n^o 3, otoño, pp. 5-16.
- LINTNER, J. (1956): "Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, vol. 46, n^o 2, mayo, pp. 97-113.
- LUQUE MARTÍNEZ, T. (2000): *Técnicas de análisis de datos en investigación de mercados*, Pirámide, Madrid.
- MARÍN HERNÁNDEZ, S. (1997): *Manual de Contabilidad Externa e Interna en las Entidades de Crédito*, Universidad de Murcia, Murcia.
- MCDONALD, J. G.; JACQUILLAT, B. y NUSSENBAUM, M. (1975): "Dividend, Investment and Financing Decisions: Empirical Evidence on French Firms", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 10, n^o 5, diciembre, pp. 741-755.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S. (1996): "Interdependencia de las decisiones financieras en las empresas españolas", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n^o 87, abril-junio, pp. 315-342.
- NÚÑEZ NIEKEL, M. (1994): "Factores influyentes en el reparto de dividendos: Análisis de regresión aplicado a la Bolsa de Madrid", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXIII, n^o 78, enero-marzo, pp. 33-69.
- REAL DECRETO 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992 de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en consolidada de las entidades financieras (BOE n^o 293, de 7 de diciembre; corrección de errores en BOE n^o 30, de 3 de febrero de 1993).
- REAL DECRETO 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos privados, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito (BOE n^o 181, de 31 de julio)
- RODRÍGUEZ ENRÍQUEZ, E. (2002): "El destino del resultado de las sociedades no cotizadas: Aproximación teórica y evidencia empírica", *Técnica Contable*, n^o 638, febrero, pp. 95-110.

- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. y JAFFE, J. (2000): *Finanzas corporativas* (5ª ed.), McGraw-Hill, México.
- SIMONS, K. (1994): "The Relationship Between Dividend Changes and Cash Flow: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 21, nº 4, junio, pp. 577-587.
- SMITH, C. W. y WATTS, R. L. (1992): "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 32, nº 3, diciembre, pp. 263-292.
- TURNOVSKY, S. J. (1967): "The Allocating of Corporate Profits Between Dividends and retained Earnings", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 49, nº 4, noviembre, pp. 583-589.

Resumen

El objetivo del presente artículo consiste en el estudio de la política de dividendos de los bancos que cotizan en el Mercado Continuo Español durante el período 1997-2000. Para ello, en primer lugar, se realiza un resumen de la normativa reguladora del reparto del resultado en estas entidades, tras lo cual, se revisan brevemente los intentos de modelización del comportamiento empresarial en materia de dividendos. Los principales resultados apuntan la tendencia a la estabilidad en la retribución pues la política de reparto viene explicada por el dividendo pagado en el ejercicio precedente y no por el nivel de beneficios.

Palabras clave: reparto del resultado, dividendos, bancos, análisis de regresión.

Summary

The aim of this article is to study the dividends policy of banks listed on the Spanish Stock Exchange during the period 1997-2000. First there is a summary of the regulations governing the distribution of the dividends of said entities, followed a short review of the attempts to create a business behaviour model about dividends. The main results point to a trend of stability as regards sharing out payments as the distribution policy depends on the dividend paid out in the previous financial year and not on the level of profits.

Key words: distribution of dividends , dividends, banks, regression analysis.