

**Título del Proyecto
de Investigación a que corresponde el Reporte Técnico:**

Análisis del efecto de la estructura de propiedad en la política de dividendos y la creación de valor en empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores

Tipo de financiamiento

Sin financiamiento

Autores del reporte técnico:

Dra. Esther Guadalupe Carmona Vega
Dr. Sergio Ignacio Villalba Villalba

ENTREGA FINAL DE REPORTE TÉCNICO

Coordinación General de Investigación y Posgrado
UACJ-Investigación

Resumen del reporte técnico en español (máximo 250 palabras)

Para medir el efecto en la estructura de propiedad se utilizó un análisis de regresión múltiple tomando como muestra 32 emisoras de las 146 que han cotizado en el mercado bursátil mexicano hasta finales del 2020; los datos se obtuvieron de forma anual en un periodo de tres años de 2017 hasta 2020. Los resultados del análisis de regresión muestran que: 1) La variable más significativa es el “rendimiento sobre los activos totales”, ya que en todas las corridas fue estadísticamente significativa y positiva, lo que indica que el rendimiento sobre los activos actuales favorece el reparto de dividendos; 2) La propiedad familiar resultó siempre negativa, ya que en México las empresas con mayor concentración familiar, el reparto de dividendos es casi nulo; 3) A pesar de que la tenencia accionaria de los blockholders, inversionistas institucionales y el gran público inversionista influyen de manera positiva en el reparto de dividendos, la propiedad familiar muestra una mayor influencia para no repartirlos; 4) A su vez, la volatilidad también resultó ser negativa porque las fluctuaciones en los precios accionarios influyen directamente en el reparto de dividendos; 5) Finalmente, con el análisis del comportamiento gráfico de los mapas de valor se concluye que el 78% de las emisoras que conformaron de manera consecutiva parte de la muestra del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores en el periodo de estudio, sí crearon valor a través de los movimientos de los precios de mercado.

Resumen del reporte técnico en inglés (máximo 250 palabras):

To measure the effect on the ownership structure, a multiple regression analysis was used taking as a sample 32 companies of the 146 that have been listed on the Mexican stock market until the end of 2020; the data were obtained on an annual basis over a three-year period from 2017 to 2020. The results of the regression analysis show that: 1) The most significant variable is the "return on total assets", since in all runs it was statistically significant and positive, indicating that the return on current assets favors the distribution of dividends; 2) Family ownership was always negative, since in Mexico the companies with the highest family concentration, the distribution of dividends is almost zero; 3) Although the shareholding of blockholders, institutional investors and the general investment public positively influence the distribution of dividends, family ownership shows a greater influence not to distribute them; 4) In turn, volatility also turned out to be negative because fluctuations in stock prices directly influence the distribution of dividends; 5) Finally, with the analysis of the graphic behavior of the value maps, it is concluded that 78% of the issuers that consecutively formed part of the sample of the Price and Quotation Index of the Mexican Stock Exchange in the study period, did create value through the movements of market prices.

Palabras clave:

Estructura de propiedad, concentración de la propiedad, política de dividendos, conflictos de agencia, creación de valor.

Ownership structure, concentration of ownership, dividend policy, agency conflicts, value creation.

Usuarios potenciales (del proyecto de investigación):

- 1) Alumnos de pregrado y posgrado del área de finanzas corporativas y bursátiles.
- 2) Investigadores y profesores que cultivan como líneas de generación y aplicación del conocimiento (LGAC) estudios sobre finanzas corporativas y bursátiles con temas afines a los que se presentan en este reporte.
- 3) Usuarios del Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas (IMEF), Instituto Mexicano de Contadores Públicos (IMCP) a nivel local, regional y nacional.

Reconocimientos (agradecimientos a la institución, estudiantes que colaboraron,

instituciones que apoyaron a la realización del proyecto, etc.).

- 1) Al Dr. Jorge Alberto Durán Encalada y al Dr. Juan Manuel San Martín Reyna adscritos a la Escuela de Negocios y Economía de la Universidad de las Américas, Puebla (UDLAP) por las facilidades prestadas, así como a los alumnos por el apoyo otorgado en la primera fase de esta investigación de abril a noviembre de 2018 y que participaron activamente en la realización de este proyecto en su primera etapa para llevar a cabo la recopilación de la información y los datos para el estudio del 2013 al 2016, éstos son:
 - (a) Catalina Itzel Flores Solano: Estudiante de la Licenciatura en Estrategias Financieras y Contaduría Pública.
 - (b) Raúl Rodríguez Hernández: Estudiante de la Licenciatura en Banca e Inversiones.
 - (c) Sergio Díaz Cuevas: Estudiante de la Licenciatura en Banca e Inversiones.
 - (d) Perla del Rocío Méndez García: Estudiante de la Licenciatura en Administración de Negocios Internacionales.
 - (e) Diana Valderrama Vázquez: Estudiante de la Licenciatura en Administración de Negocios Internacionales.
- 2) Al Dr. Sergio Ignacio Villalba Villalba: Coordinador de la Licenciatura en Finanzas y a la Dra. Flor Rocío Ramírez Martínez: Directora General de Extensión y Servicios Estudiantiles de la Universidad Autónoma de Ciudad Juárez (UACJ), por las facilidades

- prestadas y el apoyo a los alumnos del Programa de la Licenciatura en Finanzas del Instituto de Ciencias Sociales y Administración (ICSA) de la Universidad Autónoma de Ciudad Juárez (UACJ) que realizaron su servicio social y prácticas profesionales, así como la elaboración de su trabajo recepcional de investigación y que participaron activamente en la realización de este proyecto en su segunda etapa (Enero-Diciembre 2020) para llevar a cabo la recopilación de la información y los datos para el estudio del 2017 al 2020, éstos son:
- (a) Andrea Evelyn Reyes Escobar: Realización de Servicio Social.
 - (b) América Isamar Gámez Machado: Realización de Prácticas Profesionales.
 - (c) Manuel Alfonso Herrera González: Realización de su trabajo de recepcional de investigación para su titulación intracurricular.
- 3) A los estudiantes de la Benemérita Universidad Autónoma de Puebla (BUAP) que participaron en el Programa Delfín (Verano 2021) en modalidad online Junio-Julio 2021 para la conclusión de la tercera etapa del proyecto de investigación del 2021, éstos son:
- (a) Lesly Isabel Marroquin Bello: Estudiante de la Licenciatura en Contaduría Pública.
 - (b) Brayan Garza Flores: Estudiante de la Licenciatura en Economía.
- 4) A la Dra. Blanca Lidia Márquez Miramontes: Jefa del Departamento de Ciencias Administrativas de ICSA-UACJ por el apoyo prestado para participar en el IX y X Congreso Internacional de Investigación FIMEF ediciones 2019 y 2020.

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los principales objetivos de cada compañía es la creación de valor, lo cual refleja beneficios, incluso para los propietarios y accionistas. Según Freeman (1984) el objetivo de la empresa no puede ser otro que creación de valor. La creación de valor incluye adicionalmente todas las demandas legítimas de los distintos participantes que aportan recursos a la organización, ya que, cuanto mayor sea el valor creado, mayores son las posibilidades de retribuir adecuadamente, no sólo a los propietarios y directivos, sino también al resto de los participantes en la compañía (Cuervo, 1994).

Esto resulta coherente y de suma importancia, ya que se pretende incluir las demandas de cada participante que aporta recursos a la organización (directivos, accionistas, trabajadores, clientes y proveedores). A mayor valor creado, mayor será la retribución a cada uno y de manera positiva. Con lo anterior, se puede decir que la generación de riqueza y valor para los accionistas de las organizaciones está alineada con los objetivos personales y colectivos de los grupos

participantes. Así como también el cumplimiento de los objetivos por las partes interesadas, depende en gran medida del valor creado que tiene la empresa.

2. PLANTEAMIENTO

2.1 Antecedentes:

Existe una gran relación entre la creación de valor y la estructura de propiedad, lo cual ha sido evidente en algunos estudios donde se plantea que existe una relación negativa del apalancamiento sobre la creación de valor en empresas que poseen escasas opciones de crecimiento (positiva si fuese el caso contrario). La estructura de gobierno muestra la influencia nociva de la concentración de la propiedad cuando existen oportunidades de crecimiento. Hay una disminución en la relación positiva entre la participación accionaria de los consejeros y la creación de valor para la compañía en ausencia de oportunidades de crecimiento (De Andrés, Azofra y Rodríguez, 2000).

De acuerdo con Chkir y Saadi (2008), el gobierno corporativo afecta la manera en la que se establece el pago de dividendos de las empresas en respuesta al cambio en los impuestos. Incluso, se ha encontrado que las empresas con un gobierno corporativo débil han aumentado el pago de dividendos después de la reducción de las ganancias de capital, mientras que aquellas con un fuerte gobierno corporativo no cambian su política de dividendos.

El valor que generan las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, puede ser identificado a través del precio de mercado de las acciones de las emisoras que la conforman. De igual manera, supone la generación de rendimientos, sin embargo, el valor creado también se ve influenciado por las expectativas de crecimiento a futuro (Guillén, Carmona y Mascareñas, 2015).

2.2 Planteamiento del problema:

Debido a que la creación de valor tiene como objetivo considerar la renta residual o beneficio para el accionista, contribuir al crecimiento con la realización de nuevas inversiones e implementar la política de dividendos a los diversos grupos de la empresa, de acuerdo con la importancia que para cada uno represente (De Quevedo, De la Fuente y Delgado, 2005). Con esto, se puede plantear que el propio interés impone a los accionistas, y al resto de los participantes, en aras a maximizar el valor de sus derechos en la empresa y colaborar activamente en la tarea común de creación de valor (Rappaport, 1998).

Por otro lado, el término de estructura de propiedad cobra gran importancia. El control de la sociedad en relación con la participación accionaria es uno de los criterios más utilizados y

supone que el control de la propiedad de la empresa ocurre cuando algún accionista posee más del 5% del capital (Reyes, 2002). En esta investigación se utilizará este criterio.

2.3 Marco teórico:

A continuación, en los siguientes acápites, se describe en forma breve y resumida los aspectos teóricos que enmarcan a los elementos clave de la investigación que se basa en analizar el efecto de la estructura de propiedad en la política de dividendos y la creación de valor en empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

2.3.1 Estructura de propiedad

La estructura de propiedad, de acuerdo con Kiekow (2013), se refiere a la manera en cómo se propaga el capital de una compañía en relación con la concentración de los propietarios del capital y su poder de voto.

Conforme al análisis de Reyes (2002), se establece la siguiente clasificación de empresas en función de su estructura de propiedad y control:

- 1) Empresas controladas por los gerentes o ejecutivos. En particular, son empresas que tienen propiedad dispersa, donde los directivos tienen una gran inversión financiera y abusan de la situación. La organización está alineada con los intereses personales de los ejecutivos, sin tomar en cuenta los intereses de los accionistas. Generalmente estos se asocian con accionistas pasivos.
- 2) Empresas controladas por los propietarios. Son empresas donde existe una presencia relevante de un accionista externo. Los dueños de las empresas evitan tomar decisiones perjudiciales para mantener sus empleos. Esto sugiere que la presencia significativa de un accionista impulsa a la dirección a desarrollar estrategias para maximizar el valor para los accionistas.
- 3) Empresas controladas por los gerentes y propietarios. El consejo directivo, está motivación a realizar ciertas adquisiciones en beneficio del accionista, sin embargo, no toma en cuenta a los demás participantes en la organización.

Como aspectos positivos Kouki y Guizani (2009), argumentan que empresas con estructura de propiedad concentrada distribuyen un mayor porcentaje de dividendos y muestran una relación positiva entre la concentración de la propiedad y el pago de dividendos.

Ramli (2010) también establece que cuando la estructura de propiedad es más concentrada, las empresas pueden manejar un pago de dividendos más alto, ya que los grandes accionistas tienen una mayor influencia sobre políticas de este tipo. La presencia del segundo mayor

accionista (más del 5%) también tiene un efecto significativo y positivo en el pago de dividendos de las empresas. Esto indica que la presencia de otros grandes accionistas en las empresas alienta al mayor accionista a pagar dividendos más altos.

Sin embargo, como aspectos negativos Faccio, Lang & Young (2001), encuentran que la presencia de grandes accionistas en el mercado europeo reduce al mínimo la actividad de expropiación del accionista mayoritario, lo que redundaría en un pago de dividendos más alto. También, otro aspecto negativo es que el pago de dividendos somete a las empresas al escrutinio de los mercados de capitales, ya que la política de dividendos que las empresas decidieran tomar podría tener un rol de carácter informativo, al permitir allegar a los mercados información confiable sobre las expectativas de la empresa (Rozeff, 1982).

Gugler, Mueller, & Burcin Yurtoglu (2003), argumentan que la fortaleza de los sistemas de gobierno corporativo afecta la fuente de financiamiento preferida, que a su vez ayuda a explicar por qué las inversiones financiadas en diferentes formas exhiben tasas de retorno significativamente diferentes. Encuentran diferencias considerables entre países desarrollados y en desarrollo en cuanto a la efectividad de los sistemas de gobierno corporativo en alinear los intereses de los administradores y accionistas.

2.3.2 Concentración de propiedad

Es importante tomar en cuenta, tanto la estructura de propiedad, como su concentración. Ambas son relevantes para alinear los intereses de los accionistas y el consejo directivo. De acuerdo con Jensen (1986) y Stiglitz (1985) es más eficaz concentrar la propiedad en pocos accionistas, para que los directivos actúen en beneficio de la entidad. Esto con el objetivo de mantener al margen el uso de la deuda con el fin de prevenir el desaprovechamiento de los recursos o un crecimiento deficiente.

De igual manera, la concentración de la propiedad es determinante en la creación de valor. En presencia de oportunidades de crecimiento, una empresa con propiedad concentrada puede significar un obstáculo para la realización de proyectos que requieren de una gran inversión y capital humano de alto nivel (Burkart, Gromb y Panunzi, 1997).

Según un estudio de Galve y Salas (1996), las empresas son clasificadas en empresas familiares y no familiares, con base en su estructura de propiedad. Las empresas se clasifican como familiares cuando la participación accionaria se concentra en su mayoría en la familia. De acuerdo con diversas investigaciones, se puede argumentar que las empresas familiares

cuentan con una mayor eficiencia operativa, un menor tamaño y mayor rentabilidad (Reyes, 2002).

Y tal como lo afirman Chen, Cheung, Stouraitis & Wong (2005) la relación entre propiedad y pago de dividendos es positiva cuando la familia posee entre el 10% y el 35% de la propiedad de la compañía.

Además, la existencia de un conflicto de intereses intrafamiliares resulta en una mayor propensión a pagar dividendos y se fortalece el uso de prácticas de gobierno familiar (PGF). Porque, cuando la empresa no tiene accionistas externos (es decir, no familiares) y el patrimonio de la empresa se distribuye entre los miembros de la familia, pueden surgir conflictos entre los accionistas activos y pasivos de la familia. Los conflictos de intereses entre accionistas activos y pasivos probablemente ocurren en empresas familiares privadas y es probable que la política de dividendos refleje estos conflictos de intereses (Michiels, Voordeckers, Lybaert, & Steijvers, 2015).

Ahora bien, dentro de los aspectos negativos destacan las empresas en países con poca protección legal, donde los accionistas minoritarios reciben pagos de dividendos más bajos porque los inversores no tienen vías legales para forzar pagos más altos de las empresas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

2.3.3 Conflictos de agencia

De acuerdo con la teoría de agencia, la propiedad concentrada podría ser un mecanismo de gobernanza fuerte. La concentración de la propiedad familiar, la tenencia de acciones en una cartera no diversificada y el control de la gestión deberían reducir los costos de agencia (González, Guzmán, Pombo y Trujillo, 2014).

Por otro lado, aparece la figura de los blockholders, los cuales se refieren a los inversores de una compañía que poseen al menos el 5% de las acciones dentro de una empresa (Castrillo y San Martín, 2007). La evidencia más simple a favor de los blockholders sobre su influencia en el gobierno es su presencia. Holderness (2009), encuentra que la mayoría de las empresas en el mundo tienen blockholders internos y externos. Como resultado de esto, se infiere como primera evidencia que la presencia de blockholders incrementa el valor de la empresa.

La segunda evidencia es la relevancia de la identidad de los blockholders. Si los blockholders no participan en el gobierno, el valor de la empresa no se verá afectado por la tenencia un bloque en particular. Sin embargo, Holderness y Sheehan (1988) encuentran que, en comparación con

las empresas controladas y con dispersión en la propiedad, las empresas con blockholders mayoritarios tienen una importancia insignificante en la inversión, los rendimientos contables, la Q de Tobin y el apalancamiento.

Cuando se habla de inversionistas institucionales, se hace referencia a las sociedades de inversión como principales accionistas (Reyes, 2002). La concentración de la propiedad de las empresas se ha reducido con el tiempo, pero gracias a la aparición de los inversionistas institucionales e incentivos de supervisión, se ha impulsado la formación de estructuras accionarias más concentradas. Asimismo, constituye un mecanismo para la disminución de problemas de agencia inherentes al gobierno de las empresas (De Andrés, et.al., 2000).

De acuerdo con diversos estudios por Shleifer and Vishny (1986), Jarrell and Poulsen (1987), Brickley, Lease, and Smith (1988), Graves and Waddock (1990), los inversionistas institucionales influyen en la toma de decisiones de la empresa y ayudan a mitigar los conflictos de agencia, reduciendo su costo. Adicionalmente, estos evalúan el desempeño de la emisora constantemente para disminuir la volatilidad en las ganancias. En el entorno institucional, las empresas actúan como determinantes en el nivel y plazo de endeudamiento en el financiamiento de sus oportunidades de crecimiento. Se argumenta que las decisiones de apalancamiento están condicionadas por las características propias del entorno institucional en el que dichas compañías desarrollan sus actividades (Saona y Vallelado, 2003).

2.3.4 Política de dividendos

Por otro lado, la importancia de la política de dividendos reside en el papel fundamental que tiene dentro de la concentración de propiedad. El reparto de dividendos, según (López y Saona, 2007), contribuye a la captación de recursos financieros del mercado para la realización de proyectos de inversión rentables, por lo tanto, la empresa como los directivos quedan sometidos a la supervisión de estos mercados.

De acuerdo con San Martín (2015), los dividendos se consideran el pago a los accionistas por la aportación de fondos para la empresa, así como la recompensa por asumir los riesgos inherentes al negocio. Es por esto que se elabora una política de dividendos, con el fin de distribuir las ganancias obtenidas en función de las aportaciones de los accionistas a la compañía. Existe una relación positiva entre gobierno corporativo y el pago de dividendos en mercados emergentes. Además, en los países más desarrollados se cuenta con mayores regulaciones, y, por lo tanto, con mayor protección hacia los inversionistas, por lo que las empresas tienden a pagar mayores dividendos (Mitton, 2005).

La repartición de dividendos cumple con diversos objetivos en los mercados de capitales; como proporcionar información clara y fiable para el pronóstico del desempeño de la empresa. También, es posible emplear los dividendos para relacionar la discrecionalidad directiva con la destrucción de valor (López y Saona, 2007). Existe una relación entre los recursos a disposición discrecional de los directivos y el uso ineficaz de esos recursos (Jensen, 1986; Lang, Stulz y Walking, 1991; Szewczyk, Tsetsekos y Zantout, 1996). Con lo anterior, se puede decir que, a mayor reparto de dividendos, menor flujo de caja. Limitando la discrecionalidad directiva y obligando a tener una mejor eficiencia asignativa; lo que reduce costos de agencia (Lang y Litzenberger, 1989; Dewenter y Warther, 1998).

Según Piñeira (2018) la repartición de dividendos tiene tres posibles interpretaciones:

- 1) Se reduce el valor de la empresa por la disminución de los propios recursos y se debilita la capacidad para financiar su crecimiento.
- 2) Se aumenta el valor de la empresa, porque representa una repartición de utilidades, generalmente apreciada por los accionistas.
- 3) Los dividendos son neutrales al valor de la empresa y a los intereses de los accionistas; los cuales deberían ser indiferentes ante el pago de dividendos y la reinversión interna de las utilidades en la empresa.

2.3.5 Gobierno corporativo

El gobierno corporativo se refiere a la serie de mecanismos que tienen por objetivo alinear los intereses, tanto de los propietarios, como de los directivos y administradores. Estos mecanismos generalmente están clasificados en internos y externos a la compañía. Los mecanismos de control interno incluyen la estructura de propiedad de la empresa, el consejo de administración, sistemas de compensación ejecutiva, entre otros elementos. Mientras que los mecanismos externos están menos desarrollados y su importancia es relativamente menor (Campbell y Mínguez-Vera, 2007).

Las decisiones tomadas por la gerencia y los directivos afectan las condiciones de explotación de los recursos y su potencial de contribución a la creación de valor. Es ahí donde surgen conflictos de interés, ya que los directores pueden tomar ventaja de su posición jerárquica en la toma de decisiones e inclinar la distribución del valor a su beneficio. La asimetría en la distribución de utilidades puede provocar la salida de inversionistas actuales y el rechazo de futuros accionistas.

Si bien pueden existir diferencias en cuanto al gobierno corporativo dependiendo del país debido a diferentes obligaciones políticas y legales (Li, 1994), este juega un papel determinante dentro

de las organizaciones, donde uno de sus principales objetivos es reducir los costos de agencia y conflictos divergentes entre directivos y accionistas, de manera que se evite la separación entre propiedad y control. De acuerdo con la “Teoría de Agencia”, los mecanismos de gobierno corporativo que regulan la relación entre propiedad, dirección y el desarrollo de los mercados de capitales siempre van a buscar un equilibrio entre los objetivos de los propietarios y los accionistas (Rappaport, 1998). De esta manera se concentran los objetivos individuales de cada participante en uno integrador, concentrándose finalmente en la creación de valor para la empresa y en forma individual.

2.3.6 Creación de valor

En la teoría neoclásica, la creación de valor económico se refiere a la razón por la cual, el precio que los consumidores pagan por un bien o servicio es mayor que el costo de producirlo. Éste es el costo de oportunidad de los recursos. Sin embargo, existen otras maneras de crear valor para los accionistas:

- 1) Búsqueda de un resultado extrínseco. Se pueden buscar cosas inmateriales como un ascenso, reconocimientos, entre otros.
- 2) Búsqueda de un resultado intrínseco. No se producen por parte de la empresa, sino que se dan en uno mismo como satisfacción o formación.
- 3) Buscar resultados que generen aprendizajes. Cómo actuar con los demás (clientes, proveedores, trabajadores, etcétera).

Si se amplía el concepto de “valor”, entonces la expresión “crear valor para los accionistas” adquiere un nuevo sentido, que va más allá de los valores que se mencionan anteriormente (Argandoña, 2011). La creación de valor puede ser medida por el precio de las acciones del mercado, a través de las variables de rendimiento y crecimiento de las empresas (Guillén, Carmona y Mascareñas, 2015). Por su parte, Mascareñas (2001) considera que algunas empresas basan su valor en el rendimiento de los activos mientras que otras en las expectativas de crecimiento, por lo que es necesario una homogeneización del rendimiento actual y crecimiento de las empresas para generar una herramienta de diagnóstico que mida la creación de valor, lo cual resulta útil para la toma de decisiones financieras de la empresa

2.3.7 Modelo de Modigliani y Miller

De acuerdo con la teoría contenida en “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” por Franco Modigliani y Merton H. Miller (1958), los fondos que tienen las empresas para adquirir sus activos provienen desde instrumentos de deuda puros hasta emisiones de capital. Tomando que el rendimiento marginal de los activos tangibles es igual a la tasa de interés del mercado, más específico, al costo marginal de los fondos prestados. Esto se

deriva del criterio racional de toma de decisiones que cumple con la maximización de las utilidades y el valor del mercado de la empresa.

La maximización de las utilidades ocurre cuando es conveniente adquirir un activo, si se incrementan las utilidades netas de los propietarios de la empresa. Esto ocurrirá cuando la tasa de rendimiento del activo supere la tasa de interés. La maximización del valor de mercado ocurre cuando el adquirir el activo aumenta el valor del capital social, es decir, si se agrega valor de mercado en mayor proporción al costo de adquisición del activo.

El valor que agregue el activo será medido por medio de la capitalización del flujo generado descontado a la tasa de interés del mercado. De igual manera, este valor capitalizado va a exceder el costo, si y sólo si, el rendimiento del activo excede la tasa de interés. Se debe tomar en cuenta que, bajo cualquiera de los dos supuestos, el costo de capital es igual a la tasa de interés, sin importar, si los fondos se adquirieron mediante instrumentos de deuda o emisión de acciones comunes.

Si se incluye, una tasa de impuestos corporativos sobre la renta, bajo la cual, los intereses son deducibles, los accionistas se benefician con una estructura de capital con más apalancada. Sin embargo, este beneficio es mínimo (Modigliani y Miller, 1958). En el caso de México el artículo 140 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta (2016), las personas físicas, estarán sujetas a pagar una tasa del 10% adicional sobre los dividendos o utilidades distribuidas por las personas morales o empresas residentes en México. Dado que los dividendos disminuyen la financiación interna de la empresa, su repartición puede provocar el abandono de proyectos de inversión rentables o el descuido de oportunidades que podrían aumentar la creación de valor en el futuro.

2.3.8 Modelo Gordon - Shapiro

Según Piñeira (2018) "El Modelo de Descuento de Dividendos de Gordon" vincula la rentabilidad del accionista con el pago de dividendos y las ganancias implícitas de capital. A medio y largo plazo esta rentabilidad debería coincidir con la rentabilidad exigida, o coste del capital ordinario (k_e). De acuerdo con este modelo, el precio de una acción se obtiene calculando el valor presente de los dividendos estimados futuros, descontados a una tasa de rendimiento requerido (k_e). Los dividendos futuros serán estimados en base a la tasa de reinversión actual multiplicada por la tasa de las utilidades retenidas. Con lo cual, se puede concluir que un aumento en la tasa de reparto de dividendos generará rendimiento para los accionistas.

La rentabilidad exigida puede expresarse como la suma de la rentabilidad por dividendos más la tasa de crecimiento; por lo tanto, k_e no es estable y depende de la política de dividendos. La tasa

de crecimiento modifica el valor de la empresa, porque es la variable que relaciona los dividendos corrientes con los dividendos futuros. La empresa puede crecer más rápido si pospone la repartición. Por el contrario, un dividendo corriente más generoso disminuye la autofinanciación y obliga a moderar el ritmo de crecimiento.

El crecimiento por sí solo no crea valor, extiende o levanta el proceso de creación de valor, pero en cualquier caso la condición necesaria es que el rendimiento sobre el capital (ROE) mayor que la tasa de rendimiento requerida (k_e). Si el ROE es menor que el costo de capital k_e , el valor de la empresa es una función positiva de la tasa de repartición de dividendos. Es decir, la empresa tiene aún más valor cuanto más elevada es la proporción del beneficio que se reparte. La lógica detrás de este resultado reside en que los dividendos permiten que los accionistas utilicen estos recursos en inversiones con rentabilidad ajustada al riesgo o a otras alternativas que consideren adecuadas (Piñeira, 2018).

2.3.9 La Bolsa Mexicana de Valores y el tipo de inversionistas que operan en el mercado bursátil mexicano

En México una de las dos bolsas autorizadas por el mercado de valores es la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., y es una entidad financiera que opera por concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con apego a la Ley del Mercado de Valores. Es considerada un foro en el que se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México, siendo su objeto principal el facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, al mismo tiempo busca fomentar su expansión y competitividad (BMV, 2018).

Por lo tanto, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), representa el lugar físico donde se efectúan y registran las operaciones que hacen las casas de bolsa. Los inversionistas compran y venden acciones e instrumentos de deuda a través de intermediarios bursátiles llamados casas de bolsa, que a su vez operan en el mercado de valores. Al listar a una empresa en la BMV, se está invitando al inversionista a participar como socio en el proyecto de la propia empresa. Es por ello que las decisiones de administración deben enfocarse al logro de resultados que favorezcan el incremento en el valor de la empresa, y con ello el de sus accionistas.

La Bolsa Mexicana de Valores (BMV, 2018), define como emisoras a las empresas que bajo el cumplimiento de las disposiciones normativas correspondientes, ofrecen al mercado de valores los títulos representativos de su capital social (acciones), o valores que amparan un crédito colectivo a su cargo (obligaciones). Las emisoras son sociedades anónimas, organismos públicos, entidades federativas, municipios y entidades financieras que cumplen con las disposiciones establecidas y son representadas por una casa de bolsa, ofrecen al público

inversionista en el ámbito de la Bolsa Mexicana Valores como: acciones, títulos de deuda y obligaciones.

La composición de las emisoras que cotizan en los diferentes mercados a los que está dirigido la BMV se clasifica de acuerdo con el tipo de inversionista que en ella negocia y de acuerdo a los títulos valor que en ella operan. Los inversionistas son personas físicas o morales, nacionales o extranjeras que a través de las casas de bolsa colocan sus recursos; compran y venden valores, con la finalidad de minimizar riesgos, maximizar rendimientos y diversificar sus inversiones.

En los mercados bursátiles del mundo destaca la participación del grupo de los llamados "inversionistas institucionales", representado por sociedades de inversión, fondos de pensiones, y otras entidades con alta capacidad de inversión y amplio conocimiento del mercado y de sus implicaciones. Los inversionistas denominados "calificados", son aquéllos que cuentan con los recursos suficientes para allegarse de información necesaria para la toma de decisiones de inversión, así como para salvaguardar sus intereses sin necesidad de contar con la intervención de la autoridad (BMV, 2018).

2.3.10 El Índice de Precios y Cotizaciones

De acuerdo con la BMV (2018), el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) es el principal indicador de la Bolsa Mexicana de Valores; expresa el rendimiento del mercado accionario en función de las variaciones de precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa del conjunto de acciones cotizadas en la Bolsa. Se entiende que un índice permite observar el comportamiento y la tendencia de las empresas que forman parte del mismo. De acuerdo con el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (2009), el IPC fue estructurado desde 1978, expresa el comportamiento del mercado accionario mexicano y su dinamismo operativo. Por lo anterior, el IPC constituye un indicador de las fluctuaciones del mercado accionario considerando dos conceptos fundamentales:

- 1) La representatividad de la muestra en términos de la dinámica operativa del mercado, la cual es asegurada mediante la selección de las emisoras líderes en este rubro.
- 2) La estructura del cálculo que incorpora el valor de capitalización de las emisoras actúa como ponderador y determina la contribución que cada una de las series accionarias tiene dentro de la muestra del IPC.

El Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), tiene como principal objetivo, el constituirse como un indicador altamente representativo y confiable del Mercado Accionario Mexicano (Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, 2009). Respecto al control, el IPC es evaluado para hacer

cambios en la muestra con respecto a las emisoras que se encuentran mejor posicionadas en el mercado de valores, las emisoras seleccionadas entran en vigor en septiembre culminando el año en agosto cumpliendo con lo estipulado un periodo anual (BMV, 2018).

3. METODOLOGÍA

3.1 Tipo de estudio e hipótesis de la investigación

La investigación se basa en un diseño descriptivo y exploratorio, utiliza una muestra no probabilística e intencionada (Hernández, Fernández y Baptista, 2014) de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV, 2021). Los periodos anuales específicos para la investigación abarcan de septiembre 2017 hasta agosto 2020, que es el periodo que la BMV utiliza para listar cada periodo a las emisoras que conforman el IPC.

El estudio es no experimental, ya que se realiza sin manipular deliberadamente las variables, Hernández et. al, (2014). La finalidad de esta investigación consiste en analizar la creación de valor de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Derivado de lo anterior, a continuación se plantean las hipótesis de la investigación:

H₁: Existe una relación negativa entre la concentración de la propiedad familiar y el pago de dividendos.

H₂: Existe una relación positiva entre la propiedad institucional y el pago de dividendos.

H₃: Existe una relación positiva entre la propiedad de los blockholders y el pago de dividendos.

H₄: Existe una relación positiva entre la propiedad del público inversionista y el pago de dividendos.

H₅: Existe una relación positiva entre el rendimiento y el pago de dividendos.

H₆: Existe una relación negativa entre el crecimiento y el pago de dividendos.

La base de datos utilizada en esta investigación se encuentra conformada por 32 empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (Tabla 1). Dichas compañías fueron seleccionadas con base en la información pública disponible para la construcción de las variables del estudio, tanto para el análisis de la estructura de propiedad, como para el análisis de la creación de valor.

Tabla 1. Muestra de empresas utilizadas

| # | Clave | Nombre |
|---|----------|--------|
| 1 | ACCELSAB | Accel |
| 2 | ALFAA | Alfa |
| 3 | ALSEA | Alsea |

| | | |
|----|------------|----------------------|
| 4 | AMXA | América Móvil |
| 5 | ARA | Ara Consorcio |
| 6 | ASURB | Asureste |
| 7 | AXTELCPO | Axtel |
| 8 | BACHOCOB | Bachoco Industrias |
| 9 | BAFARB | Bafar Grupo |
| 10 | BIMBOA | Bimbo |
| 11 | CIDMEGA | Cid Mega Resort |
| 12 | CMRB | Cmr |
| 13 | KOFL | Coca Cola Femsa |
| 14 | ELEKTRA | Elektra Gpo |
| 15 | FRAGUAB | Fragua Corporativo |
| 16 | GCARSOA1 | GCarso |
| 17 | GFAMSAA | GFamsa |
| 18 | GIGANTE | Gigante Gpo |
| 19 | GMEXICOB | GMexico |
| 20 | GRUMAB | Gruma |
| 21 | KUOB | Grupo Kuo |
| 22 | HERDEZ | Herdez |
| 23 | KIMBERB | Kimberly Clark Mex |
| 24 | LIVEPOLC-1 | Liverpool Puerto de |
| 25 | MEDICAB | Médica Sur |
| 26 | OMAB | OMA |
| 27 | POSADASA | Posadas Gpo |
| 28 | SORIANAB | Soriana Organización |
| 29 | TLEVISACPO | Televisa Gpo |
| 30 | AZTECACPO | TV Azteca |
| 31 | VITROA | Vitro |
| 32 | WALMEX | Wal Mart de México |

Fuente: Elaboración propia.

3.2 Homogeneización de las variables utilizadas para realizar el análisis de la estructura de propiedad

Para realizar el análisis de regresión múltiple se utilizó el software «EViews» (EViews 10.0 SV, 2018). Como variable dependiente se tomó 1) la política de distribución de dividendos sobre activos totales y 2) la política de distribución de dividendos sobre utilidades netas; y con ello, analizar el impacto que tiene la estructura de propiedad sobre esta, así como también para sus variables de control dentro de las que se encuentran: tamaño de la empresa, deuda, creación de valor, flujo de caja disponible, volatilidad, entre otros.

Debido a la naturaleza de los datos, se tomó la decisión de utilizar el *Modelo de Tobit* (modelo de regresión censurado con un único punto de censura), propuesto en el año de 1958 por James Tobin, mencionado por Mancinelli y Ozkan (2006)¹. Este modelo define la distribución de la

¹ En su estudio "Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms" mencionan que como algunas empresas no pagan dividendos, su valor es cero. Por lo tanto, las estimaciones de los coeficientes MCO podrían ser inconsistentes y sesgadas hacia cero.

variable dependiente censurada (y) con un único punto de censura inferior a 0. Es necesario utilizar la variable aleatoria original subyacente o latente y^* .

$$DIV1 = \frac{DIV \text{ por acción}}{Activos Totales} \quad (\text{Ecuación 1})$$

$$DIV2 = \frac{DIV \text{ por acción}}{Utilidades netas} \quad (\text{Ecuación 2})$$

Con esto, la variable censurada y toma los valores:

$$f(DIV1) = \begin{cases} 0, & DIV1^* \leq 0 \\ DIV1^*, & DIV1^* > 0 \end{cases} \quad (\text{Ecuación 3})$$

$$f(DIV2) = \begin{cases} 0, & DIV2^* \leq 0 \\ DIV2^*, & DIV2^* > 0 \end{cases} \quad (\text{Ecuación 4})$$

Como el interés de la aplicación del Modelo Tobit reside en el estudio de las variables x asociadas con la variable latente y^* , las estimaciones obtenidas de β en este modelo van a representar directamente el efecto marginal que cada una de las variables x tiene en el valor medio de y^* (Zuehlke, 2003).

Es importante mencionar que, en la aplicación del Modelo Tobit, la no normalidad afecta en mayor medida, comparada con otros modelos de regresión lineal, generando que los estimadores β sean inconsistentes (Bleda, 2002).

La estimación se realiza tomando como variables de estructura de propiedad: familia controladora, inversores institucionales (bancos e instituciones financieras), blockholders (accionistas individuales que no pertenecen a la familia que poseen el 5% o más de la propiedad sobre compañía) y el gran público inversionista. El modelo econométrico propuesto es el que se muestra en la Ecuación 5 y las variables utilizadas que conforman el análisis según lo referido anteriormente son las que se presentan en la Tabla 2:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 INS_{it} + \beta_3 BH_{it} + \beta_4 PUB_{it} + \beta_5 VOL_{it} + \beta_6 QT_{it} + \beta_7 DEUDA_{it} + \beta_8 CF_{it} + \beta_9 TAM_{it} + \beta_{10} REN_{it} + \beta_{11} CRE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Ecuación 5})$$

Tabla 2. Variables utilizadas para el modelo de regresión múltiple

| Variable | Siglas | Definición |
|---|--------|--|
| Dividendo por acción respecto a activos totales | DIV1 | Dividendo por acción dividido entre los activos totales. |

| | | |
|--|--------|--|
| Dividendo por acción respecto a utilidades | DIV2 | Dividendo por acción dividido entre las utilidades netas. |
| Estructura propiedad familiar | FAMOWN | Porcentaje de tenencia accionaria por parte de la familia (Anderson y Reeb, 2003). |
| Estructura de propiedad institucional | INST | Porcentaje de tenencia accionaria de inversionistas institucionales. |
| Estructura de blockholders | BH | Porcentaje de tenencia accionaria de blockholders. |
| Estructura del gran público inversionista. | PUB | Porcentaje de tendencia accionaria del gran público inversionista. |
| Volatilidad en las ganancias | VOL | Determinada por el rendimiento anual de EBITDA (Bradley, Jarrell y Kim, 1984); Pago de dividendos con desincentivo de riesgo (Mínguez y Martín, 2007). |
| Creación de valor de la empresa | CV | Calculado a través de la Q de Tobin. Determinando por el valor de mercado de los activos totales más el valor en libros de la deuda sobre los activos totales (Mínguez, 2007). |
| Apalancamiento financiero | DEUDA | Grado de uso de deuda y capital preferente para financiar sus operaciones. |
| Flujo de caja libre | FC | Considerado flujo de efectivo positivo. Determinado por la utilidad antes de impuestos más depreciaciones y gastos de interés (Lang y Litzenberger, 1989; Dewenter y Warther, 1998). |
| Tamaño de la compañía | TAM | Determinado por el logaritmo natural del activo total positivo (Chai, 2010; Baba, 2009; Redding,1997). Asimismo, Titman y Wessels (1988) señalan que las grandes empresas tienen una mayor probabilidad de pagar dividendos. Fama y French (2001). |
| Rendimiento | REN | Indica el valor de la acción con respecto a su valor en libros. Se obtiene a partir del rendimiento obtenido por los activos actuales de la empresa (Ludwig, Ringbeck, y Schulte-Bockum (2000). |
| Crecimiento | CRE | Indica la proporción de precio a valor contable. Se obtiene a partir del crecimiento esperado por el mercado. Es más volátil que el “rendimiento actual”, debido a que refleja las expectativas que el mercado tiene sobre la empresa, dado que las bolsas de valores se basan en expectativas. Este es realmente el valor que se negocia en las mismas (Ludwig, Ringbeck, y Schulte-Bockum 2000). |

Fuente: Elaboración propia.

3.3 Homogeneización de las variables para la realización del mapa de crecimiento

El mapa de valor de crecimiento es una herramienta de diagnóstico, utilizada para evaluar la efectividad de la estrategia de la empresa y señalar las variables más influyentes en la creación de valor (Ludwig, Ringbeck, y Schulte-Bockum, 2000). El mapa del valor se grafica a partir de la base de datos anual para las emisoras señaladas anteriormente. En el eje horizontal (abscisas) se representa el “rendimiento actual” y en el eje vertical (ordenadas) “crecimiento” (Mascareñas, 2001). Los valores de crecimiento y rendimiento se pueden homologar a través de la razón “precio a valor contable” (Ecuación 6) cuyas variables se explican a continuación en la Tabla 3:

$$\frac{P_0}{VCA} = \frac{UPA/k}{VCA} + \frac{VAOC}{VCA} \quad (\text{Ecuación 6})$$

Tabla 3. Variables utilizadas para obtener el rendimiento y crecimiento

| Variable | Siglas | Fórmula | Definición |
|--|--------|---|--|
| Precio de mercado por acción | P_0 | $P_0 = \text{precio de mercado}$ | Es el promedio anual del precio de cierre por acción de cada emisora. |
| Valor contable accionario | VCA | $VCA = \frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Número de acciones}}$ | Es el valor de los activos netos por cada acción. |
| Utilidad por acción | UPA | $UPA = \frac{\text{Ut. neta operativa} - \text{Div. pref.}}{\text{Número de acciones}}$ | Es la utilidad neta operativa después de la repartición del dividendo preferencial por acción. |
| Valor actual de las oportunidades de crecimiento | VAOC | $VAOC = P_0 - V. \text{Estable}$ | Indica la diferencia entre el precio de mercado de la acción y su valor estable. Es decir, la diferencia entre el precio y la utilidad por acción por cada unidad de rendimiento requerida por los accionistas. |
| Rendimiento | REN | $\text{Rendimiento} = \frac{UPA/K}{VCA}$ | Indica el valor de la acción con respecto a su valor en libros. Se obtiene a partir del rendimiento obtenido sobre los activos actuales de la empresa. |
| Crecimiento | CRE | $\text{Crecimiento} = \frac{VAOC}{VCA}$ | Indica la proporción de precio a valor contable. Se obtiene a partir del crecimiento esperado por el mercado. Es más volátil que el “rendimiento actual”, debido a que refleja las expectativas que el mercado tiene sobre la empresa, dado que las bolsas de valores se basan en expectativas. Este es realmente el valor que se negocia en las mismas. |

Fuente: Guillén, et al (2015), con base en Ludwig, Ringbeck, & Schulte-Bockum (2000).

Entonces, para calcular el rendimiento requerido se utiliza el *Modelo CAPM* (Ecuación 7), cuyas variables se definen a continuación (véase Tabla 4):

$$k = TLR + \beta_i(R_m - TLR) \quad (\text{Ecuación 7})$$

Tabla 4. Variables utilizadas en el Modelo CAPM

| Variable | Siglas | Definición |
|---|-------------------|---|
| Tasa de rendimiento requerida por los accionistas | k_e | Es el costo de capital obtenido o requerido por los accionistas. |
| Beta | β_i | Especifica el riesgo sistemático o de mercado, es decir, la volatilidad las acciones. |
| Tasa libre de riesgo | TLR | Es la tasa promedio anual de los Certificados de la Tesorería (CETES) a 364 días. |
| Cartera de mercado | m | Es el rendimiento promedio del mercado bursátil mexicano representado por el IPC de la BMV. |
| Razón precio-valor en libros | $\frac{P_0}{VCA}$ | Múltiplo indica si la empresa está sobrevalorada (>1) o subvalorada (<1) en relación con su valor contable. |
| Precio de cierre | P_0 | Es el promedio del precio de cierre de la acción en el periodo. |

Fuente: Elaboración propia.

3.4 Análisis de regresión múltiple

De acuerdo con Gujarati y Porter (2010), el análisis de regresión múltiple trata el estudio de una variable dependiente respecto a dos o más variables explicativas, con el objetivo de estimar o predecir la media poblacional de la primera en términos de los valores conocidos de las segundas.

Para el modelo de regresión utilizamos el modelo de Tobit, ya que sólo algunos datos de la variable regresora están disponibles; esto se conoce como una muestra censurada. A continuación, se establecen las variables a incluir en las corridas del modelo de regresión, el análisis de los datos y la discusión de los resultados obtenidos (véase Figura 1).

3.4.1 Variables dependientes

- ✓ Dividendos por acción con respecto a los activos totales (DIV 1)
- ✓ Dividendos por acción con respecto a las ganancias o utilidades (DIV 2)

3.4.2 Variables independientes

- ✓ Estructura de propiedad
 1. Concentración familiar (FAM)
 2. Propiedad institucional (INST)
 3. Blockholders (BH)
 4. Público inversionista (PUB)

- ✓ Variables de control:
 1. Volatilidad (VOL)
 2. Creación de valor (Q_T)
 3. Deuda (DEUDA)
 4. Flujos de caja (FC)
 5. Tamaño (TAM)
 6. Rendimiento (REN)
 7. Crecimiento (CRE)

El coeficiente de determinación múltiple R^2 mide el grado de asociación lineal entre la variable dependiente y las variables independientes, es decir, que tan bien se ajusta la línea de regresión a los datos. En el caso de un modelo de regresión múltiple (Figura 1), el coeficiente R^2 indica el grado la proporción de la variación en la variable dependiente explicada por las variables independientes (Gujarati y Porter, 2010).

Figura 1. Variables utilizadas en el modelo de regresión múltiple



Fuente: Elaboración propia.

3.5 Estadística descriptiva

A continuación, se muestran los resultados de la estadística descriptiva de cada una de las variables utilizadas para el modelo de regresión (Tabla 5).

Tabla 5. Estadística descriptiva

| Descripción de las variables | Variables | Promedio | Mínimo | Máximo |
|---|-----------|-------------|----------------|---------------|
| Dividendo por acción respecto a los activos totales | DIV1 | \$0.02 | \$0.00 | \$0.23 |
| Dividendo por acción respecto a las ganancias o utilidades | DIV2 | \$0.30 | -\$0.62 | \$4.71 |
| Porcentaje de concentración familiar | FAM | 23% | 0% | 86% |
| Porcentaje de blockholders | BH | 22% | 0% | 86% |
| Porcentaje de propiedad institucional | INST | 17% | 0% | 90% |
| Porcentaje de propiedad del público inversionista | PUB | 39% | 0% | 92% |
| Q de Tobin positiva | CV | 3.70 | 0.03 | 102.31 |
| Tamaño: Cantidad de activos totales (miles de pesos) | TAM | \$17.75 | \$14.63 | \$21.15 |
| Deuda total | DEUDA | 59% | 25% | 158% |
| Flujo de efectivo (miles de pesos), transformados a logaritmo natural | FC | \$7,866,449 | -\$143,185,450 | \$351,639,357 |
| Volatilidad | VOL | -5.67 | -683.64 | 34.13 |
| Rendimiento | REN | -3.51 | -823.14 | 107.57 |
| Crecimiento | CRE | 14.99 | -103.28 | 827.51 |

Fuente: Elaboración propia.

4. RESULTADOS

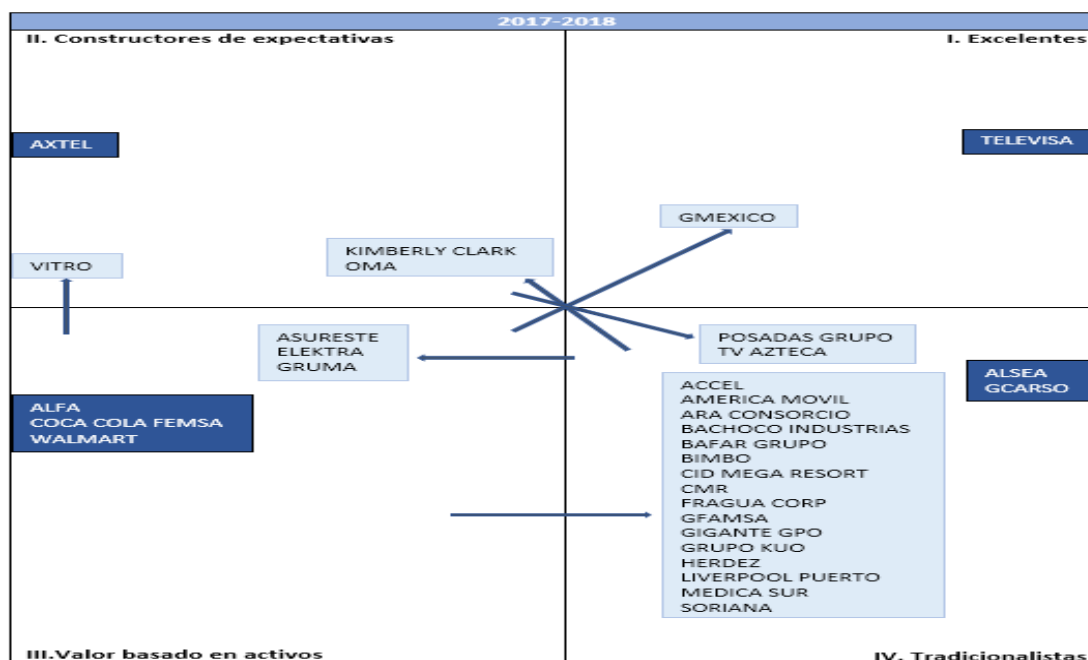
Se obtuvieron los valores de rendimiento y crecimiento a partir de las variables: valor estable, valor contable accionario y valor actual de las oportunidades de crecimiento. El rendimiento representa el desempeño de la empresa en la Bolsa Mexicana de Valores en el corto plazo, visualizado en el eje de las abscisas (X). Mientras que, el crecimiento indica el desempeño a largo plazo visualizado en el eje de las ordenadas (Y). Se construyeron cuatro mapas de valor, uno para cada año, desde 2017 hasta 2020. Para la construcción de los ejes se utilizaron la media del rendimiento y crecimiento de cada año y a partir de ellos se delimitaron los cuadrantes. Los cuadrantes se clasifican de la siguiente manera:

- I. Excelentes: rendimiento y crecimiento mayores a la media del mercado. En este cuadrante se encuentran las empresas que están creando valor para sus accionistas y se consideran atractivas para los futuros inversionistas.

- II. Creadoras de expectativas: rendimiento menor a la media del mercado y crecimiento mayor a la media del mercado. Para el mercado bursátil, estas son las emisoras que no están obteniendo rendimientos actuales, pero se espera que generen crecimiento a futuro.
- III. Valor basado en activos: rendimiento y crecimiento menores a la media del mercado. Para el mercado bursátil, estas empresas deben modificar sus estrategias y sus actividades de operación para crear valor. Este cuadrante se considera como el más desfavorable.
- IV. Tradicionalistas: rendimiento mayor a la media del mercado y crecimiento menor a la media del mercado. Para el mercado bursátil, este cuadrante es óptimo si se desea obtener rendimientos a corto plazo, pero no para el largo plazo, ya que estas emisoras no están generando crecimiento.

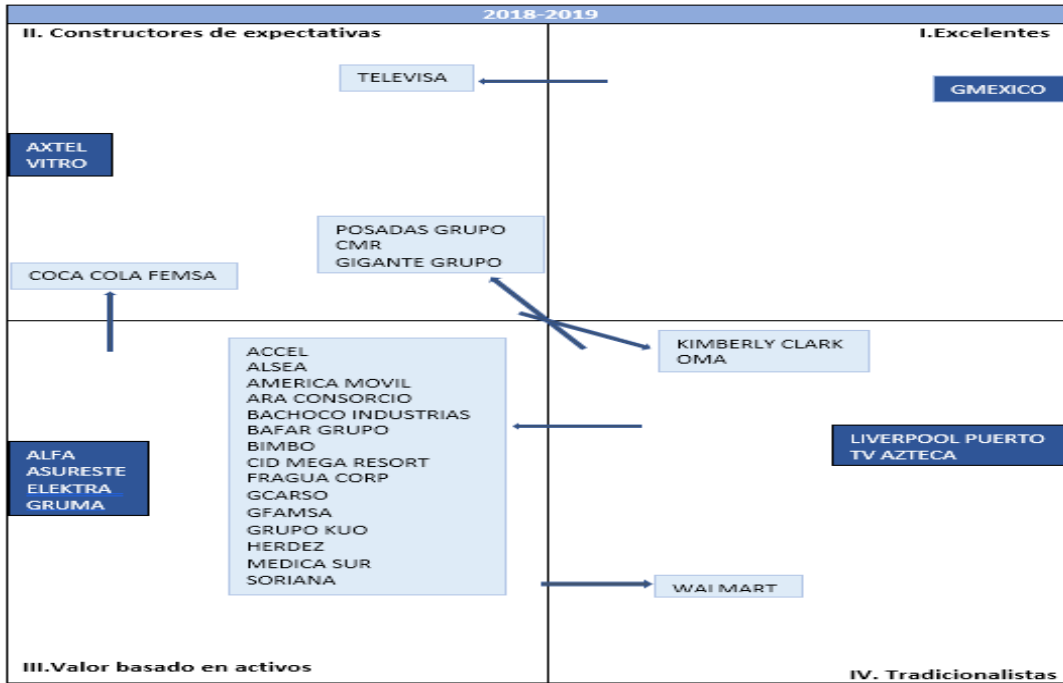
También se crearon ilustraciones (1 a la 4) que indican el desplazamiento en los cuadrantes de las empresas con base en estos mapas y las empresas se muestran divididas en bloques. Los bloques color azul fuerte contienen a las empresas que se mantuvieron en el mismo cuadrante que el año anterior. En los bloques de color azul claro se incluyen a las empresas que cambiaron de cuadrante. Las flechas indican el cuadrante donde se encontraban las empresas el año anterior y a cuál se movieron posteriormente.

Ilustración 1. Evolución de las empresas del 2017 al 2018



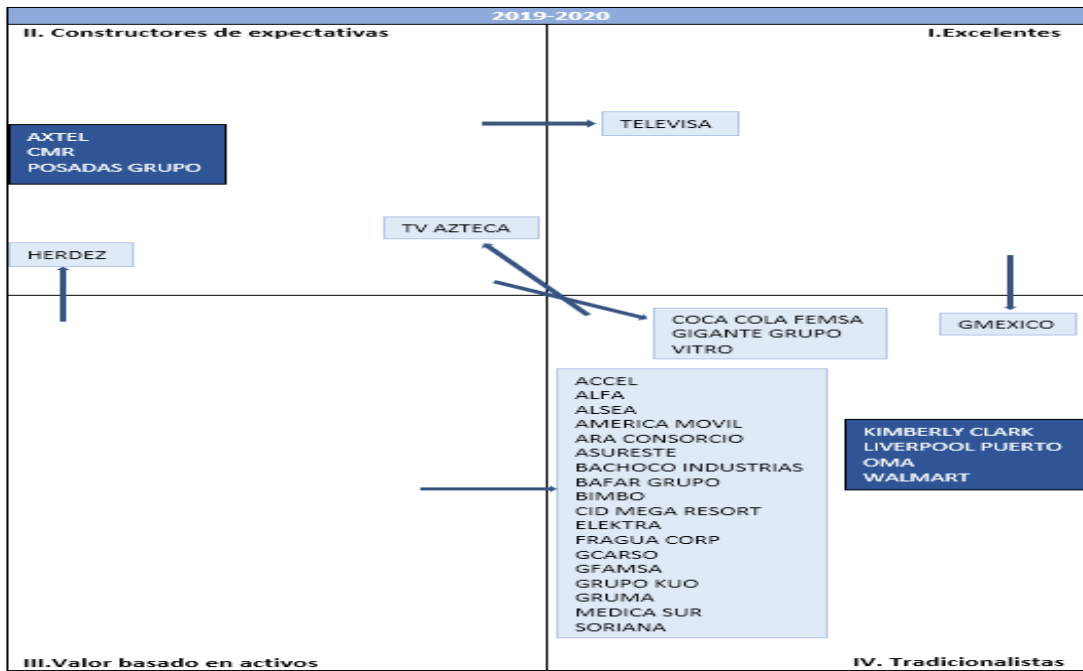
Fuente: Elaboración propia.

Ilustración 2. Evolución de las empresas del 2018 al 2019



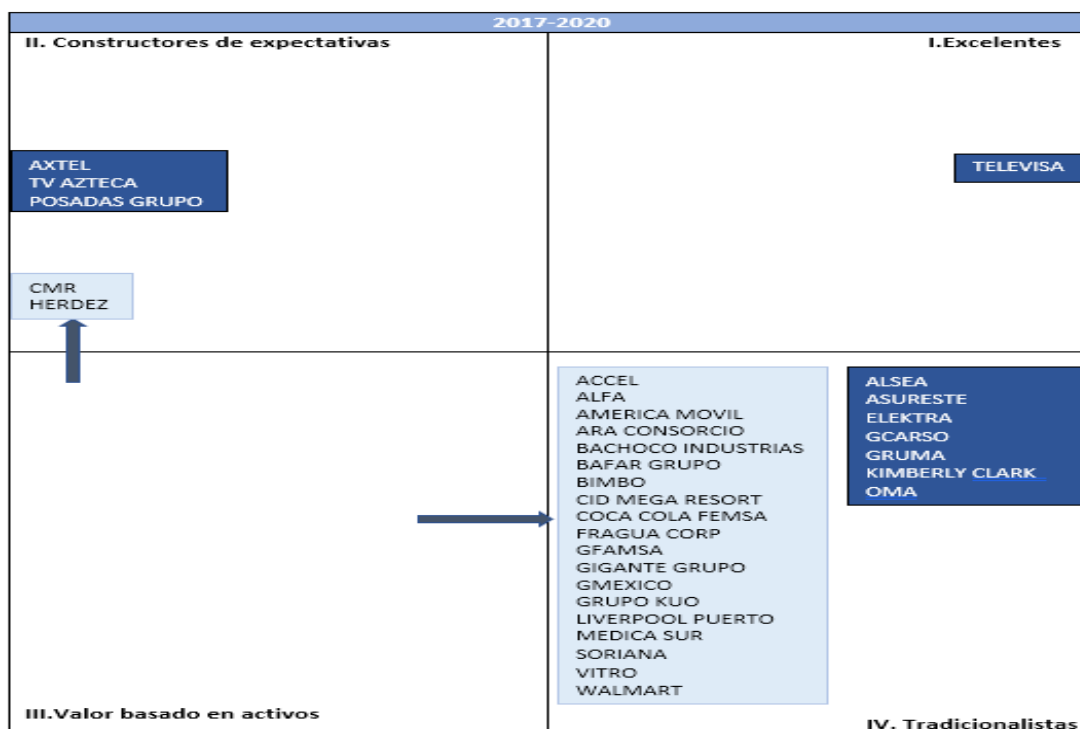
Fuente: Elaboración propia.

Ilustración 3. Evolución de las empresas del 2019 al 2020



Fuente: Elaboración propia.

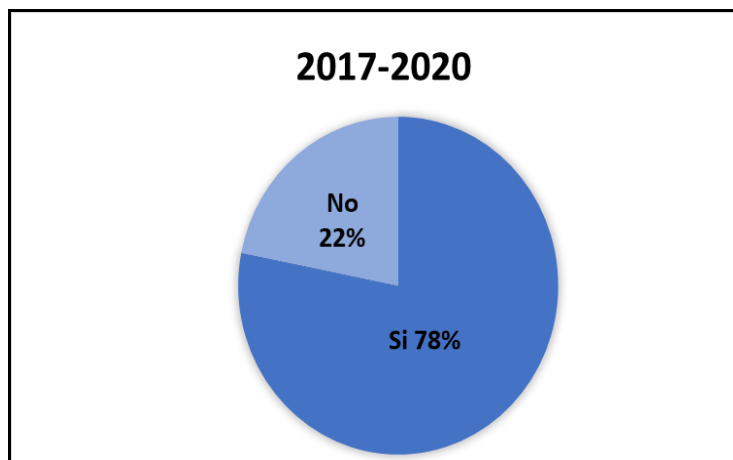
Ilustración 4. Evolución de las empresas durante el periodo 2017 al 2020



Fuente: Elaboración propia.

Las emisoras que se sometieron al análisis durante el periodo 2017-2020 presentaron movimientos en los precios al alza y a la baja. Se encontró que de las 32 emisoras que conformaron nuestra muestra, sólo 25 crearon valor para los accionistas (78%). (Véase Gráfica 1 e Ilustración 5).

Gráfica 1. Movimiento de los precios y creación de valor del periodo 2017 al 2020



Fuente: Elaboración propia.

Ilustración 5. Conformación de la creación de valor de las emisoras durante del 2017 al 2020

| Si crearon Valor | | | | |
|------------------|--------------------|--------------------|---------------------|----------------------|
| Accel | Bachoco Industrias | Coca Cola Femsa | Grupo Kuo | Soriana Organización |
| Alfa | Bafar Grupo | Fragua Corporativo | Herdez | Televisa Gpo |
| América Móvil | Bimbo | GFamsa | Liverpool Puerto de | TV Azteca |
| Ara Consorcio | Cid Mega Resort | Gigante Gpo | Médica Sur | Vitro |
| Axtel | Cmr | GMexico | Posadas Gpo | Wal Mart de México |

| No crearon Valor | | | | |
|--------------------|----------|-------------|--------|-------|
| Alsea | Asureste | Elektra Gpo | GCarso | Gruma |
| Kimberly Clark Mex | OMA | | | |

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados obtenidos con ambas variables DIV1, (dividendos por acción sobre activos totales, véase Tabla 6) así como DIV2, (dividendos por acción sobre utilidades totales, véase Tabla 7), muestran que la concentración de propiedad en familias si influye de forma negativa en el pago de dividendos por parte de la empresa. Sin embargo, la presencia de “blockholders” o accionistas individuales con porcentajes de propiedad significativos, es decir, con un 5% o más de concentración de la propiedad tiene un efecto significativo y positivo sobre el pago de dividendos.

Tabla 6. Regresión múltiple: Dividendos por acción sobre activos totales (DIV 1)

| VARIABLE EXCLUIDA | HIPÓTESIS ACEPTADA | IMPACTO + | IMPACTO - |
|--|--------------------|------------------------|------------------------------|
| NINGUNA | H2,H3,H4,H6 | BH,INST,PUB,QTOBIN,TAM | VOL,DEUDA,REND,CREC |
| BLOCKHOLDERS | H1,H6 | QTOBIN,CF,TAM | FAM,INST,VOL,DEUDA,REND,CREC |
| INSTITUCIONAL | H3,H4,H6 | BH,PUB,QTOBIN,TAM | VOL,DEUDA,REND,CREC |
| FAMILIAR | H3,H4,H6 | BH,PUB,QTOBIN,TAM | VOL,DEUDA,REND,CREC |
| PÚBLICO | H1,H6 | QTOBIN,TAM | FAM,VOL,DEUDA,REND,CREC |
| FAMILIAR Y PÚBLICO | H3 | BH,TAM | VOL,DEUDA |
| FAMILIAR Y BLOCKHOLDERS | H6 | QTOBIN,CF,TAM | VOL,DEUDA,REND,CREC |
| FAMILIAR E INSTITUCIONAL | H3,H4,H6 | BH,PUB,QTOBIN,TAM | VOL,DEUDA,REND,CREC |
| BLOCKHOLDERS Y PÚBLICO | H1,H6 | QTOBIN,CF,TAM | FAM,INST,VOL,DEUDA,REND,CREC |
| BLOCKHOLDERS E INSTITUCIONAL | H1,H6 | QTOBIN,CF,TAM | FAM,VOL,DEUDA,REND,CREC |
| INSTITUCIONAL Y PÚBLICO | H1,H3,H6 | BH,QTOBIN,TAM | FAM,VOL,DEUDA,REND,CREC |
| INSTITUCIONAL, BLOCKHOLDERS Y PÚBLICO | H1,H6 | QTOBIN,CF,TAM | FAM,VOL,DEUDA,REND,CREC |
| INSTITUCIONAL, BLOCKHOLDERS Y FAMILIAR | H4,H6 | PUB,QTOBIN,CF,TAM | VOL,DEUDA,REND,CREC |
| FAMILIAR, BLOCKHOLDERS Y PÚBLICO | H6 | QTOBIN,CF,TAM | VOL,DEUDA,REND,CREC |
| FAMILIAR, INSTITUCIONAL Y PÚBLICO | H3 | BH,TAM | VOL,DEUDA |

Fuente: Elaboración propia.

La propiedad institucional no tiene un impacto positivo con el pago de dividendos porque:

- 1) No les ayuda a monitorear y controlar el rendimiento de sus inversiones.
- 2) No les ayuda a controlar y reducir posibles comportamientos oportunistas por parte de la dirección.
- 3) Su principal interés es obtener el cobro de sus intereses.

Existe relación positiva con el flujo de caja y el pago de dividendos, con lo cual se evidencia que la concentración familiar influye negativamente. Además, la presencia de blockholders afecta positivamente el pago de dividendos, pero al existir concentración de propiedad en manos de la familia, se mitiga el problema.

Tabla 7. Regresión múltiple: Dividendos por acción sobre utilidades totales (DIV 2)

| VARIABLE EXCLUIDA | HIPÓTESIS ACEPTADA | IMPACTO + | IMPACTO - |
|--|--------------------|---------------------|-------------------------|
| NINGUNA | H2,H3,H4 | FAM,BH,INST,PUB,TAM | VOL |
| BLOCKHOLDERS | H1,H4 | PUB,TAM | FAM,INST,VOL,DEUDA |
| INSTITUCIONAL | H3,H4 | BH,PUB,TAM | VOL |
| FAMILIAR | H3,H4,H6 | BH,PUB,TAM | VOL,CREC |
| PÚBLICO | H1 | TAM | FAM,INST,VOL,DEUDA |
| FAMILIAR Y PÚBLICO | H3 | BH,TAM | VOL,DEUDA |
| FAMILIAR Y BLOCKHOLDERS | H4 | PUB,CF,TAM | INST,VOL |
| FAMILIAR E INSTITUCIONAL | H3,H4 | BH,PUB,TAM | VOL,DEUDA |
| BLOCKHOLDERS Y PÚBLICO | H1 | TAM | FAM,INST,VOL,DEUDA |
| BLOCKHOLDERS E INSTITUCIONAL | H1,H4,H6 | PUB,QTOBIN,TAM | FAM,VOL,DEUDA,REND,CREC |
| INSTITUCIONAL Y PÚBLICO | H3 | BH,TAM | VOL,DEUDA |
| INSTITUCIONAL, BLOCKHOLDERS Y PÚBLICO | H1 | TAM | FAM,VOL,DEUDA |
| INSTITUCIONAL, BLOCKHOLDERS Y FAMILIAR | H4 | PUB,CF,TAM | VOL,DEUDA |
| FAMILIAR, BLOCKHOLDERS Y PÚBLICO | NINGUNA | TAM | INST,VOL,DEUDA |
| FAMILIAR, INSTITUCIONAL Y PÚBLICO | H3 | BH,TAM | VOL,DEUDA |

Fuente: Elaboración propia.

Esto indica que, la presencia de pequeños accionistas individuales (blockholders y público inversionista) denota un efecto interesante sobre la política de pago de dividendos en el entorno mexicano que puede considerarse para futuras líneas de investigación, tal como lo señala San Martín (2017) “[...sería interesante ampliar el presente trabajo ahondando más en la problemática entre accionistas mayoritarios y minoritarios, así como otros análisis en los que se incluya a otro tipo de accionistas principales como el papel del gobierno y las corporaciones extranjeras...]”.

5. CONCLUSIONES

La estructura de propiedad es un tema prioritario que debe tomarse en cuenta para definir la política de dividendos de la empresa, debido a que funge como un mecanismo de gobierno sustituto cuando se tratan de mitigar los problemas de agencia, es decir, el pago de dividendos se utiliza como un mecanismo para controlar el comportamiento de los directivos siempre y cuando los flujos de caja libre estén disponibles, considerando el pago de dividendos con respecto a las utilidades netas (DIV2). Tal es el caso del contexto mexicano, porque de acuerdo

con los resultados obtenidos se observa que cuando existe una importante concentración de la propiedad (Jensen, 1986) citado en San Martín (2017) se facilita una mejor supervisión de las actividades de la empresa por parte de los principales accionistas (familias), con lo que reducen así el conflicto de agencia.

Dado lo anterior, también es importante considerar que si la variable de control “flujos de caja libres” tiene relación positiva y significativa con el pago de dividendos con respecto a las utilidades netas (DIV2); los resultados apuntan a que cuanto mayor sea el pago de dividendos la empresa se apalanca a largo plazo, obteniendo a cambio mayor liquidez en el corto plazo al contar con mayor flujo de efectivo. Sin embargo, a largo plazo se frenaría el crecimiento sostenido de la empresa, y esto es importante también considerarlo para estudios a posteriori.

REFERENCIAS (bibliografía)

- Anderson, R., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328. <http://doi.org/10.2139/ssrn.303864>
- Argandoña, A. (2011). La teoría de los stakeholders y la creación de valor. *Cátedra “La Caixa” de Responsabilidad Social de la Empresa Y Gobierno Corporativo*, 1(1), 15. <https://upcommons.upc.edu/handle/2099/13379>
- Baba, N. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 163–174. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.04.001>
- Bleda, M.J. y Tobias, A. (2002). *Aplicación de los modelos de regresión Tobit en la modelización de variables epidemiológicas censuradas*. Instituto de Salud Carlos III de Madrid, 1(1), 8. <https://core.ac.uk/download/pdf/81177910.pdf>
- Bolsa Mexicana de Valores, (2021). *Listado de emisoras que cotizan en el mercado bursátil mexicano*. <http://www.bmv.com.mx/es/empresas-listadas>
- Bradley, M., Jarrell, G.A., & Kim, E.H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 39, 857–878, <http://doi.org/10.2307/2327950>
- Brickley, J. A., Lease, R. C & Smith, Jr., C. W (1988). Ownership Structure and Voting on Anti-Takeover Amendments. *Journal of Financial Economics*. 20, 267-291. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90047-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90047-5)
- Burkart, M., Gromb D. & Panunzi F. (1997). Large shareholders monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*. 12(3), 36. <https://doi.org/10.1162/003355397555325>
- Campbell, K. & Mínguez- Vera, A. (2007). The influence of gender on Spanish boards of directors: an empirical analysis. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.* 1(1), 31. <http://web2011.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2007-08.pdf>
- Castrillo, L. A., y San Martín, J. M. (2007). La propiedad familiar como mecanismo de gobierno disciplinador de la dirección en las empresas mexicanas: una evidencia empírica. *Contaduría y Administración*, (222), 59-82. <http://www.scielo.org.mx/pdf/cya/n222/n222a5.pdf>

- Chai, D.H. (2010). *Foreign corporate ownership and dividends*. Working paper N°401. Centre for Business Research, University of Cambridge.
- Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.12.001>
- Chkir, I. & Saadi, S. (2008). Dividends and corporate governance: the effect of Canadian tax reforms. *Canadian Tax Journal*, 59(3), 34. <https://www.researchgate.net/publication/228380077>
- Cuervo, A. (1994). *Análisis y planificación financiera de la empresa* (1° ed.). Madrid: Editorial Civitas.
- De Andrés, P., Azofra, V. y Rodríguez, J.A. (2000). Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español. *Investigaciones Económicas*, 24(3), 40. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=17324306>
- De Quevedo, E., De la Fuente, J.M. y Delgado, J.B. (2005). Reputación corporativa y creación de valor. Marco teórico de una relación circular. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 11(2), 19. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/1357926.pdf>
- Dewenter, K.L. & Warther, V.A. (1998). Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms. *The Journal of Finance*, 53(3), 26. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/0022-1082.00038>
- Easterbrook, F. (1984). Two agency cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- EViews. (2018). *Student version [Software v.10]*. Irvine, California. Quantitative Micro Software.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54-78. <https://www.jstor.org/stable/2677898>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*. 60(1), 3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Fluck, Z. (1998a). Optimal financial contracts: Debt versus outside equity. *Review of Financial Studies*, 11, 383-418.
- Fluck, Z. (1998b). The dynamics of the management-shareholder conflict. *Mimeo, NYU. Forbes*, October 3, 1988, October 15, 1990, May 23, 1994.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1st ed.). Boston: Pitman.
- Galve, C. & Salas, V. (1996). Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain. *Managerial and Decision Economics*, 17, 12. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1468\(199611\)17:6<575::AID-MDE778>3.0.CO;2-N](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-1468(199611)17:6<575::AID-MDE778>3.0.CO;2-N)
- Gomes, A. (1998). Going public with asymmetric information, agency costs, and dynamic trading. *Mimeo, Wharton School*.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C. & Trujillo, M.A. (2014). Family Involvement and Dividend Policy in Closely Held Firms. *Family Business Review*, 27(4), 12. <http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0894486514538448>

- Graves, S.B., and Waddock, S. A (1990) Institutional Ownership and Control: Implications from Long-term Corporate Strategy. *Academy of Management Executive* 4(1), 75-83.
<https://doi.org/10.5465/ame.1990.4274714>
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Burcin Yurtoglu, B. (2003). The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing countries. *The Economic Journal*, 113(491), 511-539. <https://www.jstor.org/stable/3590252>
- Guillén, M.L., Carmona, E.G. y Mascareñas, J. (2015). Análisis de la gestión y creación de valor de las emisoras que conformaron el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores durante el periodo 2011-2013. *Análisis Financiero*, 129, 36-46.
https://www.ieaf.es/comisiones-de.../676_63eca2325dc09b318ec57878d2fdb29e.html
- Gujarati, D. y Porter, D. (2010). *Econometría* (1era edición). México: McGraw Hill.
- Hernández, F., Fernández, C. y Baptista L. (2014). *Metodología de la Investigación* (6ta ed.). Mc Graw- Hill.
- Holderness, C.G. (2009). The myth of diffuse ownership in the United States. *The Review of Financial Studies* 22(4), 1377–408. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm069>
- Holderness, C. & Sheehan, D. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1). 317–46.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X88900499>
- Jarrell, G. A. & Poulsen, A. B (1987). Shark Repellents and Stock Prices: The Effect of Anti-takeover Amendments since 1980. *Journal of Financial Economics*, 19(1), 127-168.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90032-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90032-8)
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://cpb-us-w2.wpmucdn.com/u.osu.edu/dist/8/36875/files/2016/12/Jensen-1986-free-cash-flows-14lmoes.pdf>
- Kiekow, S. R. (2013). *A relação entre a estrutura de propriedade e o conselho de administração nas instituições financeiras brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- Kouki, M., & Guizani, M. (2009). Ownership structure and dividend policy evidence from the Tunisian stock market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42-53.
https://www.researchgate.net/profile/Mondher_Kouki/publication/241588596_Ownership_Structure_and_Dividend_Policy_Evidence_from_the_Tunisian_Stock_Market/links/586b964208aebf17d3a58f60/Ownership-Structure-and-Dividend-Policy-Evidence-from-the-Tunisian-Stock-Market.pdf
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
<https://www.jstor.org/stable/222549>
- Lang, L. & Litzenberger, R. (1989). Dividend announcements: Cash-flow signalling vs. Cash-flow hypotheses. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 10.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X89900779>

- Lang, L., Stulz, R. & Walking R. (1991). A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns. *Journal of Financial Economics*, 29(2), 21.
<https://pdfs.semanticscholar.org/99cf/e01c874816e585f9f97e9e74221efcf9cc18.pdf>
- Li, J. (1994). Ownership Structure and Board Composition: a Multi-country Test of Agency Theory Predictions. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 359-368.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/mde.4090150409>
- López, F. y Saona, P. (2007). Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 31, 119-146.
<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2386006>
- Ludwig, H., Ringbeck, J., & Schulte-Bockum, J. (2000). Managing expectations for value. *The McKinsey Quarterly* 4,12-14.
- Mancinelli, L., & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, 12(3), 265-282.
<https://doi.org/10.1080/13518470500249365>
- Mascareñas, J. (2001). La gestión del valor en las compañías españolas que cotizan en el mercado continuo. *Bolsa de Madrid*, (99), 14-19.
<http://europa.sim.ucm.es/compludoc/AA?articuloId=123437>
- Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., & Steijvers, T. (2015). Dividends and family governance practices in private family firms. *Small Business Economics*, 44(2), 299-314.
<https://doi.org/10.1007/s11187-014-9594-0>
- Mínguez, A. V. (2007). Política de dividendos, riesgo, endeudamiento y estructura de propiedad: Un análisis para el mercado español. *El Trimestre Económico*, 74(296) (4), 929-960.
<https://www.jstor.org/stable/20857142>
- Mínguez, A. V. & Martín, J.F. (2007). Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market. *International Review of Financial Analysis*, 16(1), 81-98.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2005.10.004>
- Mitton, T. (2005). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Market Review*, 5, 409–426. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2004.05.003>
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. doi:10.2307/1809766
<https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. (1998). *Outside equity financing*. MIT Working Paper.
- Piñeira, C. (2018). *Oikonomicon*. Grupo de Investigación en Finanzas y Sistemas de Información. Universidade da Coruña.
https://www.udc.es/grupos/fysig/carlos/oikonomicon/la_contrastacin_negativa_de_la_tesis_de_mm.html
- Ramli M.N (2010) Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Papers*. 6(1), 170-180.
<http://www.bizresearchpapers.com/16.Nathasa.pdf>
- Rappaport, A. (1998): *La creación de valor para el accionista*, Ediciones Deusto, Bilbao.

- Redding, L. S. (1997). Firm size and dividend payouts. *Journal of Financial Intermediation*, 6, 224–248. <https://ssrn.com/abstract=45360>
- Reyes, L.E. (2002). La estructura de propiedad y control de las empresas no financieras cotizadas: una descripción de la situación actual ante las reformas del gobierno corporativo. *Dirección y Organización: Revista de Ingeniería de Organización*. 27(1), 112-126. <http://revistadyo.es/index.php/dyo/article/viewFile/186/186>
- Rozeff, M. S (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- San Martín, J.M. (2017). Estructura de propiedad y su efecto en la política de dividendos en el contexto mexicano. *Contaduría y Administración*, 62(4), 1183-1198. <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/view/972/904>
- Saona, P. y Vallelado, E. (2003). *Endeudamiento bancario, oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad: análisis bajo diferentes entornos institucionales*. Documento de Trabajo 07/03. http://www2.eco.uva.es/ecadem/Archivos/dt%2007_03.pdf
- Secretaría de Servicios Parlamentarios. (2016). *Ley del Impuesto sobre la Renta*. Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_301116.pdf
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94, 461-488. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/261385>
- Stiglitz, J. E. (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2), 133- 52. https://www.jstor.org/stable/1992329?casa_token=v_633tLDXTIAAAAA:QEB7Y49UtYbHEQtSIVXymqnMHzsGutJtei6SGQDeqid7DOhqp5ohXsMrq0c2z6y8in13ycbFv8x81SmgbbOBzluOvUJbM3X5QA1048fmvVXsU_6Ai6yDjw&seq=1#metadata_info_tab_contents
- Szewczyk, S.H.; Tsetsekos, G.P. & Zantout, Z. (1996). The valuation of corporate R&D expenditures: Evidence from investment opportunities and free cash flow. *Financial Management*, 25(1), 105-110. https://www.jstor.org/stable/3665906?seq=1#page_scan_tab_contents
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Waquin, A. (1995). *Oferta pública de adquisición de acciones una herramienta para la eficiencia*. VI Congreso Argentino de Derecho Societario, II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Mar de la Plata, 387-388. <https://repositorio.uade.edu.ar/xmlui/bitstream/handle/123456789/1873/CDS06010387.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Yew-Kwang Ng. (2004). Optimal Environmental Charges/Taxes: Easy to Estimate and Surplus-yielding. *Environmental and Resource Economics*, 28, 395–408. <https://doi.org/10.1023/B:EARE.0000036770.21797.16>
- Zuehlke, T. W. (2003). Estimation of a Tobit model with unknown censoring threshold. *Applied Economics*, 35(10), 1163–1169. <https://doi-org.udlap.idm.oclc.org/10.1080/0003684032000081339>

Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, 86, 1197-1215.

ANEXOS

No aplica.

Productos generados

- 1) Dos artículos de investigación en proceso de dictaminación para ser aceptados en revistas con doble arbitraje ciego y factor de impacto, tales como: REMEF Nueva Época, El Periplo Sustentable, Estudios Gerenciales entre otras (ver artículos adjuntos).
- 2) Presentación de los resultados obtenidos de la investigación en el IX y X Congreso de Investigación Financiera FIMEF del 2019 y 2020 (ver reconocimientos adjuntos).
- 3) Formación de recursos humanos con la participación y colaboración de los alumnos del Programa Delfín durante el verano de 2021 (ver constancias adjuntas).