



FORUM EMPRESARIAL

UNIVERSIDAD DE PUERTO RICO • RECINTO DE RÍO PIEDRAS
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

ISSN 1541-8561

FORUM EMPRESARIAL

Vol. 14, Núm. 1 • mayo 2009

REVISTA FORUM EMPRESARIAL

Publicada semestralmente por el
Centro de Investigaciones Comerciales e Iniciativas Académicas (CICIA)
Facultad de Administración de Empresas, Universidad de Puerto Rico

Lcdo. Antonio García Padilla /Presidente
Dra. Gladys Escalona de Motta /Rectora
Dr. Paul R. Latortue /Decano

Director CICIA
Aníbal Báez Díaz, Ph.D.

Editora
Camille Villafañe Rodríguez, Ph.D.

Secretario
Josué Hernández Álvarez

Diseño Gráfico
Comunicación Gráfica

Revisión de Estilo
Prof. María E. Rivera Laborde
Dra. Iliá López
Dra. Aida Andino Pratts
Dra. Camille Villafañe Rodríguez

Toda correspondencia debe dirigirse a:

REVISTA FORUM EMPRESARIAL

PO BOX 23332
SAN JUAN, PR 00931-3332
Correo electrónico: forum.empresarial@upr.edu

Forum Empresarial está indizada en:
RedALYC, Latindex, CONUCO, UFASTA, Vidadigital y WorldCat.

Puede acceder este volumen en nuestro portal en la Internet
<http://cicia.uprp.edu/forum.html>.

ISSN 1541-8561
Forum Empresarial ©, 2009

JUNTA EDITORA

Dr. Paul R. Latortue/Decano
Dr. Anibal Báez Díaz/Director CICA
Dra. Camille Villafañe/Editora
Dr. Carlos Colón de Armas/Presidente Junta Editora
Dr. Josué Alejandro de León
Dr. José Vega Vilca
Dra. Marisela Santiago
Dr. Javier Pagán Irizarry
Dra. Iliá E. López
Prof. Mario J. Maura

ASESORES DE ESTE NÚMERO

Dr. Jorge Motta
Universidad Nacional de Córdoba
Córdoba, Argentina

Dr. Javier Reynoso
Edificio EGADE
Nuevo León, México

Dra. Marínés Aponte
Universidad de Puerto Rico
Recinto de Río Piedras

Dr. Moisés Tacle
Escuela de Postgrado (ESPAE)
Guayaquil, Ecuador

Dra. Carmen Espina
Universidad de Puerto Rico
Recinto de Río Piedras

Prof. Alejandro Indacochea
Pontificia Universidad Católica del Perú
Lima, Perú

Prof. Yvonne Huertas
Universidad de Puerto Rico
Recinto de Río Piedras

Prof. Javier Baella
Universidad de Puerto Rico
Recinto de Río Piedras

Dr. Anibal Báez
Universidad de Puerto Rico
Recinto de Río Piedras

JUNTA ASESORA INTERNACIONAL

África del Sur

Dr. Louw van der Walt / School of Business Management / North West University (Potchefstroom Campus) / Louw.VanDerWalt@nwu.ac.za

Argentina

Dr. Eugenio Balaguer / Universidad de Córdoba / ebalaguer@uesiglo21.edu.ar
Dr. Adolfo Bertoa / Universidad Católica de Córdoba / abertoa@uesiglo21.edu.ar
Lic. Jorge J. Motta / Universidad Nacional de Córdoba, Facultad de Ciencias Económicas / jjmotta@eco.unc.edu.ar
Lic. Jorge Jaimez / Universidad Siglo 21 / jjaimez@uesiglo21.edu.ar
Prof. Roberto Dvoskin / Universidad de San Andrés / dvoskin@udesa.edu.ar

Brasil

Prof. André Torres Urdan / Escuela de Administración de Empresas de Sao Paulo / aturdan@fgvsp.br
Dr. Carlos Alberto Goncalves / CEPEAD/CAD/UFMG / carlos@face.ufmg.br
Prof. Cristiane Alperstedt / Universidad de Sao Paulo / crisalp@usp.br
Prof. Donald de Souza Dias / Universidade Federal do Rio de Janeiro / donaldo@coppead.ufrj.br
Prof. Francisco Vidal Barbosa / Universidad Federal de Minas Gerais / fbarbosa@face.ufmg.br
Prof. Myrna Pimenta de Figueiredo / Universidad de Itaúna / myrna@dedalus.icc.ufmg.br
Prof. Antonio Manfredin / Universidad de Sao Paulo / amanfredini@fgusp.br
Dr. Moisés Ari Zilber / Universidad Mackenzie / maziilber@mackenzie.com.br

Chile

Dr. Arcadio Cerda / Universidad de Talca / acerda@pehuenche.otalca.cl
Prof. Rigoberto Parada / Universidad de Concepción / rparada@udec.cl
Dr. Nelson Stevenson / Universidad Católica del Norte / nelson.stevenson@adm.udp.cl
Dr. Luis A. Riveros / Universidad de Chile / lriveros@direccion.facea.uchile.cl
Dr. Sergio Olavarrieta / Universidad de Chile / solavar@negocios.uchile.cl / solavarrietas@yahoo.com
Dra. Gianni Romani Chocce / Universidad Católica del Norte, Antofagasta / gachocce@ucn.cl
Dra. Roxana Inés Gómez Pérez / Universidad Católica Cardenal Raúl Silva Henríquez / rgomez@ucsh.cl
Prof. Carlos Molina / Universidad Católica del Norte, Antofagasta / cmolina@ucn.cl
Prof. Germán E. Lobos Andrade / Universidad de Talca / globos@pehuenche.otalca.cl
Prof. Luis Mardónes Ramírez / Universidad de Santiago de Chile / lmarдоне@iauca.usach.cl
Prof. Nassir Sapag Chain / Universidad de Chile / nsapag@direccion.facea.uchile.cl
Prof. Ramón A. Ramos Arriagada / Universidad de Santiago de Chile / rramos@lauca.usach.cl
Prof. Víctor H. Jaramillo Salgado / Escuela de Auditoría Univ. Mayor Temuco / victorjaramillo@umayor.cl
Dr. Miguel Bustamante / Director del Centro de Gestión de Instituciones de Salud de la Facultad de Ciencias Empresariales / mabu@otalca.cl

Colombia

Dr. Juan Carlos Pérez Pérez / Universidad de San Buena Ventura / jperez@usbmed.edu.co
Dr. Juan de Dios Higueta Correa / Fundación Universitaria CEIPA / juandedioshigueta@hotmail.com

Costa Rica

Prof. Enrique Ogliastri / INCAE / enrique.ogliastri@incae.edu

Cuba

Dr. Omar E. Pérez / Centro de Estudios de la Economía Cubana / Everle@uh.cu

Dr. Hiram Marquetti / Universidad de la Habana / marquetti@uh.cu

Ecuador

Prof. María Virginia Lasios / ESPAE-ESPOL, Guayaquil / mlacio@espol.edu.ec

Prof. Moisés Fernando Tacle Galárraga / ESPOL, Escuela de Postgrado en Administración de Empresas, Guayaquil / mtacle@goliat.espol.edu.ec

España

Dra. Amaia Arizkuren / Universidad de Deusto, San Sebastián / aarizkur@ud-ss.deusto.es

Prof. Enrique Barreneche / Universidad de Deusto / barreneche@fundesem.es

Dr. Alfonso Cebrián Díaz / E.A.E., Escuela de Negocios / acebrian@eae.es / cdr@eae.es

Prof. Laura Lamolla Kristiansen / ESADE / Laura.lamolla@esade.edu

Dra. Carmen Fernández Cuesta / Universidad de León / cfdezcuesta@unileon.es

Prof. José M. Méndez / Institute for Executive Development / josemariamendez@telefonica.net

Prof. José Manuel Rodríguez Carrasco / Universidad Pontificia Comillas / rocar@cee.upcomillas.es

Prof. David Urbano / Campus UAB / david.urbano@uab.es

Estados Unidos

Dr. Bert Valencia / Thunderbird University, Glendale, Arizona / valencib@t-bird.edu

Dr. Dennis López / University of Texas at San Antonio / dennis.lopez@utsa.edu

Dr. José Pagán / University of Texas Pan American / jpagan@utpa.edu

Dr. Debra Snyder / Mount Vermont Nazarene University / debra.snyder@mvnu.edu

Dr. Alam Pervaiz / Kent State, Ohio / palam@kent.edu

Dr. María T. Cabán / University of South Florida / caban@sar.usf.edu

Dr. Cynthia J. Brown / University of Texas Pan American / cjbrown@panam.edu

Dr. José R. Goris / Andrews University, Berrien Springs, MI / goris@andrews.edu

Dr. Juan M. Rivera / Universidad de Notre Dame, Indiana / jrivera@nd.edu

Dr. Khosrow Fatemi / Texas A & M International University, Laredo, Texas / fatemi@tamiu.edu

México

Dr. Javier Reynoso / Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey / jreynoso@itesm.mx

Lic. Marcela Villegas Silva / ITESM / villegas@campus.cem.itesm.mx

Prof. José A. Echenique García / Universidad Autónoma Metropolitana / jaeg21@prodigy.net.mx

Prof. Martha A. Hermosillo / ITESM México D.F. / hermosi@itesm.mx

Prof. Raúl Delgado / Universidad de Occidente / rdelgado29@hotmail.com

Dr. Javier Jasso / Universidad Autónoma de México / jasso.javier@gmail.com

Dr. Roberto Solano / Universidad de Las Américas, Puebla / rsolano@mail.udlap.mx; rgordillo@mail.udlap.mx

Paraguay

Dr. Andrés Benko / Universidad Americana / abenko@uamericana.edu.py

Perú

Prof. David Fischman / Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas / dfischma@upc.edu.pe

Dr. Jorge Talavera Traverso / Rector / ESAN / jtalavera@esan.edu.pe

Prof. Alejandro Indacochea / Universidad Católica del Perú / aindaco@pucp.edu.pe

Prof. Estuardo Marrou / Universidad del Pacífico, Lima / marrou_je@up.edu.pe

Prof. Matilde Schwalb / Universidad del Pacífico / mschwalb@up.edu.pe

Ing. Edmundo L. González Zavaleta / ITESM / gonzalez_je@up.edu.pe

República Dominicana

Ing. Carlos J. Yunén / Centro de Capacitación Gerencial (META) / cyunen@cgmeta.com/cti@cgmeta.com

Taiwan

Dr. Jyh-shyan Lam / Providence University / jslan@pu.edu.tw

Venezuela

Prof. Marlene Peñalosa / Universidad de los Andes, Mérida / pemarle@hotmail.com

FORUM EMPRESARIAL

Vol. 14, Núm. 1 • mayo 2009

Índice

- 1** ROGELIO J. CARDONA CARDONA
An Empirical Analysis of Payout Policy and Option
Expensing
- 35** MIGUEL A. BUSTAMANTE U. / RICARDO ALEJANDRO DÍAZ
PÉREZ / PATRICIA VILLARREAL NAVARRETE
Economía informal: un análisis al comercio ambulante
de la región del Maule, Chile
- 59** MARÍA DEL MAR ALONSO ALMEIDA
Internet y el ejercicio de los derechos de los accionistas
en las empresas: un análisis empírico
- 77** Reseñas
ELIZABETH ROBLES
Marketing for Hospitality and Tourism
Connecting with your Customers
- 81** Convocatorias
- 83** Normas para la presentación de artículos y reseñas

An Empirical Analysis of Payout Policy and Option Expensing

Rogelio J. Cardona*

University of Puerto Rico at Río Piedras Campus / *rcardona@uprrp.edu*

Recibido: 5 de noviembre de 2008

Aceptado: 14 de mayo de 2009

■ ABSTRACT

The increased use of stock options as a compensation component and the subsequent failure of firms where their use was prevalent forced both Congress and the Financial Accounting Standards Board (FASB) to enact new legislation and regulations in 2002. Among other things, the new legislation required corporations to disclose more information on their financial statements and initially to recognize voluntarily stock option grants as an expense on their financial statements. In 2004 option expensing became mandatory.

This investigation uses Tobit regression models to examine whether there is a change in the payout policy (use a firm's cash to pay dividends to its stockholders or to repurchase outstanding shares from its shareholders) in a group of firms after announcing their voluntary decision to expense their stock options.

The expected increases in the payment of dividends or share repurchases did not occur. Firms seem to have reacted to the required option expensing with other

* This paper is based on a portion of my dissertation completed at the University of Puerto Rico. I would like to thank Javier Rodríguez, Jimmy Torrez, Aníbal Báez-Díaz and one anonymous reviewer for helpful comments. I gratefully acknowledge financial support from the Office of the Dean of Graduate Studies and Research (DEGI) of the University of Puerto Rico. I must also add a special mention to Mr. Brett J. Harsen of Mellon Human Resources and Investor Solutions who provided me the list compiled by Bear Stearns of the different firms that were expensing (or had announced they were going to expense) their stock options as of February 12, 2004.

changes in their equity compensation plans such as accelerating the vesting of its options or by modifying the terms of its option grants.

Keywords: Stock options, Payout policy, Dividends, Share repurchases

■ RESUMEN

El aumento en el uso de las opciones de compra de acciones (de aquí en adelante, "opciones") como un componente de compensación y el fracaso subsiguiente de empresas donde su uso era común obligó al Congreso de los Estados Unidos y a la Junta de Normas de Contabilidad Financiera (FASB, por sus siglas en inglés) a desarrollar y aprobar nuevas leyes y reglamentos en el año 2002. Las mismas requerían a las Corporaciones, entre otras cosas, a divulgar información adicional y a inicialmente, reconocer de manera voluntaria, las concesiones de opciones como gasto en los estados financieros. En el año 2004 se hizo obligatorio el reconocimiento de las opciones como gasto.

Esta investigación usa modelos de regresión Tobit para examinar si surge un cambio significativo en la política de pago (uso del efectivo de una empresa para pagar dividendos a sus accionistas o readquirir todas o una porción de sus acciones en circulación) para un grupo de empresas que anunciaron voluntariamente que iban a reconocer las opciones como gasto en sus estados financieros.

No se observaron los aumentos esperados en la política de pago de las empresas. Los cambios hechos por las empresas fueron la aceleración de acumulación de beneficios y otros cambios en sus planes de compensación mediante el uso de opciones.

Palabras clave: Opciones de compra de acciones, Política de pago, Dividendos, Readquisición de acciones

I. INTRODUCTION & BACKGROUND

The increased use of stock options as a compensation component and the subsequent failure of firms such as Enron, WorldCom and others, where the use of options was prevalent, forced both Congress and the Financial Accounting Standards Board (hereafter, “FASB”) to enact new legislation and regulations in 2002. The new legislation and several new accounting standards now require corporations, among other matters, to disclose more information related to executive compensation, and initially compelled firms to recognize voluntarily stock option grants as an expense on their financial statements. In 2004 option expensing became mandatory.

This investigation uses Tobit regression models to determine whether there was a significant change in the payout policy (use a firm’s cash to pay dividends to its stockholders or to repurchase outstanding shares from its shareholders) in a group of firms after announcing their voluntary decision to expense stock options awarded to employees (managerial or non-managerial) as part of their compensation pursuant to their employment agreement.

The expected changes (increases) in the payment of dividends or share repurchases did not occur. Firms seem to have reacted to the required option expensing by initiating other changes in their equity compensation plans such as accelerating the vesting of its options or by modifying the terms of its option grants.

THE ORIGINS OF THE CONTROVERSY OVER STOCK OPTIONS

Prior to 2001 the debate over employee stock options had been mainly limited to certain aspects of the inherent agency conflict, and other issues such as their valuation and recognition on the issuing company’s financial statements, and this had been done primarily in academic journals, and in discussions held by and between the FASB, the large international Certified Public Accounting firms, and U.S. Congressional subcommittees. However, stock options and the weak accounting rules behind them became world wide news when several well-publicized cases of corporate greed and malfeasance (*Enron*, *WorldCom*, among others) prompted the U.S. Congress to act swiftly by enacting the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (formally known as the

“Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002”, but hereafter referred to as “Sarbanes-Oxley”), to scrutinize what a public corporation and their independent auditors can and cannot do. Other regulatory entities, pension funds and institutional investors, such as the Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF), also joined the bandwagon calling for stronger corporate governance measures and tighter scrutiny of corporate events and transactions.¹

Although the aforementioned corporate failures were caused by different reasons, Sundaram and Inkpen (2004) state that the widespread use of stock options to compensate corporate managers helped fuel the different corporate failures observed during 2001 and 2002. The reason for this widespread belief is attributed to the “unrestrained granting of stock options” to compensate corporate managers during the Internet bubble frenzy of the 1990’s. According to Gordon (2003), the problems at Enron were exacerbated by its “high-powered stock-based compensation structure”. A report prepared in February 2003 by Towers Perrin, a human resources consulting firm hired by a Congressional Committee to investigate Enron reveals that the Company’s stock compensation for its highest executives in 2000 represented 66% for Kenneth Lay and 75% for Jeffrey Skilling. Gordon (2003) also finds that Enron’s stock-based compensation arrangements for its managers included performance-based accelerated vesting. Since managers usually exercise options upon vesting, and with the potential to receive additional options based on performance, Enron managers had a “pathological” concern over the fluctuations in the Company’s stock price. This environment increased the pressure on senior managers to “manipulate financial results” to obtain increased current earnings that would agree with the expectations held by the firm’s institutional investors, thereby resulting in an increase in the Company’s stock price.

The ongoing controversy over stock options intensified on July 8, 2003, after Microsoft, who originally was against the expensing of options decided that that it would no longer grant employees stock options on its shares. In its place, and starting in September 2003,

¹ “About TIAA-CREF: Corporate Governance”, available through the Internet: http://www.tiaa-cref.org/advisors/about_tiaa/governance.html.

the Company would start to grant their 50,000 employees the right to receive restricted company stock through time. According to Mr. Michael Cohen, Research Director at Pacific American Securities, the expectation that was circulated on Wall Street was that to gain shareholder support, the Company would either increase the amount of dividends paid, or pay a special dividend estimated at more than \$10 billion, to “reward” its employees, who are the actual owners of the company’s stock.² As expected, on September 12, 2003, Microsoft announced the payment of its annual dividend of \$0.16 per share, which was twice the amount of the previous year’s dividend of \$0.08 per share. Microsoft has subsequently continued to consistently pay dividends, and on July 20, 2004, the Company announced that it would pay a special dividend of \$3 per share on December 2, 2004, and that beginning in fiscal year 2005 it would start paying quarterly dividends, and that it would also start a \$30 billion buyback of its shares.³

Prior to 2002, generally accepted accounting principles (hereafter, “GAAP”) allowed firms to avoid recognizing the effect of its stock options on the financial statements, and merely required disclosing their effect in the footnotes section. Several academic and business leaders (Merton Miller, Warren Buffet, and Alan Greenspan, among others) expressed their inconformity with not reflecting stock options as an expense on a firm’s financial statements.

Corporate America also responded to the *Enron & WorldCom* scandals, and in early 2002, a group of firms in different industries such as American Express, Coca-Cola, General Electric, and Wal-Mart, among others, announced that they would voluntarily record their stock options as an expense. At that time, technology firms such as Intel, Cisco Systems, and Oracle, among others, vigorously expressed their opposition to this new requirement. These firms claimed that expensing options would have two negative effects. The first effect would be to reduce their reported earnings (“dilutive effect”). The second negative effect would be an increased difficulty

² La Monica, Paul R., “Microsoft ending options grants”, **CNN/Money Report**, July 9, 2003, <http://money.cnn.com/2003/07/08/technology/Microsoft/>.

³ Microsoft’s Dividend History, Microsoft Investor Relations-Dividend FAQ, <http://www.microsoft.com/msft/FAQ/faqdividend.mspx>.

in the recruiting and hiring of managerial talent, due to the fact that this type of firm uses stock options as a compensation incentive.

**EVOLUTION OF ACCOUNTING STANDARDS
(FASB STATEMENT NOS. 148 AND 123-R)**

In December 2002 the FASB reacted to its critics by issuing a new accounting standard FASB Statement No. 148 (“Accounting for Stock-Based Compensation-Transition and Disclosure”) that provided firms with alternative methods of transition for a *voluntary* change to the “fair value” method of accounting for stock options, which the FASB stated was the *preferable* method of accounting for stock-based compensation. SFAS No. 148 also required disclosures in both the annual and interim financial statements of the effect of the stock options on the financial statements, and even required a specific way as to how to present the information to be disclosed on the financial statements. The effective date for SFAS No. 148 was for fiscal years ending after December 15, 2002, i.e. for companies with a December 31 year-end, the Standard would apply starting January 1, 2003.

The FASB asserted that the underlying motivation behind SFAS No. 148 was to achieve international convergence with the global capital markets. International publicly traded companies that do not present their financial statements in accordance with US GAAP must adhere to the GAAP established by its counterpart, the International Accounting Standards Board (hereafter, “IASB”). In November 2002 the IASB issued an exposure draft for public comment, wherein they required that companies recognize stock options as an expense.⁴

On October 29, 2003, the FASB announced that by 2005 they would start requiring all firms to expense their stock options.⁵ On February 19, 2004, the IASB issued its International Financial Reporting Standard No. 2 (“Share-based Payment) requiring all

⁴ Official Releases-FASB No. 148, **Journal of Accountancy**, March 2003.

⁵ “FASB Picks 2005 To Begin Mandatory Stock-Option Expensing”, by Lingling Wei of Dow Jones Newswires, available through the Internet: <http://www.siliconinvestor.com/stocktalk/msg.gsp?msgid>.

international companies to expense their stock options beginning on or after January 1, 2005.⁶

On March 31, 2004, the FASB announced the release of an exposure draft of its proposed new standard, but on October 13, 2004, it delayed the effective date of its proposed new standard. On December 16, 2004, the FASB announced it had issued its final statement as SFAS No. 123-R (“Share-Based Payment”), where the R means, “Revised”. This new Statement replaced SFAS No. 123 and superseded APB Opinion 25. The new Standard requires public companies to adopt option expensing in interim or annual periods beginning after June 15, 2005, instead of the original effective date of January 1, 2005.⁷

On March 29, 2005, the SEC issued Staff Accounting Bulletin No. 107, hereafter SAB 107 and on April 15, 2005, it issued a ruling described as “Amendment to Rule 4-01 (a) of Regulation S-X Regarding The Compliance Date For Statement Of Financial Accounting Standards No. 123 (Revised 2004), Share-Based Payment.” SAB 107 consists of various clarifications in the form of questions and answers related to the implementation of SFAS 123-R. The amendment to Regulation S-X delayed the implementation date of SFAS 123-R for public companies until their next fiscal year that begins after June 15, 2005. The effect of this change for calendar year-end companies is that they would not be required to implement this new standard until the first quarter of 2006. However, companies may choose to adopt the Standard earlier if possible.

II. PRIOR RESEARCH

The literature on stock options includes among other matters, agency and valuation (pricing) issues, recording and disclosure requirements, tax effects, and their use to compensate (and motivate) managers, as well as their advantages and disadvantages.

The literature on payout policy and its relationship with stock options is also extensive. Several authors such as Seethamraju and

⁶ Reilly, David, “New International Rule Pressures U.S. to Handle Stock Grants the Same Way”, *Wall Street Journal*, February 19, 2004.

⁷ FASB Project Updates-Equity-Based Compensation, available through the Internet: http://www.fasb.org./project/equity-based_comp.shtml.

Zach (2004), Semerdzhian (2004), and Elayan, Pukthuanthong, and Roll, (2004), discuss different aspects of the effects of expensing stock options when expensing them was voluntary. In addition, Fenn and Liang (1997), Jolls (1998), Weisbenner (1998 and 2004), Grullón and Michaely (2002), and Bens, Nagar, Skinner and Wong (2003), among others, study the association between stock options and payout policy.

OPTIONS AS A COMPONENT OF COMPENSATION AND RELATED AGENCY COSTS

The use of stock options in a firm's compensation plan brings up the inherent agency problems that arise between a firm's managers and its shareholders. Guay (1999) states that a typical manager is risk-averse, and this presents a conflict that will generate an agency cost. Shareholders want managers to select positive net present value projects to increase the value of the firm. However, these types of projects entail a significant degree of risk for the managers. Since managers usually have made an investment in their firm, they want to reduce risk, and that may be undesirable from the perspective of a well-diversified stockholder. The author's hypothesis was that to avoid or mitigate the risk-related agency conflict, firms add "convexity" to the managers' total compensation package to encourage them to accept high-risk project opportunities. Firms will achieve this by including bonuses and stock options as part of the incentives awarded to managers. Guay's study of a sample of CEOs and their compensation confirms his initial hypothesis that managers are more willing to take on more high-risk opportunities if there is a possibility of receiving a higher incentive. In fact, he finds that stock options play a more significant role than common stock in increasing the convexity of the wealth-performance relationship as observed by Jensen and Meckling (1976) and others.

Jensen (1986) finds that firms also incur in agency costs whenever firms generate cash in excess of their capital investment needs (described as "free cash flow") because stockholders and managers usually have different ideas as to how to invest it. Stockholders want to prevent the natural tendency of managers to invest the firm's free cash flow in perks for themselves or in projects that do not represent

positive growth opportunities for the firm. Stockholders believe that managers should either invest the firm's free cash flow in positive growth projects (that have positive net present value), or pay it out to the stockholders in the form of dividends or via stock repurchases. The payment of a firm's free cash flow to its stockholders generates value to the firm and results in a higher stock price. Jensen (1986) also notes that when firms issue debt, managers are forced to become more efficient because they have to continue generating operating cash flows to meet the required debt repayments. The markets interpret the additional leverage and the resulting managerial efficiencies in a positive way with a higher stock price.

STOCK OPTIONS AS A COMPENSATION MECHANISM TO REDUCE THE AGENCY PROBLEM

According to Kole (1997), the negotiation of managerial compensation contracts generates a different type of agency problem. The Board of Directors (hereafter, the Board) or a Compensation Committee comprised of Board members, now act as principal on behalf of the stockholders and negotiate the compensation packages for a firm's managers that include stock option plans, restricted stock grants and long-term performance plans.

Kole (1997) finds that the decision to grant equity as part of a manager's compensation can be predicted by certain financial characteristics of the firm, e.g. tangible assets and intangible assets, and to a lesser extent by the size of the firm or by the presence of the founding family on the firm's Board. However, the Board's judgment plays a very significant role in granting incentives. This discretion or "flexibility" could result in an "expropriation of shareholder wealth". According to this author this type of Board flexibility would be more likely to be present in large size firms, in firms that have larger differences among the different segments of the business, i.e., increased firm diversification, and firms that were more research-oriented. On the other hand, Barron and Waddell (2003) observe that as executives move up the corporate ladder within the same firm, compensation becomes more incentive based, and incentive pay becomes more equity based. This fact may reflect differences in project selection criteria, with more senior executives evaluating projects that generate increased costs if they make mistakes. Another possibility is that ex-

executive incentive pay might reflect differences in abilities or degrees of risk aversion, i.e. senior executives have more abilities and are less risk averse. The authors also document a tradeoff between various types of equity-based compensation, in particular restricted stock grants versus stock options. Stock options encourage increased effort at the expense of introducing a bias in the project acceptance decision. At higher levels of management, there is relatively less equity compensation in the form of stock options, compared to lower ranking managers. The authors interpret this finding as meaning that the adverse effect of stock options on project selection criteria is more important at higher executive ranks.

Although agency theory literature asserts that stock options represent a cost for the firm, they also provide certain advantages. Core and Guay (2001) note that firms use stock option compensation when they face capital requirements and financing constraints, to attract certain types of employees (workers with low-risk aversion), to provide retention incentives, and to create incentives to increase firm value.

STOCK OPTIONS AND PAYOUT POLICY

Financial economists have written extensively about the relationship between stock options and a firm's payout policy. The literature in this area started with different tests of the *agency hypothesis*. According to Jolls (1988), when firms have stock option plans for their managers there is an increase in share repurchases. Managers prefer repurchases instead of dividends because there is no dilution in the value of their options. Lambert, Lanen and Larcker (1989), hereafter referred to as Lambert et al, observe that when firms *initially* implement a stock option plan, they reduce the amount of dividends paid. Lambert et al believe that this result is apparently due to the influence exerted by firm managers who want to reduce the dividends paid to obtain an increase in the value of their options.

Kahle (2002) encounters similar results in her research on executive and employee stock options and their relation to share repurchases. Kahle observes that from 1993 to 1996 firms started to change their compensation policy by increasing their use of stock

options for all employees (managers and non-managers). This change in compensation policy was accompanied by changes to firms' payout policy, since firms are more inclined to repurchase shares to provide increased benefits for their managers and to support their employee stock option plans. The existence of executive stock options increases the likelihood that a firm will repurchase its shares. However, once a firm decides to repurchase its shares, the author found that the number of executive stock options has no effect or impact on the total number of shares reacquired.

Fenn and Liang (2001) study the link between stock options and the agency costs of free cash flow. Although they agree that this is one of the most severe agency conflicts that exist between managers and shareholders, they note that firms distribute their free cash flow through ordinary dividends and open market repurchases to control the agency costs of free cash flow. According to Fenn and Liang, agency theory implies that firms with high levels of free cash flow and low financing costs will pay more dividends than firms with less free cash flow. Firms with low financing costs have the necessary flexibility to pay large amounts of dividends, because if they were to face a sudden reduction of their free cash flow in the future, their cost of borrowed funds would be low.

Fenn and Liang (2001) document the relationship between dividend policy and managerial stock incentives for more than 1,000 non-financial firms and observe that in firms that have severe agency problems, such as low stock ownership by managers, few available investment projects, or high free cash flow, there is a greater incentive to increase the payment of dividends. At firms with no severe agency problems, the ownership of the company stock by its managers had no effect on the dividends paid. The authors also find that the presence of stock options owned by firm managers were accompanied by an increase in stock repurchases. The inferences made by the authors are that firms distribute their free cash flow by ordinary dividends, and use stock repurchases to control the agency costs associated with free cash flows.

Grullón and Michaely (2002) observe that after the SEC approved Rule 10b-18 in 1982 creating a "safe harbor" for repurchasing shares on the open markets, firms reduced the amount of dividends paid

and tripled the aggregate amount spent on stock repurchases. The authors develop “the *substitution hypothesis*” to describe their observation that share repurchases have replaced dividends as the preferred payout method used by firms. Grullón, Michaely and Swaminathan (2002) develop the “*maturity hypothesis*” that relates the growth of the firm with its dividend and investment policies. The authors find that when firms are growing, their free cash flows are substantially reinvested in the different available projects, and as a result, they pay small dividends. When firms have grown and are faced with increased competitors or other market factors, the available positive net present value projects are reduced, and now they find themselves with an increase in their free cash flows. At this stage, firms will either increase the amount of dividends paid or increase their share repurchases.

Grullón and Michaely (2002) also evaluate the information content of share repurchases and observe that when firms are faced with the typical agency problem of over-investment, there is an increase in share repurchases. The authors note that the markets’ positive reaction was probably due to the expected reductions to the firms’ cost of capital and their agency costs of free cash flow. Lee and Meng Rui (2007) also find that a firm’s share repurchases do not contain additional information about future earnings because they are usually funded from its non-recurring (temporary) earnings. Dividend changes seem to contain some information about the firm’s future earnings because dividends are usually funded from a firm’s permanent components of earnings.

EFFECT OF STOCK OPTIONS ON EARNINGS PER SHARE

Bens, Nagar, Skinner and Wong (2003) find that in firms whose executives had compensation incentives tied to achieving certain earning levels increased share repurchases aimed at offsetting the dilutive effect that options have on earnings per share (hereafter, “EPS”), specifically *diluted* EPS. Since a firm’s managers are evaluated on EPS growth patterns, any disruption to their firm’s EPS might affect their compensation incentive. If a firm expects that its earnings will decrease, executives will be more inclined to initiate share repurchases

so that diluted EPS does not deviate from previous quarters.

Weisbenner (2004) obtains similar results when he examines the reasons for increased share repurchases in firms that have stock option plans. According to Weisbenner, the increase in firms' share repurchases could be explained by two hypotheses: the previously explained *agency* hypothesis and the *undo dilution* hypothesis. The undo dilution hypothesis predicts that managers will initiate repurchases to offset the dilution that comes from the unexercised stock options. The author interprets the results observed as a confirmation of the latter hypothesis, i.e. large firms with high stock returns engage in share repurchases to offset the dilution caused by stock options. It is interesting to note that Weisbenner believes (*before option expensing became mandatory*) that if accounting standards were changed to require option expensing, this would neutralize the options' dilutive effect on EPS. In addition, the author predicts (*before option expensing became mandatory*) that future option grants will likely decrease and that the trend in payout policy observed in the literature by other authors might be reversed, i.e. firms will forego repurchases in favor of dividends.

Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) observe further evidence of the dilutive effect of stock options on EPS when they updated their previous research on corporate payout policy. A series of interviews made with over 400 CFOs reveal, among other matters, that over the years the payout policy has shifted to include share repurchases in a greater proportion than dividends. The authors find that if firms could start over, they would either not pay dividends or pay fewer dividends. In addition, CFOs preferred the payout alternative of share repurchases because of their flexibility in helping them neutralize the dilution caused by stock options and being able to reach (or maintain) desired EPS levels.

III. HYPOTHESES DEVELOPMENT

Miller and Crystal (1994), among others, have stated that once expensing becomes mandatory, firms that previously had not expensed their stock options will reflect significant reductions in their reported net income and Earnings per share, i.e. "the dilutive effect". To

offset these expected reductions, firms are expected to increase the payment of dividends as a signaling mechanism to the individual and institutional investors (hereafter, “the Market”) that the firms’ expected future cash flows should not be affected. In addition, firms are also expected to increase their share repurchases to offset the dilutive effect of their stock options. This investigation develops two hypotheses to examine whether there is any significant change in the payout policy for a group of firms after they announce their voluntary decision to expense their stock options. The first hypothesis in this investigation pertains to the expected effect of the announcement on the dividend payout ratio of a group of firms.

Fenn and Liang (2001) note that firms with high levels of free cash flow and low financing costs pay more dividends than firms with less free cash flow. Grullón, Michaely and Swaminathan (2002) observe that young growing firms reinvest their free cash flows in their operations and pay small dividends, whereas older mature firms have less available investment projects (that generate positive net present value) to invest their free cash flow. These older firms will either increase the amount of dividends paid or increase their share repurchases. Weisbenner (2004) expects (*before option expensing became mandatory*) that firms might change their payout policy (reversing the trend from repurchases and shifting back to dividends) when accounting standards change to require option expensing.

The dividend payout ratio in this investigation is measured similar to Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000) who define a “lagged” dividend payout ratio that considers each firm’s prior year’s total dividends paid (Compustat Item Number 21) divided by the net income available to common stockholders (Compustat Item Number 237). The explanatory variables for the expected change in the dividend payout ratio are Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (hereafter, EBITDA), the ratio of EBITDA to assets, size (log of total assets), a variable measuring investment (growth) opportunities represented by the ratio of market to book value of assets, the ratio of total debt to assets, Capital Expenditures (CAPEX), and a variable to measure the firms’ volatility defined as the standard deviation of the announcing firms’ EBITDA, following the same approach used by Elayan, Pukthuanthong and

Roll (2004), hereafter referred to as Elayan et al. Accordingly, the first hypothesis tested in this investigation is proposed as follows:

H1: After the announcement (event) date, the Announcing firms will reflect an increase in their dividend payout ratio.

The second hypothesis in this investigation pertains to the expected effect of the announcement on the share repurchase ratio of a group of firms. Jolls (1988) points out that when firms have stock option plans for their managers there is an increase in share repurchases. Managers prefer repurchases instead of dividends because there is no dilution in the value of their options. Kahle (2002) finds similar results in her research on executive and employee stock options and their relation to share repurchases. Kahle observes that during the period from 1993 to 1996 firms started to change their compensation policy by increasing their use of stock options for all employees (managers and non-managers). This change in compensation policy is accompanied by changes in firms' payout policy, since firms are more inclined to repurchase shares to provide increased benefits for their managers and to support their employee stock option plans. The existence of executive stock options increases the likelihood that a firm will repurchase its shares.

Grullón and Michaely (2002) observe that after 1982 firms reduce the payment of dividends and triple the aggregate amount spent on repurchases. The authors interpret the empirical evidence they found to suggest that share repurchases replaced dividends ("the *substitution hypothesis*") as the preferred payout method. Grullón and Michaely (2002) also evaluate the information content of share repurchases and observe that when firms are faced with the typical agency problem of over-investment, there is an increase in share repurchases. Weisbenner (2004) predicts (*before option expensing became mandatory*) that when accounting standards change to require option expensing, firms might reverse the trend from share repurchases and shift back towards dividends.

The share repurchase ratio in this investigation is measured similar to Weisbenner (2004) in terms of share repurchases in dollars (Compustat Item 115 - Compustat No.130) divided by the average

(beginning and end of year) market value of the firm. The explanatory variables for the expected change in the share repurchase ratio are EBITDA, size (log of total assets), CAPEX, a variable measuring investment (growth) opportunities represented by the ratio of market to book value of assets, diluted EPS, a lagged dividend payout ratio, dollars spent in share repurchases and the volatility of earnings measured by the standard deviation of the firms' EBITDA.

The second hypothesis in this investigation is stated as follows:

H2: After the announcement (event) date, the Announcing firms will reflect an increase in their Share repurchase ratio.

IV. SAMPLE SELECTION PROCEDURE

The sample for this investigation comprises all the firms with available data on the Center for Research in Security Prices, also known as CRSP® US Stock Database (hereafter, "CRSP") and other financial information on the Compustat Annual Industrial and Research files. Stock prices and returns will be obtained from CRSP. Dividends, stock repurchases and other financial statement data such as EBITDA (Earnings before Interest, Depreciation and Amortization), Sales, among others, will be obtained from Compustat. Other information such as changes made to stock option plans or total compensation from stock options (managerial and non-managerial employees) that is reported in a firm's Annual Proxy statement (Schedule 14A) and in its audited Annual report (Form 10-K) filed with the SEC will be manually collected from the EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval) database.

To measure whether there was a significant increase in the dividend payout ratio, and following the approach used by Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000), a lagged dividend payout ratio before and after the event date for each firm was used. The information for the prior year's dividends paid by the Announcing firms was obtained from Compustat data item no. 21. The net income available to common shareholders is Compustat data item no. 237. The change in the firms' debt ratio was obtained by dividing the average ratio of long-term debt (Compustat data item no. 9) by total assets (Compustat data item no. 6). EBITDA was obtained from Compustat

item no. 13. The data for share repurchases for the Announcing firms was obtained from Compustat data item no. 115. However, this item overstates repurchases because it includes purchases of both common and preferred stock.

Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000) and Weisbenner (2004) suggest making certain adjustments to mitigate the aforementioned overstatement. The approach followed by these authors was incorporated in the present study, and consists of deducting the decrease in the carrying value of preferred stock (Compustat data item no. 130) to obtain a more reliable figure for purchases of common stock.

Table 1 summarizes our sample formation for this investigation. The firms included in this study were selected from a list originally compiled by Bear Stearns as of February 12, 2004 and provided by Mr. Brett J. Harsen of Mellon Human Resources and Investor Solutions (Available upon request). The Bear Stearns list identifies the 483 firms (with their related Ticker symbols) that were expensing their stock options or had announced that they would expense their stock options as of that date. The firms that were expensing or had announced they were going to expense options as of February 12, 2004, are the “announcing firms”. The firms that were not expensing or had not announced they were going to expense options as of February 12, 2004, are known as the “non-announcing” firms and are included in another sample (the “Control” group).

Using the same approach adopted by Elayan et al (2004), each announcing firm was matched with a “Control” group firm that had employee stock option plans, is in the same industry (two-digit SIC codes), shares the same fiscal year-end, and has similar size (comparable Sales) and profitability levels. Elayan et al measure the latter variable with the ratio of EBITDA to Sales (hereafter, the “ES ratio”).

The announcing firms were initially subdivided and grouped based on their announcement dates and the year of adoption of the fair value (expensing) method of accounting for options using December 15, 2002, the effective date for SFAS No. 148 (*Voluntary* recognition of stock option expensing) as the cutoff date. The 11 firms that were expensing options prior to January 1, 2002 were excluded from the study because the exact announcement date was available for

only one of those firms. Firms that had subsequently merged with or were acquired by another firm or were non-US companies were also excluded. Other firms were also excluded due to their privatization (stockholder buyout), and one firm (SonomaWest Holdings, Inc-SWHI) was excluded because its common stock was delisted from the NASDAQ Small Cap Market on August 10, 2005.

When the remaining 303 firms were located in the CRSP data files by their ticker symbols, from January 1, 2001 to June 30, 2005, a file with 253 firms was obtained. There were 50 missing firms that ceased to exist during the 2001-2005 period because of mergers or privatization, among other reasons.

For the remaining 253 firms, another file was created based on a subsequent inquiry in the CRSP files with the following daily information: Company's Permanent Name (PERMNO), Date of calculation of stock return (DATE), Company's Ticker Symbol (TICKER), Stock return with Dividends (RET), Value-weighted return with Dividends (VWRET), and Equal-weighted return with Dividends (EWRET). This search produced 225 firms, which implies that there were 28 firms with missing data in CRSP.

The next step was to obtain the group of Matching "eligible and Non-Announcing" firms from the Compustat files by selecting all firms for the period January 1, 2001 through June 30, 2005 with the Company's Permanent Name (PERMNO). The criteria for selecting a similar matched firm was based on the following attributes: firms that have employee stock options plans, are in the same industry (Two digit SIC code), have the same fiscal year-end, and share similar Sales levels and Profitability levels, the latter defined similar to Elayan et al (2004) as the EBITDA/Sales ratio. Compustat Data Item 398 (Implied Option Expense) and Data Item 399 (Stock Compensation Expense) were used as the variables that identified whether a Matching (Non-Announcing) firm had an outstanding stock option plan. Any firm that did not have a reported value for any of these two variables was discarded for matching purposes.

The merged file of firms was divided in deciles (groups of ten) based on sales to identify the possible firms that could be matched with each Announcing firm in the sample. The file was divided again in those groups based on the ES ratio resulting in 148 perfectly

matched firms. The iterative process was repeated, first by changing the selection method to with replacement, then dividing the remaining firms in three groups with the complete Index, and then repeating the selection process removing the month of the firms'

TABLE 1. CONSTRUCTION OF THE SAMPLE FOR THE STUDY

Panel A: Construction of the Basic sample with Announcing firms	
Initial sample of Announcing firms	303
Firms not found in CRSP	(50)
Firms not found in Compustat	(28)
Firms with missing values in Compustat	(34)
Announcing firms for which no matching firm was found	<u>(8)</u>
Number of Announcing firms in the sample with a matching firm	<u>183</u>
Panel B: Construction of the sample for empirical analyses	
Sample 1(a): Event Study with matching firms	
Basic sample with announcing firms	183
Number of matching firms without CRSP data in the event window	<u>(29)</u>
Sample of announcing firms with matching firms	<u>154</u>
Sample 1(b): Event Study with the Market Model	
Initial sample of announcing firms	303
Firms not found in CRSP	(50)
Firms not found in Compustat	(28)
Firms with missing values in Compustat	<u>(34)</u>
Subtotal	191
Firms with not enough CRSP data to estimate Market Model Coefficients	<u>(9)</u>
Sample of announcing firms for the Market Model	<u>182</u>

fiscal year-end from the Index. To reduce the number of Announcing firms without a similar Matching firm, the selection criteria was liberalized initially to allow a Matching firm to be associated with more than one Announcing firm, and then paired considering the proximity of their sales levels and their ES ratio (EBITDA to Sales). At the completion of these iterations, there were eight Announcing firms for which no Matching firm were found, and as a result, they were discarded from the investigation. The adjusted basic sample

consisted of 183 Announcing firms. As explained on Table 1 the sample for the empirical analyses consisted of 154 Announcing firms and 154 Matching firms for a total sample of 308 firms.

The firms to be included in the tests of Hypotheses 1 and 2 were initially selected from the Basic sample of 183 Announcing and 183 Matching firms (See Panel A of Table 1). Both files (Announcing and Matching firms) were merged subsequently adding the dividends paid from 2001 to 2005 from Compustat. The year 2001 is included because to measure the change in the dividend payout ratio, this investigation adopts the approach used by Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000), who use a “lagged” ratio that considers each firm’s prior year’s total dividends paid (Compustat Item Number 21) divided by the net income available to common stockholders (Compustat Item Number 237). Therefore, the lagged dividend payout ratio for this investigation considers the dividends paid prior to the earliest announcement date for an Announcing firm (July 2002).

V. RESEARCH DESIGN

The expected change for the test of Hypothesis No. 1 is that after the announcement event, the Announcing firms will increase their dividend payout ratio to offset the expected negative perception that institutional and individual investors (hereafter, “the Market”) might have from the reduced EPS levels associated with option expensing.

Our investigation considers that the explanatory variables for the expected change in the dividend payout ratio are EBITDA, ratio of EBITDA to total assets, size (log of total assets), the debt ratio (total long-term debt to total assets), Capital Expenditures (CAPEX), a variable measuring investment (growth) opportunities represented by the ratio of market to book value of assets, and the volatility of earnings measured by the standard deviation of the firms’ EBITDA.

Since not all firms pay dividends, a Tobit regression model was used to consider the existence of a censored variable. The analysis of the changes in a firm’s dividend payout ratio identifies a censoring variable that takes a value of 0 if the firm did not present a change in its dividend payout ratio, and a value of 1 if the firm had a change in its dividend payout ratio.

The Tobit regression model for the estimated change in the dividend payout ratio of the Announcing firms is the following:

$$\text{CHGdivPOR} = \text{Size} + \text{EBITDA} + \text{EBITDA/Assets} + \text{CAPEX} + \text{MvaBva} + \text{Debt/Assets} + \text{Volatility} + \text{Announcing} + d3 + d4 + d5 + \varepsilon \quad (1)$$

Where CHGdivPOR is the change in the firms' lagged dividend payout ratio, Size is the log of total assets, EBITDA is the firms' operating income, CAPEX is the amount spent to acquire property and equipment, MvaBva is a factor for investment (growth) opportunities, calculated as the Market value of assets divided by the Book value of assets. This investigation incorporates the same approach used by Fenn and Liang (2001) and others, who define this growth opportunity variable as the Book value of assets (Compustat Item No. 6) plus the market value of equity (Compustat Item No. 25 multiplied by Item No. 199) less the book value of equity (Compustat Item No. 60) divided by the book value of assets (Compustat Item No. 6). Debt/Assets is the firm's long-term debt to total assets, and Volatility is the standard deviation of EBITDA, and a dummy variable that takes a value of 1 if the firm is an Announcing firm, and 0, if not an Announcing firm. Dummy variables for the years 2003, 2004 and 2005, respectively, are also included.

METHODOLOGY FOR THE EFFECTS OF THE ANNOUNCEMENT EVENT ON THE FIRMS' SHARE REPURCHASE RATIO (TEST OF HYPOTHESIS NO. 2)

A firm's share repurchase ratio, as defined by Weisbenner (2004) is share repurchases in dollars (Compustat Item 115 - Compustat No.130) divided by the average (beginning and end of year) market value of the firm. A firm's market value is obtained from Compustat Item 25 multiplied by Compustat Item 199. The expected change for the test of Hypothesis No. 2 is that after the announcement event, the Announcing firms will increase their share repurchases, as measured by the repurchase ratio, to offset the dilutive effect on EPS generated by the mandatory expensing of its stock options.

Our investigation considers that the explanatory variables for the expected change in the share repurchase ratio are EBITDA, size (log of total assets), Capital Expenditures (CAPEX), a variable measuring

investment (growth) opportunities represented by the ratio of market to book value of assets, Diluted EPS, the lagged dividend payout ratio, and the volatility of earnings measured by the standard deviation of the firms' EBITDA.

Since not all firms repurchase their shares, a Tobit regression model was used to consider the existence of a censored variable. The analysis of the changes in the share repurchase ratio identifies a censoring variable that takes a value of 0 if the firm did not have a change in its share repurchase ratio, and a value of 1 if the firm had a change in its share repurchase ratio.

The Tobit regression model for the estimated change in the share repurchase ratio of the Announcing firms is the following:

$$\text{CHGShRep} = \text{Size} + \text{EBITDA} + \text{EBITDA/Assets} + \text{LagdivPOR} + \text{CAPEX} + \text{MvaBVa} + \text{Debt/Assets} + \text{Diluted EPS} + \text{Volatility} + \text{Announcing} + d3 + d4 + d5 + \varepsilon \quad (2)$$

Where CHGShRep is the change in the firms' share repurchase ratio, Size is the log of total assets, EBITDA is the firms' operating income, MvaBVa is the Market value of assets divided by the Book value of assets, LagdivPOR is the lagged dividend payout ratio (Compustat Item No. 21 divided by Compustat Item No. 237), Diluted EPS is Compustat Item No. 57, Volatility is the standard deviation of EBITDA, and a dummy variable that takes a value of 1 if the firm is an Announcing firm, and 0, if not an Announcing firm. Dummy variables for the years 2003, 2004 and 2005, respectively, are also included.

The original sample presented on Table 1 was constructed for an event study performed for a different investigation. In that study, a matching firm could be associated with more than one announcing firm. However, for our investigation of the changes in the dividend payout ratio and the share repurchase ratio, a different approach is adopted. The merged file of announcing and matching firms

presented various instances where a matching firm experienced certain changes such as dividend payments in one or two years only during the five-year period of 2001-2005. In these situations the matching firms with missing values (and the related announcing firms) are discarded. In addition, banks and certain utilities are also discarded because Compustat does not report share repurchases in dollars, and utilities are restricted from paying dividends due to their regulated nature. Therefore, the final sample for our tests of the changes in Firms' payout policy consists of 909 firm-years on Compustat from 2001 to 2005.

VI. DESCRIPTIVE STATISTICS OF THE EMPIRICAL RESULTS

Table 2 reflects the results obtained for the announcing and matching firms for both Tobit regressions. The top portion of this table presents the changes observed in the dividend payout ratio, where approximately 35% (317) of the total 909 firm-year observations reveal a change in their dividend payout ratio. Among the "changing" firms, the number of matching firm-year observations (179) prevailed over the number of announcing firm-year observations (138). The overwhelming majority of the 592 firm-year observations that did not present a change in their dividend payout ratio consisted of announcing firm-year observations (338) compared to 254 matching firm-year observations.

Table 2 also presents the changes in the share repurchase ratio. The results obtained reflect that only 32% (292) of the total 909 firm-year observations had a change in their share repurchase ratio during the 2001-2005 period. Among the changing firms, the number of matching firm-year observations (163) also predominated over the number of announcing firm-year observations (129). Among the "non-changing" firms, the announcing firms also represented the larger group (347) among the 617 observations that did not change their share repurchase ratio, which represent 56% of that group; the remaining 270 observations represented 44% of this same group of firm-year observations.

TABLE 2. RESULTS OF TOBIT REGRESSIONS FOR THE ANNOUNCING AND MATCHING FIRMS

$$\text{CHGdivPOR} = \text{Size} + \text{EBITDA} + \text{EBITDA/Assets} + \text{CAPEX} + \text{MvaBva} + \text{Debt/Assets} + \text{Volatility} + \text{Announcing} + d3 + d4 + d5 + \epsilon \quad (1)$$

$$\text{CHGShRep} = \text{Size} + \text{EBITDA} + \text{EBITDA/Assets} + \text{LagdivPOR} + \text{CAPEX} + \text{MvaBva} + \text{Debt/Assets} + \text{Diluted EPS} + \text{Volatility} + \text{Announcing} + d3 + d4 + d5 + \epsilon \quad (2)$$

Hypoth No.	Dependent Variable	Firm	(A) No Change in Dependent Variable	(A/C) Vs. Total	(B) Change in Dependent Variable	(B/C) Vs. Total	(C) Total Firm Years
1	Dividend Ratio	Announcing	338	0.37	138	0.15	476
		Matching	<u>254</u>	<u>0.28</u>	<u>179</u>	<u>0.20</u>	<u>433</u>
		Total Firms	<u>592</u>	<u>0.65</u>	<u>317</u>	<u>0.35</u>	<u>909</u>
2	Share Repurchase Ratio	Announcing	347	0.38	129	0.14	476
		Matching	<u>270</u>	<u>0.30</u>	<u>163</u>	<u>0.18</u>	<u>433</u>
		Total Firms	<u>617</u>	<u>0.68</u>	<u>292</u>	<u>0.32</u>	<u>909</u>

Announcing firms=Firms selected from a list compiled by Bear Stearns that identified the firms that were expensing or had announced they were going to expense their stock options as of February 12, 2004.

Matching firms=Firms that were not expensing or had not announced they were expensing stock options as of February 12, 2004, that were matched with Announcing firms based on the following criteria: firms that have stock option plans operating in the same industry (Two digit SIC code), have the same fiscal year-end, and have similar sales and profitability levels (EBITDA/Sales).

Dividend ratio=lagged dividend payout ratio that considers a firm's prior year's dividends paid (Compustat Item No. 21) divided by the net income available to common shareholders (Compustat Item No. 237).

Share Repurchase ratio=Share repurchases in dollars (Compustat Item 115-Compustat Item 130) divided by the average (beginning and end of year) market value of each firm (Compustat Item 25 multiplied by Compustat Item 199).

The results of the first Tobit regression for the dividend payout ratio (See Table 3) reflect that the only significant explanatory variable is the size of the firm (Log of assets). This finding provides support to the first hypothesis of this investigation and is consistent with Fenn and Liang (2001) who also observe a correlation between firm size and a firm's payout ratio, but is inconsistent with the prediction made by Weisbenner (2004) that after option expensing became mandatory, the firms' payout policy would shift away from the trend of share repurchases and return to the payment of dividends. On the other side of the argument, the fact that 65% of the observations in the sample (592 of 909) did not change their dividend payout ratio is consistent with the literature (Grullón and Michaely, 2002; Grullón, Michaely and Swaminathan, 2002; Brav, Graham, Harvey and Michaely, 2004, among others) that states that firms are reluctant to reduce their dividend payment patterns.

Table 4 presents the results obtained for the Tobit regression model for the change in the share repurchase ratio. The most significant explanatory variables in explaining the change in the share repurchase ratio were a firm's EBITDA, size (Log of total assets) and the volatility of its operating income (standard deviation of EBITDA).

The findings presented on Table 4 are consistent with Fenn and Liang (1997), Kahle (2002), and with Bens, Nagar, Skinner and Wong (2003) that suggest that firms that are more likely to engage in share repurchases were large (size variable), and whose operating income provided them with the necessary free cash flow to engage in share repurchases. These findings are also consistent with Weisbenner (2004) who predicted (*before option expensing became mandatory*) that as a result of mandatory option expensing, firms would shift their payout policy from repurchases towards dividends. Although this investigation did not find evidence to support the latter point of view, the results obtained do suggest a change in the firms' payout policy consisting in a reduction in share repurchases.

TABLE 3. Change in Dividend Payout Ratio (Hypothesis No. 1)

“Pooled regressions and controlling years with dummy variables”

$$\text{CHGdivPOR} = \text{Size} + \text{EBITDA} + \text{EBITDA}/\text{Assets} + \text{CAPEX} + \text{MvaBVa} + \text{Debt}/\text{Assets} + \text{Volatility} + \text{Announcing} + d3 + d4 + d5 + \varepsilon \quad (1)$$

Censor		Frequency	%	Cumulative Frequency	Cumulative %
0	No change in DivPOR	592	65.13	592	65.13
1	Change in DivPOR	317	34.87	909	100.00
		<u>909</u>			
<u>Model Information</u>					
Data Set				WORK.TOBIT	
Dependent Variable	Change in Div			CHGdivPOR	
Censoring Variable	Payout Ratio			Censor	
Censoring Value (s)				1	
Number of Observations				909	
Noncensored Values				592	
Right Censored Values				317	
Left Censored Values				0	
Interval Censored Values				0	
Name of Distribution				Normal	
Log Likelihood				-2597.3967	
Number of Observations Read				909	
Number of Observations Used				909	

Type III Analysis of Effects

Effect	DF	Wald Chi-Square	Pr > ChiSq
EBITDA	1	0.4325	0.5107
EBITDA/Assets	1	3.4091	0.0648
SIZE	1	43.8462	< .0001
Debt/Assets	1	3.0898	0.0788
CAPEX	1	0.0311	0.8600
MVaBVa	1	0.6479	0.4209
Volatility	1	1.5669	0.2107
Announcing	1	0.8499	0.3566
d3	1	5.1655	0.0230
d4	1	0.0356	0.8504
d5	1	1.3762	0.2408

AN EMPIRICAL ANALYSIS OF PAYOUT POLICY AND OPTION EXPENSING

TABLE 3, continued

Analysis of Parameter Estimates

Parameter	DF	Estimate	Standard		95%Confidence		Pr > ChiSq
			Error	Limits	Chi-Square		
Intercept	1	23.3546	3.5676	16.3623	30.3469	42.86	< .0001
EBITDA	1	0.0001	0.0001	-0.0002	0.0004	0.43	0.5107
EBITDA/Assets	1	-13.5198	7.3223	-27.8713	0.8317	3.41	0.0648
SIZE	1	-2.4378	0.3682	-3.1594	-1.7162	43.85	< .0001
Debt/Assets	1	6.0004	3.4136	-0.6902	12.6910	3.09	0.0788
CAPEX	1	0.0000	0.0002	-0.0004	0.0004	0.03	0.8600
MvaBVa	1	0.5343	0.6638	-0.7667	1.8353	0.65	0.4209
Volatility	1	0.0009	0.0007	-0.0005	0.0023	1.57	0.2107
Announcing	1	-1.0548	1.1441	-3.2971	1.1876	0.85	0.3566
d3	1	3.7076	1.6313	0.5103	6.9049	5.17	0.0230
d4	1	0.2968	1.5734	-2.7869	3.3806	0.04	0.8504
d5	1	1.8585	1.5843	-1.2466	4.9636	1.38	0.2408
Scale	1	15.1617	0.4410	14.3215	16.0512		

* d3, d4 and d5 are dummy variables for years 2003, 2004 and 2005, respectively

CHGdivPOR = change in the firms' lagged dividend payout ratio (a firm's prior year's dividends paid (Compustat Item No. 21) divided by the net income available to common shareholders (Compustat Item No. 237)).

EBITDA = firms' operating income (Compustat Item 13)

EBITDA/Assets = the ratio of EBITDA (Compustat Item 13) divided by total assets (Compustat Item 6)

Size = log of total assets

Debt/Assets = firms' long term debt (Compustat Item 9) divided by total assets (Compustat Item 6)

CAPEX = amount spent to acquire property and equipment

MVaBVa = a factor for investment (growth) opportunities, calculated as the Market value of assets divided by the Book value of assets. The Market value of assets = Compustat Item 6 + Compustat Item 25 multiplied by Compustat Item 199 - Compustat Item 60. The Book of assets = Compustat Item 6

Volatility = standard deviation of the firms' EBITDA

Announcing = firms selected from a list compiled by Bear Stearns that identified the firms that were expensing or had announced they were going to expense their stock options as of February 12, 2004.

Matching firms = firms that were not expensing or had not announced they were expensing stock options as of February 12, 2004, that were matched with Announcing firms based on the following criteria: firms that have stock option plans operating in the same industry (Two digit SIC code), have the same fiscal year-end, and have similar sales and profitability levels (EBITDA/Sales).

Table 4. Change in Share Repurchase Ratio (Hypothesis No. 2)

"Pooled regressions and controlling years with dummy variables"

$$\text{CHGShRep} = \text{Size} + \text{EBITDA} + \text{EBITDA}/\text{Assets} + \text{LagdivPOR} + \text{CAPEX} + \text{MvaBVa} + \text{Debt}/\text{Assets} + \text{DilutedEPS} + \text{Volatility} + \text{Announcing} + d3 + d4 + d5 + \epsilon \quad (2)$$

<u>Censor</u>		<u>Frequency</u>	<u>%</u>	<u>Cumulative Frequency</u>	<u>Cumulative %</u>
0	No change in ShrRep Ratio	617	67.88	617	67.88
1	Change in ShrRep Ratio	<u>292</u>	32.12	909	100.00
		909			

		<u>Model Information</u>	
Data Set		WORK.TOBIT	
Dependent Variable		Change in Share Repurchase Ratio	CHGShRep
Censoring Variable		Censor	
Censoring Value (s)			1
Number of Observations			909
Noncensored Values			617
Right Censored Values			292
Left Censored Values			0
Interval Censored Values		0	
Name of Distribution			Normal
Log Likelihood			-4747.480193
Number of Observations Read		909	
Number of Observations Used		909	

Type III Analysis of Effects

<u>Effect</u>	<u>DF</u>	<u>Wald</u>	<u>Pr > ChiSq</u> <u>Chi-Square</u>
EBITDA	1	5.2639	0.0218
SIZE	1	17.2164	< .0001
CAPEX	1	0.0136	0.9073
MvaBVa	1	0.4692	0.4934
Diluted EPS	1	0.3428	0.5582
LagdivPOR	1	0.4067	0.5237
Volatility	1	24.9676	< .0001
Announcing	1	0.7114	0.3990
d3	1	0.0687	0.7933
d4	1	1.3348	0.2479
d5	1	8.5126	0.0035

AN EMPIRICAL ANALYSIS OF PAYOUT POLICY AND OPTION EXPENSING

TABLE 4, continued

Parameter	DF	Analysis of Parameter Estimates			95% Confidence Limits	Chi-Square	Pr > ChiSq
		Estimate	Standard Error				
Intercept		418.4394	86.9917	247.9387	588.9400	23.14	< .0001
EBITDA	1	-0.0092	0.0040	-0.0171	-0.0013	5.26	0.0218
Size	1	-38.7086	9.3290	-56.9932	-20.4241	17.22	< .0001
CAPEX	1	0.0007	0.0057	-0.0105	0.0118	0.01	0.9073
MvaBva	1	-9.3918	13.7112	-36.2652	17.4817	0.47	0.4934
Diluted EPS	1	-2.5597	4.3721	-11.1288	6.0094	0.34	0.5582
LagdivPOR	1	2.3325	3.6576	-4.8362	9.5013	0.41	0.5237
Volatility	1	0.1121	0.0224	0.0681	0.1561	24.97	< .0001
Announcing	1	-26.0980	30.9411	-86.7415	34.5455	0.71	0.3990
d3	1	-11.3651	43.3705	-96.3698	73.6397	0.07	0.7933
d4	1	49.6168	42.945	-34.5538	133.7874	1.33	0.2479
d5	1	125.6319	43.0595	41.2368	210.027	8.51	0.0035
Scale	1	416.5785	11.7878	394.1038	440.3349		

* d3, d4 and d5 are dummy variables for years 2003, 2004 and 2005, respectively

CHGShRep = change in the firms' share repurchase ratio (Compustat Item 115 – Compustat Item 130)

EBITDA = firms' operating income (Compustat Item 13)

EBITDA/Assets = the ratio of EBITDA (Compustat Item 13) divided by total assets (Compustat Item 6)

Size = log of total assets

CAPEX = amount spent to acquire property and equipment

MVaBva = a factor for investment (growth) opportunities, calculated as the Market value of assets divided by the Book value of assets. The Market value of assets = Compustat Item 6 + Compustat Item 25 multiplied by Compustat Item 199 – Compustat Item 60. The Book of assets = Compustat Item 6

Debt/Assets = firms' long term debt (Compustat Item 9) divided by total assets (Compustat Item 6)

Diluted EPS = firms' diluted earnings per share (Compustat Item 57)

LagdivPOR = lagged dividend payout ratio (Compustat Item 21 divided by Compustat Item 237)

Volatility = standard deviation of the firms' EBITDA

Announcing = firms selected from a list compiled by Bear Stearns that identified the firms that were expensing or had announced they were going to expense their stock options as of February 12, 2004.

Matching firms = firms that were not expensing or had not announced they were expensing stock options as of February 12, 2004, that were matched with Announcing firms based on the following criteria: firms that have stock option plans operating in the same industry (Two digit SIC code), have the same fiscal year-end, and have similar sales and profitability levels (EBITDA/Sales).

VII. CONCLUSIONS, CONTRIBUTIONS AND LIMITATIONS

This paper empirically examines whether changes in the payout policy in a group of firms are observed after the announcement event and after the new accounting standard requiring mandatory expensing went into effect.

The changes that were expected to occur in the payout policy after option expensing became mandatory such as increasing the payment of dividends or increasing share repurchases did not materialize. Firms seem to have reacted to the required expensing with other changes such as accelerating the vesting of its options or modifying its equity compensation plans,

This investigation contributes to the existing literature by performing the empirical aspects in a slightly different manner, thereby providing another perspective to the effects of expensing stock options and the relationship between stock options and firms' payout policy. However, the aforementioned results obtained should be interpreted cautiously. Due to the small size of the different samples evaluated during the tests of hypotheses, other results could have been obtained with larger sample sizes. In addition, the explanatory variables used to explain the changes in the dividend payout ratio and the share repurchase ratio could also have been specified incorrectly.

This investigation is characterized by several limitations that must be considered as part of the understanding and interpretation of its findings. The sampled firms examined in the study were classified as either Announcing or Matching. The Announcing firms partially reflect self-selection bias because they decided to expense stock options, when other firms had not done likewise. The subsequent procedure to select a similar "matched" firm also reflects a selection bias inasmuch as only firms with certain attributes such as being in the same industry, having the same fiscal year-end, and sharing similar sales and profitability (EBITDA/Sales ratio) levels, among others, were eligible Matching firms. Firms that did not have a reported value for the Compustat variables 398 and 399 (Implied Option Expense and Stock Compensation Expense, respectively) were eliminated for matching purposes.

Another limitation in this investigation is the sample selection bias for the firms in the Tobit regression models for the tests of Hypotheses 1 and 2. Although a matching firm could be associated with more than one announcing firm in the original study performed by Elayan et al (2004), this flexibility was not allowed in the evaluation of the changes observed in the dividend payout ratio and the share repurchase ratio.

Corporate payout policy continues to attract research interest because of its dynamic nature. As markets change and firms react to these changes, payout policy shifts from one extreme to the other. The study of executive (and employee) compensation is another area with extensive research interest from the inherent agency conflict to the corporate governance side. As long as the agency conflict is present, firms will try to implement different mechanisms to align the interests of its managers with those of its stockholders at the lowest possible cost. This presents an opportunity for future investigation in the areas of Corporate Governance and Agency and Executive Compensation among money managers of mutual funds and other entities in the financial services industry and other industries.

REFERENCES

- About TIAA-CREF: Corporate Governance. Available through the Internet: http://www.tiaa-cref.org/advisors/about_tiaa/governance.html.
- Barron, John M. & Glen R. Waddell. 2003. Executive rank, pay and project selection, *Journal of Financial Economics* 67: 305-349.
- Bens, Daniel A., Venky Nagar, Douglas J. Skinner, M.H. Franco Wong, 2003, Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting & Economics* 36: 51-90.
- Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Roni Michaely, 2005, Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77: 483-527.
- Cardona, Rogelio J., 2008, Re-Examination and Current Testing Of Expensing Stock Options on Firm Returns, Payout Policy and Other Corporate Decisions, Unpublished Doctoral Dissertation, University of Puerto Rico.
- Core, John & Wayne Guay. 2001. Stock Option Plans for Non-Executive Employees, *Journal of Financial Economics*. 61: 253-287.
- Elayan, Fayez A., Kuntara Pukthuanthong, Richard Roll. December 2004. To Expense or Not to Expense Employee Stock Options: The Market Reaction. Working paper, UCLA, <http://repositories.cdlib.org/anderson/fin/12-04>.
- FASB Offers More Guidance on Stock Options, *Journal of Accountancy*, July 2000, <http://www.aicpa.org/pubs/jofa/jul2000/news2.htm>.
- FASB Picks 2005 To Begin Mandatory Stock-Option Expensing. By Lingling Wei of Dow Jones Newswires, <http://www.siliconinvestor.com/stocktalk/msg.gsp?msgid>.
- FASB Project Updates-Equity-Based Compensation. Available through the Internet: http://www.fasb.org./project/equity-based_comp.shtml.
- Fenn, G. W., & N. Liang. 2001. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, *Journal of Financial Economics* 60: 2311-2331.
- Fenn, George W; and Liang, Nellie, Good News and Bad News about Share Repurchases. January 1998. FEDS Paper No. 98-4. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=113268>.

- Gordon, Jeffrey N. Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley, March 2003, Columbia Law and Economics Working Paper No. 216; Harvard Law and Economics Discussion paper No. 416, <http://ssrn.com.abstract=391363>.
- Greenspan, Alan, "Remarks by Chairman Alan Greenspan at the 2002 Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta", Sea Island, Georgia, May 3, 2002, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020503/defaly.htm>.
- Grullón, Gustavo and Roni Michaely. 2002. Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance* 57: No. 4, 1649-1684.
- Grullón, Gustavo, Roni Michaely. Bhaskaran Swaminathan, 2002, Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business* 75: No. 3, 387-424.
- Grullón, Gustavo and Roni Michaely. 2004. The Information Content of Share Repurchase Programs. *Journal of Finance* 59: No. 2, 651-680.
- Guay, Wayne R. 1999. The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants. *Journal of Financial Economics* 53: 43-71.
- Jagannathan Murali, Clifford P. Stephens and Michael S. Weisbach. 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57: 355-384.
- Jensen, M.J. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329.
- Jensen, M.J., W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jolls, Christine M. March 1998. Stock Repurchases and Incentive Compensation, National Bureau of Economic Research Working Paper (NBER) No. 6467.
- Kahle, Kathleen M. 2002. When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics* 63: 235-261.
- Kole, Stacey R. 1997. The complexity of compensation contracts. *Journal of Financial Economics* 43: 79-104.

- La Monica, Paul R. Microsoft ending options grants, CNN/Money Report, July 9, 2003, <http://money.cnn.com/2003/07/08/technology/Microsoft/>.
- La Monica, Paul R. Microsoft's \$75 billion cash reward, CNN/Money Report, July 20, 2004, <http://money.cnn.com/2004/07/20/technology/Microsoft/>.
- Lambert, Richard A., William N. Lanen, and David F. Larcker. 1989. Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24: 409-425.
- Lee, Bong-Soo and Oliver Meng Rui. 2007. Time Series Behavior of Share Repurchases and Dividends, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 42: 1, 119-142.
- Microsoft's Dividend History, Microsoft Investor Relations-Dividend FAQ, <http://www.microsoft.com/msft/FAQ/faqdividend.msp>.
- Miller, Merton H. and Graef S. Crystal, 1994, The Case For Expensing Stock Options Against Earnings, *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 2, 88-90.
- Official Releases-FASB No. 148, *Journal of Accountancy*, March 2003.
- Reilly, David, New International Rule Pressures U.S. to Handle Stock Grants the Same Way, *Wall Street Journal*, February 19, 2004.
- Rooney, Paula, Microsoft To Offer Stock Awards, End Employee Stock Options, *CRN Tech Web Report*, July 8, 2003, available through the Internet: <http://www.techweb.com.wire.story.TWB20030708S0014>.
- SEC Amendment to Rule 4-01 (a) of Regulation S-X Regarding the Compliance Date for Statement of Financial Accounting Standards No. 123, Revised 2004, Share-Based Payment, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8568.pdf>.
- Seethamraju C., and T. Zach. 2004. Expensing stock options: The role of publicity. Working paper, Washington University in St. Louis.
- Semerdzian, Marika. 2004. The Effects of Expensing Employee Stock Options and a New Approach to the Valuation Problem. Working paper, Stanford University, http://www-con.stanford.edu/academics/Honors_Theses/Theses_2004/Semerdzian.pdf.
- Sundaram, Anant K. and Andrew C. Inkpen. 2004. The Corporate Objective Revisited, *Organization Science* 15: 30, 350-363.
- Weisbenner, Scott J., December 2001 revised July 2004. Corporate Share Repurchases: What Role Do Stock Options Play?, Working Paper, University of Illinois, http://www.business.uiuc.edu/weisbenn/RESEARCH/PAPERS/rp_paper.20041207.pdf.

Economía informal: un análisis al comercio ambulante de la región del Maule, Chile

Miguel A. Bustamante
Universidad de Talca, Chile / *mabu@utalca.cl*

Ricardo Alejandro Díaz Pérez
Universidad de Talca, Chile / *ricadip@yahoo.com*

Patricia Villarreal Navarrete
Universidad de Talca, Chile / *paty_villarreal74@hotmail.com*

Recibido: 8 de octubre de 2009

Aceptado: 20 de mayo de 2009

■ RESUMEN

El presente trabajo caracteriza el comercio informal de la Región del Maule, Chile. Identifica causas, limitaciones, motivaciones de sus participantes así como también describe el cumplimiento de regulaciones legales, sanitarias y laborales. Se aplicó un cuestionario estructurado a una muestra aleatoria en seis ciudades que incluyó cuatro capitales provinciales y dos ciudades de tamaño medio. Se concluye que la mayoría posee un bajo nivel educacional con edades que promedian los 45 años, acreditan algún tipo de permiso municipal y no cuentan con las mínimas condiciones de sanidad y laborales. Sin embargo, aunque enfrentan una situación de desamparo social, no cambiarían su actual fuente laboral lo que confirma que el comercio informal es, para ellos, un estilo de vida.

Palabras clave: Economía informal, economía subterránea, comercio informal.

■ ABSTRACT

The present work characterizes the informal business of the Maule Region in Chile. It identifies causes, limitations and participants' motivations as well as compliance with legal, sanitary and labor regulations. A questionnaire was administered to a random sample in six cities that included four provincial capitals and two medium size cities. The survey reveals that the majority of the participants have a low educational background, an average age of 45 years, possess some type of municipal permit, and

do not have the minimal work and health conditions. Nonetheless, although they face social neglect, the participants expressed no desire to change their present labor situation which confirms that the informal economy is their life style.

Keywords: Informal economy, underground economy, informal commerce.

I. INTRODUCCIÓN

En sus diversas expresiones, la economía informal tiene su origen en el escaso capital humano y en la abundancia de recursos naturales que estimulan especializaciones en sectores de baja productividad y estancan el crecimiento (Brunner y Elecqua, 2003) el que se fundamenta en el modelo neoclásico de Solow (1956) y en la teoría de crecimiento endógeno de Lucas (1988) (citados en Oroval, E. y Escardíbul, J. 2000), coincidiendo en que para aumentarlo son esenciales el capital físico y el progreso tecnológico y que, como ya había observado Adam Smith en el siglo XVIII, éste incluye “las facultades productivas adquiridas y útiles de todos los habitantes de un país” (Brunner y Elacqua, 2003).

Se reconoce de esta forma que el capital humano, descrito como el conjunto de las capacidades productivas que un individuo adquiere por acumulación de conocimientos generales, es vital en la economía. Sin embargo, sus falencias explican también el desarrollo de expresiones comerciales que contraen la riqueza (Cruz P., Rojas S., Vega G., 2002) lo que afecta, entre otros, a los segmentos poblacionales que se desempeñan en la economía informal.

Por otra parte, las teorías del capital humano (Mincer, 1958, Schultz, 1961 y Becker 1964; citados en Oroval y Escardíbul, op. cit) reconocen a la educación como una inversión que aumenta la dotación de capital (humano), incrementa la productividad, los ingresos futuros y establece una relación causal entre educación, productividad e ingresos, de manera que, niveles inferiores de educación implican menores nivel de renta y contracción del crecimiento económico. Complementariamente algunas teorías del crecimiento consideran vitales el capital físico y el trabajo (Solow, 1956) indicando que el progreso tec-

nológico da origen a una “nueva teoría del crecimiento económico” denominada de “crecimiento endógeno” (Lucas, 1988 y otros autores; citados en Oroval, E. y Escardíbul, J. 2000) según la cual la economía informal pone en evidencia disyunciones de la economía.

En lo específico, *economía informal, sector informal, sector residual, economía subterránea, no tradicional, no moderna, contra-económica, economía popular, alternativa, marginal, autónoma, clandestina, paralela, invisible, ilegal y oculta* (<http://www.ilo.org/Search3/searchOnFast.do>, OIT (a, b, c, d, e), 2002), entre otras denominaciones, son las adoptadas para referirse a las diversas actividades económicas que surgen de inhabilidades de la economía y de las oportunidades de beneficio que logran algunos agentes sociales al actuar fuera de normas, reglamentos y leyes que los regulen (Lasso, 2000). Es un fenómeno analizado en la literatura económica que se hace presente tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo (Rodríguez, 1988). Se incrementa en tiempos de crisis económica, sin embargo, es la expresión actualizada de tradiciones y costumbres ancestrales de la humanidad que ya existían en la época pre colombina en la forma de *tianguis* o comercios de medicinas, granos y tejidos, entre otros productos y servicios. Por supuesto, en aquel tiempo existía bajo la regulación de monarquías (Lasso, 2000) pero en la actualidad se realiza libremente, de manera espontánea y sin aportar ingresos tributarios al Estado (Tijerina y Medellín, 1990).

El debate en torno a la economía informal, desde el punto de vista “neutro”, adquiere una perspectiva más bien estadística refiriéndose a prácticas “oscuras” siendo analizada en torno a términos tales como “trabajo decente y economía informal” (<http://www.ilo.org/public/spanish/region/ampro/cintefor/temas/informal/tdecpop/index.htm>) adoptando el término de “Economía Informal” centrado en el trabajo informal y en las relaciones de trabajo y no en las características de las empresas (OIT (b,e), 2002). Sin embargo, se desarrolla desde mercados formales tales como la construcción, en los que el control y el registro se realizan en la informalidad amparada por gremios y políticos; un fenómeno que, por sus dimensiones, produce daño social y clientelismo (De Soto, 1992).

II. ECONOMÍA INFORMAL, BARRERAS Y BENEFICIOS

En general, la economía informal propicia objetivos diferentes. Por una parte, beneficios derivados de ahorros por no pago de servicios (luz, agua, arriendo, entre otros) así como por la ausencia de contratos de trabajo y sus costos (vacaciones, seguridad social y seguridad laboral) caracterizándose por el no pago de impuestos (Diamond y Mirrless, 1971) y por la variabilidad de las relaciones laborales informales (OIT (a,c), 2003). Surge, en consecuencia, producto de ineficiencias de leyes así como de los altos costos de tiempo, dinero e información que implica la legalidad (Ghersy y De Soto, 1987).

Gestores de algunos servicios informales (INEGI, 1997), por una parte, acceden a ingresos disminuidos (Jusidman, 1993) sin seguros social, laboral, vacaciones, ni aguinaldos y, por otra, ahorran costos de permanencia, costos de acceso y, por supuesto, reparto de utilidades y el pago de tributos (Hernández, 1997). En general, las expresiones de esta informalidad dan cuenta de los trabajadores por cuenta propia, servicios y trabajos esporádicos, servicio doméstico, empleos informales en organizaciones formales, micro comercios y micro empresas informales, comercio ambulante y vendedores callejeros que se caracterizan por trabajar fuera de normas, regulaciones y leyes (Lasso, 2000).

Desde el punto de vista macroeconómico, la globalización, desregulación y reestructuración de procesos han permitido emplear mano de obra bajo contratos más flexibles (OIT (a,c), 2003) dando sentido a la expresión “no son informales los hombres sino más bien las actividades que estos realizan” (Gershi, 1987). Además, el comercio informal o ambulatorio es un fenómeno evidente en el mundo en la forma de comercios de calle al margen de regulaciones y disposiciones legales (Martínez, 1999).

Entre sus beneficios directos se mencionan la flexibilidad, autonomía e independencia relativa de sus participantes, además, de algunos beneficios indirectos para los consumidores tales como: mayor acceso a la compra de productos, precios más bajos y, a veces, ciertas facilidades en el pago. Además, aunque desempeña un rol protagónico en ciertas clases sociales al facilitar el acceso a productos

más baratos que en el mercado formal, influye negativamente en el desarrollo de la economía por la evasión de impuestos y la reducción de la recaudación fiscal (PREALC. 1988), lo que equivale a establecer una tasa impositiva sobre el sector formal induciendo bajo crecimiento y menor bienestar (Diamond y Mirrless, 1971). En consecuencia, una primera interpretación de causas y efectos indicaría que, si se flexibilizara la legislación laboral y simplificaran los requisitos para establecer un negocio, se incentivaría el sector formal de la economía (Tanzi, 1983). Este tipo de actividades requiere por una parte, los menores esfuerzos que exigen las actividades comerciales (inversión, infraestructura y capital) y, por otra, las menores exigencias desde el punto de vista legal (permisos, licencias sanitarias, entre otras).

III. ECONOMÍA INFORMAL EN AMÉRICA LATINA

El concepto de “economía informal” se ha situado entre los años 1940 y 1981 (De Soto, 1992) a causa del crecimiento de la población activa, mayor participación de las mujeres en el empleo, incremento del éxodo hacia las ciudades y disminución del empleo en la economía formal; a nivel de los países americanos se expresa de diversas formas.

En general, los *trabajadores por cuenta propia* marcan una presencia que bordean el 25%; en el *comercio* alcanzan a cerca de 30% y en general en los *servicios* llegan a un 47%. En América Latina, el empleo “informal urbano” pasó, en el transcurso de la última década, del 52% al 58% (OIT (a,c), 2003). Situación ratificada al proponer que “[e]l trabajo decente es la mejor política social y la mejor política económica. Sin embargo, esto no ha sido visto así a lo largo de la historia” (Pleitez, 2008).

En Chile, la fuerza de trabajo se ha incrementado a una tasa promedio de 3.9% creciendo en casi 549 mil nuevos empleos en los últimos tres años. Los crecimientos más rápidos del empleo se observan en las regiones Primera, Segunda, Quinta, Séptima, Décima, Décimo Segunda y Región Metropolitana (MIDEPLAN, CASEN. 2001 - 2006). El empleo informal equivale a un 22.3% de los ocupados y un 20.4% de la fuerza de trabajo. De los ocupados

entre 15 y 24 años, un 16% se reconoce informal llegando a un 34% entre los 55 y 64 años y a un 41.9%, en las edades superiores (MIDEPLAN; CASEN; 2001 - 2006), confirmando la precariedad del empleo a medida que aumenta la edad. Asimismo, bajo el título “Determinantes de la Movilidad de la Pobreza en Chile, 1996-2006” (Arzola y Castro, 2007), se pone en evidencia que el país, aunque avanza a nivel macro, se estanca relativamente sin haber sabido aprovechar las oportunidades que otros países han tornado en ventaja y les han permitido avanzar a pasos agigantados (Doing Business 2009, www.lyd.org).

A nivel internacional, se constata la importancia de la economía informal en términos de países y número de estudios.

Entre los países desarrollados (con una renta por habitante superior a 10.000 dólares anuales; una industria potente y tecnológicamente avanzada y un alto nivel de vida, entre otros aspectos), Estados Unidos presenta a esta fecha, 1339 estudios; Unión Europea 634; Canadá 609 y Japón 562.

Países de desarrollo intermedio tales como la Federación Rusa, cuenta a la fecha con 297 trabajos; Argentina 959; Chile 869; Brasil 916; México 865 y Malasia 343 estudios relacionados con el comercio informal, abordando temáticas bastante similares a las de los países desarrollados. Sin embargo, merecen un reconocimiento especial países subdesarrollados (caracterizados por una renta por habitante inferior a los 2.000 dólares anuales; un desarrollo industrial incipiente, dependiente de la inversión externa, basados en mano de obra barata y recursos naturales, deficiente infraestructura, elevados índices de analfabetismo y alto crecimiento demográfico, entre otros factores) como Haití que a la fecha presenta 292 estudios; Etiopía 254; Kenia 380 y Pakistán 363, trabajos en torno al comercio informal, mostrando, en términos relativos, un número inferior de estudios, pero que sin embargo abordan las mismas preocupaciones de los países más desarrollados (<http://www.ilo.org/Search3/searchOnFast.do>).

En síntesis, a nivel global los investigadores abordan bajo la denominación *Trabajo Decente*, *Trabajo y Formación*, *Trabajo y Pobreza*, *Estudios de Género*, *Análisis de Grupos Vulnerables*, *Trabajo Informal y Sindicalismo*, entre otros títulos, el tema de la Economía Informal y sus de-

rivados tales como el Comercio Informal y el Comercio Ambulante que motivan este trabajo.

IV. OBJETIVOS Y MÉTODOS

El presente trabajo tiene el objetivo de caracterizar el comercio informal de la Región del Maule (Chile), identificar causas, limitaciones, motivaciones de sus participantes así como también describir el nivel socioeconómico promedio, el cumplimiento de regulaciones legales, sanitarias, laborales y la disposición relativa hacia la formalización de sus actividades.

El método de investigación contempló una fase exploratoria con el propósito de indagar, obtener y sistematizar información relevante. La fase descriptiva y concluyente de corte transversal permitió describir, medir y evaluar factores del comercio informal mediante la aplicación de un cuestionario (Kinnear y Taylor, 1993; Hernández, et. al. 1998).

El cuestionario fue sometido a pilotaje para eliminar defectos (PREALC, 1988) alcanzando un Alfa de Cronbach de 0,7252 para 22 ítems y de 0,6163 para 19 ítems, lo que le otorga un alto nivel de confiabilidad al estudio. Las preguntas se dividieron en dos partes, una orientada a obtener la información demográfica y la segunda para recoger antecedentes del negocio informal. Se utilizó preguntas “cerradas” para conocer actitudes generales y preguntas “dicotómicas” y de “selección múltiple” (Kinnear y Taylor, 1993) para la caracterización de los comercios. Su aplicación presencial, leída por el encuestador, contempló una duración de entre quince y treinta minutos. El porcentaje de rechazo fue inferior al 3%.

La población objeto de estudio se determinó sobre la base de los registros que mantienen los respectivos municipios de los comercios informales, y contempló estratos mutuamente excluyentes, provenientes de las ciudades con mayor población, como las capitales provinciales de Cauquenes, Curico, Linares y Talca más las ciudades de Constitución y Parral (INE, Censo 2002). La muestra fue de tipo probabilística (Hernández, et. al, 1998) y se utilizó la variante estratificada aporportional (Kinnear y Taylor, 1993).

El tamaño de la muestra consideró un nivel de confianza de 95% y un error estimado de 5% con varianza máxima. De esta

forma la muestra total alcanzó a 258 elementos. El número total de cuestionarios aplicados fue de 80 en Talca, 39 en Curico, 37 en Linares, 34 en Cauquenes, 32 en Parral y 36 en Constitución. El análisis de datos se realizó con el programa computacional SPSS 11.5 y el SPSS 10.0.

El procedimiento de selección de los individuos fue un croquis de ubicación en cada ciudad; se consideró un procedimiento de reemplazo y como criterio de selección, se identificó al propietario o encargado de cada comercio.

V. RESULTADOS

La Región del Maule se extiende entre los 34° 41' y los 36° 33' de latitud Sur y desde los 70° 20' de longitud Oeste hasta el Océano Pacífico, con un clima mediterráneo. La región posee una superficie de 30.296,1 Km² y registra una población de 908.097 habitantes (Censo 2002). La fuerza de trabajo (según el último Censo, 2002) es de 303.000 personas, lo que equivale a un 33.366% de la población total, además un 66.4% corresponde a población urbana y la densidad alcanza 29.9 habitantes por Km² (Tabla 1). Las principales actividades económicas son la agricultura (sector forestal, fruticultura de exportación y hortícola) y la industria (agroindustria, madera y los vinos) consideradas como las más dinámicas, generando la mitad del valor agregado industrial regional (<http://www.conama.cl/certificación/1142/propertyvalue-12142.html>).

TABLA 1. DATOS SOCIODEMOGRÁFICOS DE LAS CIUDADES EN ESTUDIO, CENSO 2002

Ciudad	Cauquenes	Constitución	Curico	Linares	Parral	Talca	Regional
Superficie Km2	2,126.3	1,343.6	1,328.4	1,465.7	1,638.4	231.5	30,296.1
Población censo 1992	10,279	40,340	104,113	77,316	38,067	171,287	836,141
Población censo 2002	41,217	46,081	119,585	83,249	37,822	201,797	908,097
Variación Ínter censal	2.3	14.2	14.9	7.7	-0.6	17.8	8.6
Urbana	30,771	37,202	100,506	68,224	26,397	193,755	603,020
Rural	10,446	8,879	19,079	15,025	11,425	8,042	30,5077
Hombres	20,092	23,389	58,768	40,518	18,963	96,810	452,988
Mujeres	21,125	22,692	60,817	42,731	18,859	104,987	455,109

Fuente: Instituto Nacional de Estadística. Censo 2002, Mapa interactivo www.censo2002.cl.

La población por género sigue el patrón nacional, sin embargo, se aprecia un repunte de la población masculina en Constitución en comparación con lo que sucede en Cauquenes y Parral y una cierta superioridad del número de mujeres en las ciudades de Talca y Linares. En general, predominan los hombres, entre 15-19 años y de nivel educativo bajo (básica incompleta y básica completa). El 29.4% de los ocupados acredita formación de nivel medio, un 42.9% nivel básico, un 8.8% señala poseer estudios universitarios y un 8.2% estudios medios técnico profesional.

Entre los años 1992 y 2002 la Región del Maule mantenía un importante porcentaje de desocupados, mayoritariamente hombres. Sin embargo, al año 2002 la Región es representada por las mujeres inactivas en relación con el total nacional (INE, CENSO 2002).

Entre el año 1998 y el actual la población económicamente activa (PEA) crece alrededor de 16.000 personas por año (Programa Chile Califica, 2007); se destruyen 3,630 puestos de trabajo en el periodo 1998-2003 incrementando el desempleo masculino. Al año 2007, los niveles de empleo de los hombres caen de 231 mil a 221 mil personas promedio anual. Sin embargo, el nivel de empleo femenino aumentó de 90 mil a 96 mil personas promedio por año. Para los grupos jóvenes las tasas de desempleo fueron particularmente altas alcanzando el 28% (Programa Chile Califica, 2007).

La población de la Región del Maule varía de 6.0% a 6.2% del total nacional para los años 1992 y 2002 respectivamente (últimos dos Censos nacionales), mostrando un incremento sostenido a través del tiempo. La ciudad más poblada es Talca, con más del 20% de la población de la Región, seguida de Curico con un 13% y Linares con un 9%. Cauquenes muestra un incremento explosivo a una tasa de más de 300%.

En la actualidad las estadísticas nacionales muestran (trimestre julio-septiembre de 2008) una tasa de empleo de 92.2% y los desocupados (7.8%) una distribución por género de 6.7% para los hombres y un 9.5% para las mujeres. En la Región del Maule, los ocupados alcanzan a 90.9% y de estos, los “por cuenta propia” llegan a 21.13% (91.570) mostrando una estimulante variación negativa de 2.5% respecto del trimestre anterior. La tasa de desocupados (9.1%) es inferior al 12.3% del año 2007, y se desagrega en cesantes (7.9%)

y quienes buscan trabajo por primera vez (1.2%). La tasa de desempleo es de 8.8% para los hombres y de un 9.7% para las mujeres. Cauquenes y Curico alcanzan un 7.7%, Talca llega a un 8.6% y Linares supera los dos dígitos con un 11.7% de desempleados (INE, 2008).

TABLA 2: GÉNERO Y TIPO DE ACTIVIDAD

Género	Frecuencia	%	Tipo de Trabajo	Frecuencia	%
Masculino	130	50.4	Comerciante	251	97.3
Femenino	128	49.6	Lustrabotas	6	2.3
Total	258	100.0	Flete	1	0.4
			Total	258	100,0

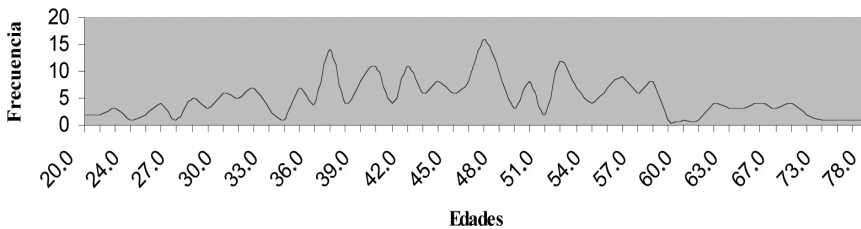
Fuente: Cuestionario final: antecedentes demográficos.

CARACTERIZACIÓN DE LOS PARTICIPANTES DEL COMERCIO INFORMAL

El análisis demográfico (Tabla 2) permite afirmar que un 50,5% corresponde al género masculino y el 49,5% al femenino. El 97% son comerciantes y el 3% prestadores de servicios, grupo que incluye lustrabotas y fleteros.

En las ciudades de Talca, Curico y Parral, se aprecia que existe un mayor número de personas de sexo masculino a cargo del comercio informal o como responsable de la actividad, al contrario de quienes asumen esa función en la ciudad de Constitución, donde se evidenció predominio femenino. Sin perjuicio de lo señalado, puesto que ($\chi^2_c < \chi^2_p$), se acepta la hipótesis nula, lo cual indica que no existe una relación que discrimine entre las ciudades en estudio y el género de los entrevistados a cargo de los comercios ($\chi^2_c = 9,141$, $\chi_{0,95, 5 \text{ g.l.}} = 11,071$).

Gráfico n° 1: DISTRIBUCIÓN POR EDADES DE LA MUESTRA



Fuente: Cuestionario final: antecedentes demográficos.

La media de las edades (Gráfico 1) fue de 45 años y su moda es de 47. El porcentaje más bajo se encuentra entre los 20 y 25 años, y entre los 73 y 68 años alcanzando un 4% y 1.6% de presencia respectivamente. El estado civil de los encuestados (Tabla 3) refleja que el 69% es casado y un 20% es soltero. De los 258 encuestados, 29 de ellos tenían la condición de separado o viudo.

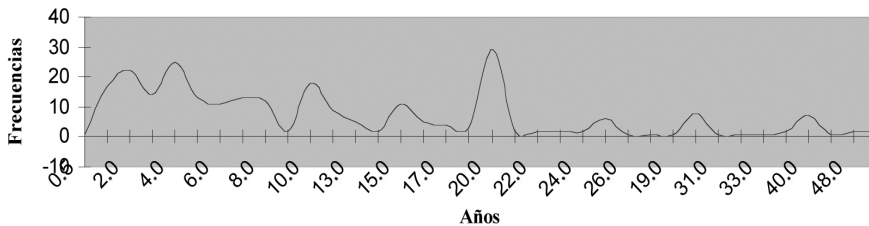
TABLA 3: ESTADO CIVIL Y DÍAS DE TRABAJO

Estado Civil	Frecuencia	%	Días de trabajo	Frecuencia	%	Talca	Curico	Linares	Cauquenes	Parral	Constitución
Casado(a)	179	69.4	1	4	1.6	53	23	27	24	24	28
Soltero(a)	49	19.0	2	36	14.0	16	9	7	7	5	5
Viudo(a)	12	4.7	3	25	9.7	2	4	2	2	1	1
Separado (a)	16	6.2	4	11	4.3	8	3	1	1	2	1
Divorciada (a)	1	0.4	5	12	4.7						1
Total	257	99.6	6	73	28.3	79	39	37	34	32	36
Perdidos	1	0.4	7	97	37.6						
Total	258	100.0	Total	258	100.0						

Fuente: Cuestionario final: antecedentes demográficos.

Trabajan mayoritariamente los siete días de la semana: un 28% trabaja 6 días y un 14% sólo lo hace por 2 días. La media de días trabajados alcanza a 5.32. En general, un 65.9% de los comerciantes informales trabaja más de 5 días a la semana, y puesto que ($\chi^2_c > \chi^2_{\alpha}$) se rechaza la hipótesis nula, se puede afirmar que existe preferencia respecto de los días preferidos de trabajo. ($\chi^2_c = 209,567$; $\chi_{0.95, 30 \text{ g.l.}} = 43,773$) confirmándose de esta forma que el comercio informal se concentra principalmente los días sábado y domingo.

Gráfico n° 2: ANTIGÜEDAD EN EL COMERCIO INFORMAL



Fuente: Cuestionario final: antecedentes comerciales.

La antigüedad en el comercio informal (Gráfico 2) alcanza una media de 12 años y la moda llega hasta 20 años de actividad. Un 85% de ellos se dedica de manera exclusiva al comercio ambulante, mientras el 14% de los encuestados relata tener otra fuente de ingresos. El 1% restante no dio respuesta a esta pregunta. Por último, frente a la necesidad de búsqueda de un empleo, el 61% de los trabajadores manifiesta no sentir discriminación al momento de buscar trabajo (Tabla 4).

TABLA 4: REALIZACIÓN DE DOS TRABAJOS Y GRADO DE DISCRIMINACIÓN

Dos trabajos	Frecuencia	%	Discriminación	Frecuencia	%
Sí	37	14.3	Sí	97	37.6
No	219	84.9	No	159	61.6
Total	256	99.2	Total	256	99.2
Perdidos	2	0.8	Perdidos	2	0.8
Total	258	100.0	Total	258	100.0

Fuente: Cuestionario final: frecuencia de percepciones.

MOTIVACIONES, VENTAJAS Y LIMITACIONES DE LOS COMERCIANTES INFORMALES

Lo que motiva a este tipo de “empresarios – trabajadores” a optar por esta actividad es preferentemente, el haber pasado por un largo periodo de cesantía, porque encuentran que el comercio informal es un negocio atractivo, privilegian obtener dinero en forma diaria, es un negocio familiar y es lo único que saben hacer (Tabla 5).

TABLA 5: MOTIVOS PARA ESTAR EN EL NEGOCIO Y DE NO PAGO DE IMPUESTOS

Motivaciones para estar en el negocio	Frecuencia	%	Motivos de no Pago de Impuestos	Frecuencia	%
Largo periodo de cesantía	75	29.1	Falta de dinero	25	9.7
Negocio atractivo	45	17.4	Burocracia para realizar trámites legales	26	10.1
Trabajo familiar	36	14.0	Ahorro, al no pagar impuestos	2	0.8
Lo único que sabe hacer	20	7.8	Desconocimiento de los trámites	22	8.5
Flexibilidad de horarios	10	3.9	No le interesa	34	13.2
Dinero en forma diaria	42	16.3	Está en trámite	2	0.8
Incapacidad física	15	5.8	Total	111	43.0
Otros	15	5.8	Perdidos	147	57.0
Total	258	100,0	Total	258	100.0

Fuente: Cuestionario final: motivaciones comerciales.

Tanto en hombres como en mujeres el principal motivo que los impulsa a este trabajo es el haber sufrido un largo periodo de cesantía. En el caso de las mujeres, un segundo motivo para optar por esta actividad es la posibilidad de generar dinero en forma diaria. Además, manifiestan no presentar conflictos con el comercio establecido y sólo un 21% de ellos reconoció que alguna vez ha debido dejar de trabajar por problemas con los propietarios del comercio establecido.

Respecto de las posibilidades de capacitación o de generar nuevos empleos, los encuestados manifiestan no tener acceso a capacitación y aunque un 96% afirmó que sólo quisieron generar su propio negocio, sin pensar en la generación de empleos, un 4% de los 258 encuestados tiene empleados a su servicio y de este porcentaje ninguno informó realizar contratos de trabajo.

Al referirse a su trabajo señalan en un 92% que es una ventaja, el 6% piensa que no lo es y un 2% de los consultados no respondió (Tabla 6). Respecto de la posesión de patente registrada en algún organismo público, un 80.2% dice estar *registrado*. El lugar donde mayoritariamente declaran tener algún tipo de registro para su negocio son las Municipalidades.

TABLA 6: VENTAJAS DEL COMERCIO INFORMAL Y REGISTRO DE PERMISOS

Ventaja	Frecuencia	%	Registro	Frecuencia	%	Lugar de Registro	Frecuencia	%
Sí	237	91.9	Sí	207	80.2	Municipalidad	180	69.8
NO	16	6.2	No	51	19.8	INP	2	0.8
3	1	0.4	Total	258	100.0	Municipalidad y SII	15	5.8
Total	254	98.4				ACREMIC	1	0.4
Perdidos	4	1.6				S.F.I.	1	0.4
Total	258	100.0				S.I.I.	8	3.1
						Total	207	80.2
						Sin registro	51	19.8
						Total	258	100.0

Fuente: Cuestionario final: antecedentes de formalización de los comercios.

Por otra parte, los encuestados que dicen no tener registro (19.8%) señalan que se debe, principalmente, a que no les interesa registrarse. Manifiestan que esta situación de trabajo es producto del escaso interés por formalizar seguido de la falta de dinero, la burocracia que deben enfrentar y el desconocimiento de los trámites necesarios para lograrlo. Sólo un 1.8% dice estar en trámites para el pago de sus impuestos.

En general, los comerciantes informales no cuentan con ningún tipo de certificación ni inspecciones sanitarias (77%), seguro laboral (96%) y social (67%). Del mismo modo el 99% dice no tener vacaciones pagadas (Tabla 7).

TABLA 7: INSPECCIONES SANITARIAS Y SEGURIDAD LABORAL POR CIUDAD

Ciudad	Inspecciones Sanitarias			Seguridad Laboral		
	Sí	No	Total	Sí	No	Total
Talca	10	70	80	1	78	79
Curicó	9	30	39	6	33	39
Linares	2	35	37	3	34	37
Cauquenes	10	24	34	2	32	34
Parral	11	21	32	3	29	32
Constitución	17	19	36	1	35	36
Total	59	199	258	16	241	257

Fuente: Cuestionario final: antecedentes comerciales.

En todas las ciudades se aprecia que mayoritariamente no cuentan con inspecciones sanitarias. Sólo en la ciudad de Constitución la variación es mínima entre tener o no tener registro de inspecciones sanitarias. Al consultar por seguro laboral se aprecia el mismo patrón de respuesta que en Talca donde un 70% no presenta ningún tipo de seguro laboral y el 98% no cuenta con previsión.

TABLA 8: SEGURIDAD SOCIAL, TIPO DE HORARIO Y UBICACIÓN FIJA POR CIUDAD

Ciudad	Seguridad Social			Tipo de horario			Ubicación Fija		
	Sí	No	Total	Sí	No	Total	Sí	No	Total
Talca	24	56	80	25	55	80	60	20	80
Curicó	15	24	39	14	25	39	34	5	39
Linares	8	29	37	18	19	37	31	6	37
Cauquenes	17	17	34	9	25	34	21	13	34

Continuación TABLA 7

Parral	13	19	32	10	22	32	27	5	32
Constitución	9	27	36	11	25	36	31	5	36
Total	86	172	258	87	171	258	204	54	258

Fuente: Cuestionario final: antecedentes comerciales y de operación.

Además, la mayor parte de la población en estudio (66%) señala no tener un horario fijo de trabajo, sin embargo, la mayoría (79%) indicó tener un puesto y lugar fijo de trabajo. Del mismo modo, en todas las ciudades estudiadas la mayoría de los comerciantes ambulantes han tenido otro tipo de trabajo. En la ciudad de Constitución este predominio no es tan notorio (Tabla 8).

TABLA 9: REALIZACIÓN DE OTROS TRABAJOS Y CAMBIO DE TRABAJO POR CIUDAD

Ciudad	Realiza Otros Trabajos			Cambiaría de Trabajo		
	Sí	No	Total	Sí	No	Total
Talca	68	12	80	42	37	79
Curicó	36	3	39	12	27	39
Linares	32	5	37	13	24	37
Cauquenes	20	13	33	11	23	34
Parral	22	10	32	8	24	32
Constitución	20	16	36	6	30	36
Total	198	59	257	92	165	257

Fuente: Cuestionario final: motivaciones comerciales.

Frente a la última pregunta (Tabla 9), acerca de si cambiaría su trabajo si recibe la misma remuneración, el 64% de los encuestados dijo “no” estar dispuesto. La opinión de los trabajadores ambulantes de Talca difiere, mostrándose dispuestos al cambio. En Talca el 53% cambiaría su trabajo por uno establecido; por el contrario, en Constitución el 83% no cambiaría su actual fuente laboral. Analizada la prueba de hipótesis respectiva y puesto que ($\chi^2_c > \chi^2_{c,v}$) se rechaza la hipótesis nula, en consecuencia es posible afirmar que existe una relación entre las ciudades en estudio y la decisión de cambiarse a un trabajo formal remunerado ($\chi^2_c = 18,335; \chi_{0,95, 5 \text{ g.l.}} = 11,071$).

NIVEL SOCIOECONÓMICO DE LOS COMERCIANTES INFORMALES

Con relación al nivel educacional, un 54.7% alcanzó estudios básicos, un 34.9% no los terminó y el 19.8% sí los finalizó. Menos de un 2% de los encuestados señaló no tener estudios. Un 41.5% declaró haber cursado enseñanza media pero sólo un 19.4% señaló haberlo terminado. Un 4% indicó tener estudios superiores y de ellos, cuatro (1,5%) lograron un nivel profesional (Tabla 10).

TABLA 10: NIVEL EDUCACIONAL POR CIUDAD

	Sin estudios	Básica incompleta	Básica completa	Media incompleta	Media completa	Superior incompleta	Superior completa	Total
Frecuencia	4	90	51	56	50	3	4	258
%	1.6	34.9	19.8	21.7	19.4	1.2	1.6	100.0
Ciudad	Nivel educacional por ciudad							
Talca	2	22	14	19	20	1	2	80
Curico	1	12	6	12	7		1	39
Linares		11	13	8	4	1		37
Cauquenes	1	14	6	3	9		1	34
Parral		12	6	6	7	1		32
Constitución		19	6	8	3			36
Total	4	90	51	56	50	3	4	258

Fuente: Cuestionario final: antecedentes demográficos.

Respecto del ítem vivienda, un 68% afirma poseer casa propia y sólo un 12% manifiesta vivir de allegado (Tabla 11). Por otra parte, el ingreso diario por concepto de ventas es variable. Del total de encuestados, un 46% relata recibir menos de 5.000 pesos equivalentes a US\$ 8.33 (\$600=US\$ 1), un 34 % recibe entre 5.000 y 8.000 pesos y un 7% más de 15 mil pesos diarios, alcanzando los US\$ 25 (Tabla 12).

TABLA 11: TIPO DE VIVIENDA / CIUDAD

Ciudad	Arrendada	Cedida por familiares	Allegado	Casa propia	Total
Talca	10	2	15	53	80
Curicó	5		5	29	39
Linares	7		4	26	37
Cauquenes	3	2	3	26	34
Parral	6	2	2	22	32
Constitución	9	4	2	21	36
Total	40	10	31	177	258

Fuente: Cuestionario final: antecedentes familiares.

Cabe destacar que el ingreso diario varía según el género del comerciante. Así por ejemplo, en Talca reciben más dinero las mujeres, en cambio, en las otras ciudades de la Región, esta característica se revierte recibiendo mayores ingresos los hombres (Tabla 12).

TABLA 12: INGRESO DIARIO PROMEDIO TOTAL DE LA MUESTRA

Rango de Ingresos	Ingresos Diarios		Ingresos Diarios por Género		Total
	Frecuencia	Porcentaje	Masculino	Femenino	
menos de 5000 (menos de US\$ 8,3)	119	46.1	54	65	119
entre 5000 y 8000 (US\$ 8,3 – 13,3)	87	33.7	49	38	87
entre 8000 y 10.000 (US\$ 13,3 – 16,6)	19	7.4	10	9	19
entre 10.000 y 12.000 (US\$ 16,6 – 20,0)	13	5.0	6	7	13
entre 12.000 y 15.000 (US\$ 20,0-25)	2	.8	0	2	2
más de 15.000 (más US\$ 25,0)	18	7.0	11	7	18
Total	258	100.0	130	128	258

Fuente: Cuestionario final: antecedentes comerciales.

El ingreso familiar mensual (Tabla 13) que reciben los encuestados se ubica en un rango bastante estrecho. Las mujeres relatan tener menos ingresos que los varones, exceptuando las que se desempeñan en la ciudad de Talca quienes superan a los hombres en sus ingresos. El promedio de ingresos mensual varía entre los US\$ 166.6 y US\$ 333.3 alcanzando, algunos de ellos (6.2%) niveles superiores a los US\$ 500.

TABLA 13: INGRESO FAMILIAR MENSUAL PROMEDIO POR GÉNERO

Género	Menos de 100.000 (US\$ 166,6)	Entre 100.000 y 150.000 (US\$ 166,6 – 250)	Entre 150.000 y 200.000 (US\$ 250 – 333,3)	Entre 200.000 y 300.000 (US\$ 333,3 – 500)	Entre 300.000 y 400.000 (US\$ 500 – 666,6)	Más de 400.000 (US\$ 666,6)	Total
Masculino	25	57	25	14	4	5	130
Femenino	52	32	23	14	5	2	128
Total	77	89	48	28	9	7	258

Fuente: Cuestionario final: antecedentes familiares.

VI. CONCLUSIONES

En la Región del Maule, si bien su población ha crecido a una tasa del 6.2% promedio, no sucede lo mismo con el empleo que se ha visto impactado por el incremento de la fuerza de trabajo, por la incorporación de la mujer al empleo y por el incremento de la movilidad campo-ciudad. Los ocupados alcanzan a 90.9% y la tasa de desocupados (9.1%) al año 2007. Un 8.8% para los hombres y de un 9.7% para las mujeres. Sólo la ciudad de Linares supera los dos dígitos con un 11.7% de desempleados. Situación que, como se puede observar, confirma el modelo neoclásico de Solow (1956) según el cual, el crecimiento económico explica el comportamiento de indicadores claves como el empleo y cuyo corolario es que, a mayor inhabilidad del mercado para sostener dicho crecimiento mayor propensión al desarrollo de comercio informal. Situación que se verifica en el progresivo incremento de la cantidad de puestos de comercio informal que en la región alcanza un promedio por encima de 1.500 puntos de venta en un rango que va de los 900 a 2300 comercios. De ahí entonces que, efectivamente, la economía informal tiene su origen en sectores de baja productividad estancando el crecimiento (Brunner y Elecqua, 2003).

La Región del Maule presenta bajos niveles de escolaridad, confirmando las teorías del capital humano de Mincer, 1958, Schultz, 1961 y Becker 1964 (citados en Oroval y Escardíbul, op. Cit) para quienes la educación es una inversión que aumenta la dotación de capital e incrementa la riqueza, de manera que, en el caso de la Región del Maule, una baja escolaridad limita el crecimiento endógeno y estimula el comercio informal y contrae la riqueza (Cruz P., Rojas S., Vega G., 2002). Esta es una de las formas mediante las cuales se inicia un ciclo perverso que, sin duda, se explica por el bajo nivel de escolaridad. En este estudio, sólo un 54% ha cursado el nivel básico de formación.

La síntesis no es precisamente promisorias. Los gestores del comercio ambulante de la Región del Maule, Chile, poseen un nivel educacional bajo, el 56.2% de ellos no alcanzó estudios de enseñanza media, el 19.8% termina la enseñanza básica, un 34.9% la cursó en forma incompleta y un 1.6% no tiene estudios, afecta segmentos

poblacionales cuya expresión por género es bastante homogénea con aproximadamente mitad de hombres y de mujeres que cumplen a su vez el rol de jefes de hogar.

Puesto que un 49% de los encuestados relató llevar más de 10 años dedicados a este tipo de negocio, destinando como mínimo 2 días de la semana a esta actividad y concurriendo en promedio 5 días, se confirma la existencia de una de las debilidades de la economía que, sobre la base de las teorías analizadas (Mincer, 1958, Schultz, 1961 y Becker 1964; citados en Oroval y Escardíbul, op. cit) existe una relación causal entre educación, productividad e ingresos. Así entonces, niveles de educación inferiores implican rentas bajas y contracción del crecimiento económico. Cabe destacar sin embargo, que un 36% de la población estudiada dice trabajar los siete días de la semana, lo cual sugiere un cierto grado de conformidad con los ingresos obtenidos en esta actividad. Sin perjuicio de lo cual, en general, no se sienten discriminados (61.6%) al momento de buscar trabajo asalariado.

Respecto de la formalidad de sus actividades, un 80.2% indica estar inscrito en algún tipo de registro. Sin embargo, un 22% esgrimió razones burocráticas para no formalizar plenamente sus actividades y, en un mismo porcentaje, expresó no contar con el dinero para estos efectos. Estas evidencias permiten confirmar la existencia actualizada de *tianguis* o comercios derivados de costumbres ancestrales (Lasso, 2000) que en el presente toman la forma de comercio callejero espontáneo sin regulación del Estado (Tijerina y Medellín, 1990) cuyos efectos son el no pago de impuestos y la precariedad de las relaciones laborales informales (OIT, 2003).

Sin duda, la formalización de actividades comerciales es considerada efectivamente una traba. Un 77.1% señaló no poseer inspecciones sanitarias, un 66.7% no dispone de seguro social y un altísimo 93.4% no posee seguro laboral. Quienes laboran en este sector están muy lejos de contar con un contrato de trabajo, participan de los denominados *servicios informales* (INEGI, 1997), son más bien independientes y trabajan fuera de la ley (Lasso, 2000) sin seguros social, laboral, vacaciones, ni aguinaldos, pero ahorran costos de acceso y reparto de utilidades (Hernández, 1997). Mas aún, sólo unos pocos (4.3%) relatan tener empleados que trabajan a su servicio,

sin embargo, reconocen tenerlos sin un contrato laboral generando informalidad, subempleo y accediendo a ingresos disminuidos (Jusidman, 1993), de lo cual se concluye y confirma la precariedad de estos empleos (Diamond y Mirrless, 1971).

En general, no reciben ningún tipo de capacitación y lo que les motiva a desempeñarse es, principalmente, la existencia de largos periodos de cesantía (29%), disponibilidad diaria de dinero (17%) y negocio atractivo (16%) factores que dan sentido a la expresión de que “no son informales los hombres sino sus actividades” (Gershi, 1987), lo que se confirma a su vez, con un significativo 64% de entrevistados que indicó no querer cambiar de trabajo, aún cuando se les asegurara el mismo nivel de ingresos. Los ingresos diarios de los encuestados oscilan alrededor de los US\$ 8,3, lo que permite calcular un ingreso familiar promedio de entre US\$ 166.6 y US\$ 250 mensuales, en consecuencia, el nivel socioeconómico es bajo o medio bajo. Sin embargo, un 68% de los encuestados relata tener casa propia, lo que se puede explicar por el hecho de ser adultos con una edad promedio de 45 años y que, a esta edad, las familias ya han resuelto, aunque de manera modesta, su problema de vivienda.

Finalmente, respecto de “si cambiarían de trabajo” se aprecian importantes diferencias de opinión. En Talca la mayoría (53%) responde que “sí”. Por el contrario, en todas las demás ciudades se afirma que “no”, confirmando que el comercio informal es un tipo de trabajo de alta aceptación, que proviene de la época pre colombina y que en la actualidad da forma a un estilo de vida entre quienes se dedican a esta actividad, preferentemente, en las ciudades más pequeñas de la Región del Maule de Chile.

REFERENCIAS

- Arzola, María Elenay, Rodrigo Castro. 2007. Determinantes de la Movilidad de la Pobreza en Chile (1196-2006). Programa Social de Libertad y Desarrollo, Serie Informe Social, N° 112.
- Brunner, J.J., Elacqua, G. 2003. *Informe Capital Humano en Chile* [en línea]. Universidad Adolfo Ibáñez, 2003 [fecha de consulta: 10 de mayo de 2008]. Disponible en: <http://www.aui.cl/p4_home/site/asocfile/ASOCFILE120030528134> [fecha de consulta: 4 de junio de 2008].
- Cruz P., Rojas S., Vega G., Villegas Y. 2002. *El Capital Humano y la Gestión por Competencia* [en línea]: documento electrónico en Internet. 2002 [fecha de consulta: 15 de junio de 2008]. Disponible en: <http://www.mundotutorial.com/tutorial_el_capital_humano_por_competencias-mdtutorial343444.htm> [fecha de consulta: 4 de junio de 2008].
- De Soto, Hernando. 1992. El Otro Sendero. ED. Sudamericana, Argentina.
- Diamond, P., Mirrless, J. 1971. "Optimal Taxation and Public Production: I. Production Efficiency". American Economic Review. Vol. 61, pp.: 8-27.
- Doing Business 2009: Chile estancado en competitividad, Temas Públicos, N° 886, 12 de septiembre de 2008; Libertad y Desarrollo, www.lyd.org [fecha de consulta: 4 de junio de 2008].
- Gershi, Enrique. 1987. Economía informal en América latina. Cato Journal vol 7 n° 1.
- Gershi, Enrique y De Soto, Hernando. 1987. El otro sendero: la revolución informal.
- Hernández Licona, Gonzalo. 1997. The structure and recent evolution of the labour force in México. Documento de trabajo. ITAM.
- Hernández, R., Fernández, C., Baptista, P. 1998. Metodología de la Investigación. Segunda Edición, Mc Graw- Hill. pp.60-62.
- INE, Instituto Nacional de Estadística. Encuesta nacional de empleo, 2008.; www.INE.cl.
- INE, Instituto Nacional de Estadística. Censo 2002. Mapa interactivo; www.censo2002.cl.
- INEGI. 1997. Encuesta Nacional de Micro negocios.
- Kinnear C., Tomas, Taylor R., James, 1993. Investigación de Mercado un enfoque aplicado. Cuarta Edición. Mc Graw-Hill, 812 p.; pp 128-129, pp 311 - 319, pp 414-415, pp 450-451, pp. 812.

- Lasso, Pablo. 2000. El comercio informal; El comercio informal en países de América Latina. Reporte de investigación Academia Consumidor/Investigación de Mercados. ITESO; Año IV, Epoca1, Número 16, Marzo del 2000.
- Martínez, R. 1999. Estrategias para sobrevivir. Inmigrantes en la venta ambulante. *Intervención Psicosocial*, 8 (2), 251-263.
- MIDEPLAN, Casen. 2001 - 2006.
- OIT. 2003. Documento de las Tendencias Mundiales del Empleo. pp:3.
- OIT. 2003. Jacques Charmes, Women and Men in the Informal Economy: A Statistical Picture.
- OIT. Ginebra. 2003. Tendencias mundiales del empleo.
- OIT. 2002. 90ª Conferencia de la Organización Internacional del Trabajo.
- OIT. 2002. Sector del empleo Documento de trabajo sobre la economía informal., Ginebra, p.4.
- OIT. 2002. Como lo señala en su Informe VI “El trabajo decente y la economía informal” Conferencia Internacional del Trabajo de 2002.
- OIT. 2002. Women and Men in the Informal Economy. A Statistical Picture, Ginebra, 88 pp 8-10.
- OIT. Ginebra. 2002, El trabajo decente y la economía informal, Oficina Internacional del Trabajo.
- Oroval, E. y Escardíbul, J. 2000. *Aproximaciones a la relación entre educación y crecimiento económico. Revisión del Estado actual de la cuestión.* [en línea] Universidad de Barcelona, 2000. Disponible en: <<http://riscd2.eco.ub.es/~escard/Oroval-Escardibul.pdf>>[fecha de consulta: 4 de junio de 2008]
- Pleitez, William, PNUD, 2008, Informe Nacional de Desarrollo Humano, El Salvador 2007-2008.
- PREALC. 1988. Programa mundial del empleo. Mas allá de la regulación: El sector informal en América Latina, Primera edición. pp:14-16.
- Programa Chile Califica. 2004. Análisis del comportamiento del mercado laboral en Chile, a través del procesamiento de información secundaria disponible.
- Rodríguez, M. 1988. Economía subterránea. Tesis de grado, Pontificia Universidad Católica de Chile 181pp. 2-4.
- Tanzi, V. 1983. “The underground economy”. Finance and Development. Vol. 20, No. 4. IMF. Washington, D. C. Vol. 20 Nº 4.
- Tijerina, J, Medellín, A. 1990. Análisis de difusión económica. Documento de Investigación No. 7.

<http://www.conama.cl/certificacion/1142/propertyvalue-12142.html>
[fecha de consulta: 6 de junio de 2008].

<http://www.ilo.org/Search3/searchOnFast.do>, [fecha de consulta: 9 de
noviembre de 2008]

<http://www.ilo.org/public/spanish/region/ampro/cintefor/temas/informal/tdec pob/index.htm> [fecha de consulta: 10 de noviembre de 2008].



Internet y el ejercicio de los derechos de los accionistas en las empresas: un análisis empírico

María del Mar Alonso Almeida

Universidad Autónoma de Madrid, España / mar.alonso@uam.es.

Recibido: 9 de septiembre de 2008

Aceptado: 22 de abril de 2009

■ RESUMEN

La globalización de la economía y los escándalos financieros en algunas empresas han hecho que la información sobre el funcionamiento de las empresas sea un asunto crítico para la confianza y para el buen funcionamiento del mercado de capitales. Este hecho ha provocado la proliferación de códigos de buen gobierno relativos a las prácticas que las empresas deben seguir en el seno de la dirección.

El presente trabajo se analizará si la tecnología de Internet puede contribuir al fortalecimiento de la relación entre accionistas y empresas, en el ejercicio de los derechos del accionista en la empresa.

Palabras clave: accionistas, internet, gobierno corporativo electrónico, participación electrónica, código de buen gobierno.

■ ABSTRACT

The globalization and some financial scandals have turned the corporate governance in a critical issue for the firms and the capital markets. Due to this situation, the good governance codes about best practices in the boards and the directorship have spread.

This article analyzes if internet can strengthen the relationship between shareholders and firms and increases the participation in the making decision into the firm.

Keywords: shareholders, internet, Internet, electronic corporate governance, electronic participation, good governance code.

I. INTRODUCCIÓN

Las actuales formas de gobierno corporativo se han visto cuestionadas debido a los escándalos que han rodeado a algunas organizaciones empresariales. Esto ha provocado que se levanten algunas corrientes doctrinales, como la teoría *stakeholder*, que piden mayor transparencia, traducida en mayor información, mayor accesibilidad y publicidad de la información y mayor participación de todos los implicados en la organización.

Los nuevos enfoques sobre la teoría de la organización y sobre el cambio de comportamiento de gobierno organizativo, tal y como esquematiza Zingales (2000) y resume Bueno (2004), se fundamentan a partir de la evolución de las cuatro concepciones siguientes:

- a) La observación de la organización como un nexo de contratos explícitos valorizados por los mercados financieros y basados en las perspectivas de los costes de transacción, derechos de propiedad y relación de agencia (Alchian y Demsetz, 1972; Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983; Williamson, 1985), propios del enfoque contractual clásico y de la teoría actual.
- b) El análisis de la organización como nexo de contratos explícitos e implícitos en el que cobra importancia el capital relacional, consecuente con la existencia de contratos relacionales (Rajan y Zingales, 1998; Backer et al., 2002; Rodríguez Fernández, 2003), enfoque característico de la teoría institucional.
- c) El enfoque de la empresa como una colección de oportunidades de crecimiento, basados en los activos o recursos críticos y en las capacidades para generar las citadas oportunidades (Wernerfelt, 1984; Teece, Shuen y Pisano, 1997).
- d) La visión de la empresa como colección de activos tangibles e intangibles derivados de cada categoría de los contratos que se integran en la organización (Grossman y Hart, 1986; Nonaka y Takeuchi, 1995; Grant, 1996), característico del en-

foque actual basado en conocimiento (Spender, 1996; Grandori, 2004).

Esta evolución culmina en la necesidad de definir un nuevo modelo de empresa basado en el conocimiento y en las relaciones con el resto de los partícipes y agentes sociales que configuran lo que se viene llamando “organización nexo o red” y que configura el capital relacional de la empresa (Bueno, 2004; Foss, 2005). Este nuevo modelo de empresa requiere una nueva estrategia de gobierno, y por tanto un nuevo comportamiento del gobierno de la empresa para su desarrollo (Alonso Almeida, 2007).

Esta estrategia parte del llamado movimiento de reforma en relación al “buen gobierno corporativo”, materializado en unos códigos de prácticas de buen gobierno y legislación de obligado cumplimiento que recomiendan el uso de una tecnología de comunicación universal, como es Internet, para proporcionar confianza al mercado (Jones, 1995).

Dichos códigos, de otra parte, han sido consecuencia lógica de la construcción de un marco teórico y de unas prácticas concordantes con la época de la economía industrial. Éstos han cambiado en los últimos años, como consecuencia del cambio profundo en los procesos económicos derivado de la “era de los intangibles” y de la Sociedad de la Información, todo lo cual ha llevado a situaciones no explicadas por aquél marco teórico, y a nuevas prácticas o formas de conocer y de hacer (Saudagaran y Diga, 1997; Waltz, 1999).

Desde finales de la década de los años noventa, las compañías más comprometidas con la transparencia hacen uso de la tecnología de Internet para mejorar la comunicación con sus inversores y para mejorar su imagen. Además, los organismos reguladores de los principales mercados financieros han desarrollado normativas que especifiquen la utilización de la *web* como elemento para fomentar la transparencia.

En este trabajo se intenta conceptualizar el significado del gobierno corporativo electrónico, describir las principales herramientas que Internet pone a disposición de las empresas para el desarrollo de los mecanismos de gobierno electrónico y evaluar la situación en el mercado español. Cabe de más decir que Internet debe ser uno más

de los canales de comunicación que la empresa ponga a disposición de los accionistas y no el único. De no ser así, en lugar de beneficiar al accionista se le terminaría perjudicando, ya que en la actualidad no todos los accionistas acceden a la información de las empresas a través de Internet.

II. EL GOBIERNO CORPORATIVO ELECTRÓNICO

El gobierno corporativo electrónico implica el uso de la tecnología de Internet para mejorar la confianza entre las empresas y los grupos de interés. Pero para que éste obtenga el resultado esperado debe haber participación; debe producirse lo que Handy (1995) denomina la aceptación de la tecnología.

Davis (1989) investigó sobre las causas que motivaban a los empleados a adoptar una nueva tecnología en su trabajo y llegó a la conclusión que principalmente se debe a dos causas: 1) percepción de utilidad y 2) percepción de facilidad de uso. Sus investigaciones le condujeron a enunciar el Modelo de Aceptación de la Tecnología (Technology Acceptance Model), conocido por sus siglas en inglés, TAM. Este modelo ha sido probado y validado en diversas investigaciones, tanto con distintas herramientas de trabajo tecnológicas (Pavlou, 2003), como en Internet (Dahlberg et al., 2003). El TAM se basa en la teoría de que las creencias sobre algo influyen en las intenciones, y las intenciones, sobre la acción. Siguiendo este razonamiento, para que se acepte la tecnología de Internet por los accionistas, ésta debe percibirse como útil y fácil de usar.

El modelo de la Difusión de la Innovación (DOI por sus siglas en inglés), enunciado por Rogers (1996), es otro modelo de investigación que explica la aceptación de la tecnología. Este modelo se basa en cuatro características: 1) complejidad definida como el grado en que la tecnología es fácil de entender y usar; 2) compatibilidad o grado en que la tecnología es compatible con la creencia, los valores y la experiencia de los que van a usarla; 3) utilidad o capacidad de uso y 4) observabilidad o el grado en que los resultados son visibles. De estas cuatro características, la doctrina sobre la inteligencia artificial concluye que las más relevantes para la adopción de la

nueva tecnología son la complejidad y la compatibilidad (Hoffman y Novak, 1996).

Otros autores presentan otros factores como la imagen de la empresa. Las investigaciones realizadas que utilizan la tecnología de Internet demuestran que la imagen de la empresa que usa la tecnología proporciona razones para su uso. Asimismo, se percibe una ventaja por el uso de la tecnología (Bolton y Katok, 2004). De acuerdo con estos modelos, se puede decir que los accionistas estarán más dispuestos a usar la tecnología de Internet si perciben facilidad de uso, utilidad y la ventaja que obtienen por su uso.

Los pequeños accionistas conforman el colectivo que más acusa la rapidez y volatilidad de los mercados de valores. Por ello se hace cada vez más importante que las sociedades anónimas cotizadas se esfuercen por ofrecerles toda la información necesaria que les permitan adoptar sus decisiones de inversión en igualdad de condiciones con los inversores institucionales y los grandes accionistas.

En línea con este razonamiento, en los últimos años se han producido en Europa diversos análisis empíricos sobre la información, principalmente financiera, que las principales compañías europeas distribuían a través de Internet.

En ese sentido, Lymer (1998) analiza las 50 mayores empresas de Reino Unido. Craver y Marston (1999) avanzan en esta dirección analizando 206 empresas del índice FTSE 100 y las compañías con las mayores capitalizaciones, de acuerdo con la información publicada en el periódico *Financial Times*. En Alemania, Marston y Polei (2004) examinan la información voluntaria y la información relativa a los inversores en las principales empresas alemanas. Lymer y Tallberg (1997) analizan la información de las empresas que cotizan en la Bolsa de Helsinki. Hedlin (1999) estudia las 60 compañías suecas que cotizan en el índice de la Bolsa de Estocolmo. En España, también se han desarrollado algunos análisis empíricos en este campo. Así, Gowthorpe y Amat (1998) analizaron las 379 empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid. Larrán y Giner (2002) realizaron un estudio sobre la información presentada en Internet por las 144 empresas que cotizan en el mercado continuo, al igual que Gandía y Andrés (2005). Otros análisis empíricos han analizado

los principales índices europeos. Bonsón et al. (2000) analizaron los informes digitales de las 50 empresas que componen el índice Dow Jones Eurostoxx 50. Más tarde Bonsón y Escobar (2002) analizaron la información financiera digital de las 300 mayores empresas de la Unión Europea. Posteriormente, han analizado con dos objetivos la información que las empresas de los países de Europa del Este que se están incorporando en los últimos años a la Unión Europea proporcionaban a través de Internet. El primer objetivo es determinar la distancia existente entre la información que actualmente proporcionan y la que se exige, según las directivas europeas. El segundo es analizar empíricamente los factores que explican el comportamiento diferente de las empresas en la relación con los inversores y accionistas (Bonsón y Escobar, 2006).

Puesto que la información proporcionada a través de la página *web* se configura como una de las herramientas principales para el fortalecimiento de la relación entre empresa y accionistas, se va a analizar la situación en el mercado español cotizado, principalmente su utilización y resultados.

Hay que tener en cuenta que los problemas existentes entre las sociedades y sus accionistas no se producen en las sociedades cerradas con un número de accionistas reducido, los cuales se conocen entre sí y están unidos por vínculos familiares o de confianza más o menos estrechos, sino en las sociedades abiertas o cotizadas con un número elevado de accionistas con diferentes inversiones e intereses, y donde las nuevas tecnologías pueden atenuar el efecto de la apatía del accionista. En las sociedades cotizadas es donde los medios tecnológicos de participación pueden hacer que el ejercicio de los derechos políticos del accionista deje de resultar una carga antieconómica para los pequeños accionistas. Puesto que la información proporcionada a través de la página *web* se configura como una de las herramientas principales para el fortalecimiento de la relación entre empresa y accionistas, el análisis empírico se va a centrar en el desarrollo del gobierno electrónico a partir de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno y del uso de la tecnología (Belanger y Hiller, 2005).

Hay que considerar una serie de factores que la doctrina ha puesto de manifiesto. En primer lugar, las empresas más grandes

tienen un mayor número de accionistas e inversores pendientes de su evolución; por eso necesitan ofrecer información que contribuya a la comprensión de las empresas a los agentes interesados (Marston y Polei, 2004). En segundo lugar, las grandes compañías son más visibles y, como consecuencia, tienen más costes políticos (Watts y Zimmermann, 1978). En tercer lugar, desde el punto de vista de la teoría de la agencia, el incremento de información puede reducir los costes de agencia y las asimetrías de información y, consecuentemente, incrementar la confianza en la empresa (Jensen y Merckling, 1976; Hossain et al., 1995, Oyelere et al., 2003). Como resultado, las empresas de mayor tamaño tienen fuertes incentivos para intentar incrementar la comunicación con sus accionistas a través de Internet. La teoría enunciada lleva a plantear la siguiente hipótesis de estudio:

H1: El tamaño de la empresa está relacionada con su disposición de herramientas en Internet para relacionarse con los accionistas.

La mayoría de los estudios realizados hasta ahora se centran en analizar la información financiera y parte de la información sobre gobierno corporativo que las empresas ponen a disposición de los terceros en su página *web*. Esta investigación pretende ir más allá y analizar, no si las empresas cumplen con la legalidad y son transparentes en su gobierno, sino si a través de la información, canales de comunicación, otras funcionalidades y características propias de la tecnología, las empresas pueden ayudar en el ejercicio de los derechos sociales a los accionistas minoritarios.

La Junta de accionistas es el medio por excelencia donde los accionistas pueden ejercer sus derechos como propietarios. La aplicación de la tecnología de Internet en la Junta de accionistas se puede agrupar en tres esquemas:

- a. Voto electrónico. Entendiendo como tal, el ejercicio del voto del accionista que no está presente físicamente en la Junta. Los votos pueden ser recogidos con anterioridad a la Junta o pueden ser emitidos de forma simultánea a

la votación virtual, lo que se denomina “participación virtual” (Muñoz Paredes, 2004). Los accionistas que voten a distancia se contarán, a efectos de constitución de la Junta, como presentes. Este método puede satisfacer los intereses de los accionistas que quieran participar en las Juntas. Favorece la comunicación y el compromiso con la empresa.

- b. Participación a distancia por sedes interconectadas con la sede principal donde se lleva a cabo físicamente la junta, y conectadas de forma virtual por Internet desde su casa, oficina u otro lugar, no controlado por la empresa.
- c. Junta virtual. Cuando todos los accionistas están conectados de forma virtual, sin reunión física. Los asistentes podrán ejercitar sus derechos de solicitar la palabra, hacer preguntas, derecho de réplica y contrarréplica.

La aplicación de estas formas de participación entrañan dificultades que hay que tener en cuenta para garantizar el éxito y la confianza de los accionistas (Muñoz Paredes, 2004). Por eso se debe habilitar un sistema seguro basado en firma electrónica o similar que garantice la correcta identificación del accionista o su representante.

Como consecuencia, el uso de herramientas de Internet para la participación en la vida social de la empresa nos lleva a plantear la siguiente hipótesis de estudio:

H2: El voto electrónico incrementa la participación del accionista en la vida social de la empresa.

III. ANÁLISIS EMPÍRICO

El universo que nos va a permitir contrastar las hipótesis planteadas en el apartado anterior de esta investigación son las empresas que cotizan en el mercado continuo en España. De este universo, se ha seleccionado una población compuesta por las empresas que tienen una capitalización mayor de 200 millones de euros, en total 95 empresas.

En esta investigación, salvo algún dato concreto o aclaración adicional que se ha necesitado recabar de la empresa (en concreto del Departamento de relación con los inversores), la información se ha obtenido de fuentes secundarias. Las fuentes de datos utilizadas han sido las páginas *web* de las empresas objeto de la muestra, las páginas *web* de las Bolsas de Madrid, Barcelona y Bilbao, así como las Oficinas de estudios de dichas Bolsas y las Oficinas del accionista de las empresas de la muestra.

La variable dependiente es la existencia de voto electrónico (E-VOTO) en la página *web* de la empresa y las variables independientes, las variables analizadas en los contrastes. La variable E-VOTO es una variable dicotómica que mide si la empresa pone a disposición de los accionistas el voto electrónico o no. En el caso de que la empresa no utilice voto electrónico en las Juntas de Accionistas, el valor es 0. Las variables independientes, son las que dan respuesta a las hipótesis planteadas. Entre las variables independientes, se incluye la variable TAMAÑO. Esta variable puede ser cuantificada por diversas medidas. En este caso se va a utilizar la capitalización de las compañías al cierre del ejercicio. Se usará el valor del logaritmo neperiano de este valor.

La variable ACCIONISTAS es una variable subrogada que se mide con el porcentaje del capital flotante de cada empresa al final del ejercicio. El valor se toma de los informes emitidos por la CNMV sobre distribución de la propiedad de las empresas cotizadas.

La variable E-PARTICIPACION mide si ha habido voto electrónico en las empresas o no. Es una variable numérica que indica el número de votos electrónicos habido en la Junta. En concreto, el porcentaje de votos electrónicos sobre el total de votos. Si la empresa no dispone de esta modalidad de voto el valor es 0. El dato se ha tomado de la página *web* de la empresa y de las entrevistas realizadas a las Oficinas del accionista.

Los resultados obtenidos nos muestran que un 33,7 por ciento de la muestra utiliza el voto electrónico para estimular la participación de su accionariado disperso, lo que representa 32 empresas. Por capitalización se distribuye según la tabla 3:

TABLA 3. EMPRESAS QUE UTILIZAN EL VOTO ELECTRÓNICO POR CAPITALIZACIÓN

Capitalización	Nº empresas
IBEX	15
> 1000 millones de €	8
<1000 millones y >500 millones €	4
<500 millones y >200 millones €	5

Como se puede observar, las empresas más grandes pertenecientes al IBEX35 son las empresas que principalmente ponen a disposición de los accionistas esta herramienta de participación: un 40% de las empresas pertenecientes a este grupo.

El análisis de correlación del coeficiente de Pearson nos muestra los siguientes resultados (tabla 4):

TABLA 4. RESULTADOS ANÁLISIS UNIVARIANTE

Variable	E-VOTO	Accionistas	Tamaño	E-Participación
E-VOTO	1			
ACCIONISTAS	.071	1		
TAMAÑO	.269(**)	.269(**)	1	
E-PARTICIPACIÓN	.498(**)	.096	.392(**)	1

Los resultados del análisis univariante muestran una relación positiva entre: el tamaño de la empresa, la participación y el voto electrónico. Estos resultados demuestran que las empresas de mayor tamaño tienen una mayor participación de sus accionistas en la vida social por Internet. Sin embargo, no parece que exista relación entre los accionistas y el voto electrónico.

Con el fin de obtener las variables que en mayor medida contribuyan a explicar la variabilidad del modelo, se ha utilizado como procedimiento de regresión múltiple, el método de regresión de etapas sucesivas (*stepwise regression*). Este método se trata de un método de regresión por etapas “hacia delante”, en el que la entrada y salida de las variables en la ecuación de regresión se realiza a partir de los valores del estadístico t-Student (Stevens, 1996). En cada paso se calcula el coeficiente estandarizado para cada variable, en el

supuesto que la misma entrase en el modelo en el próximo paso, así como el valor del estadístico t y el nivel de significación. De esta forma se evita la colinealidad y se seleccionan las variables independientes que más influyen en las hipótesis que se quieren contrastar. En este estudio se ha utilizado como criterio de entrada en la ecuación, un nivel de significación inferior a 0.05 y uno de salida superior a 0.1. El análisis multivariante realizado confirma en parte los resultados obtenidos por el análisis univariante (ver tabla 5):

TABLA 5. RESULTADOS ANÁLISIS REGRESIÓN

	Coefficiente	Std. error	t	Prob.
(Constante)	5.097	5.204	0.979	0.330
TAMAÑO	3.475	0.371	9.336	0.000
E-PARTICIPACIÓN	9.439	1.539	6.131	0.000
R2	0.642		Estadístico F	39.902
R2 Ajustada	0.626		Prob. F	0.000
Error típico regresión	5.757		Durbin-Watson	1.827

Dos son las variables que contribuyen en mayor medida a explicar los niveles de uso de Internet de los accionistas de las empresas. Estas variables son: a) el tamaño de la empresa, como se reconoce en buena parte de la evidencia empírica previa (Marston y Polei, 2004; Bonsón y Escobar, 2006) y b) la participación electrónica.

Desde el punto de vista estadístico, el valor del estadístico “t” indica que las dos variables independientes seleccionadas por el modelo de regresión tienen una significación del 5%. El coeficiente de determinación del modelo es de 0.642, lo que significa que estas variables seleccionadas explican un 64.2% de la varianza del voto electrónico. Los estadísticos resumen, como el estadístico F y el Durbin-Watson, indican que no hay problemas de colinealidad, ni autocorrelación.

IV. RESULTADOS OBTENIDOS

Según los resultados obtenidos por la estadística descriptiva, el análisis univariante y el análisis multivariante, se puede llegar a los siguientes resultados:

H1: La disposición de herramientas en Internet por parte de las empresas para relacionarse con los accionistas se relaciona positivamente con su tamaño.

Aceptada totalmente

H2: El voto electrónico incrementa la participación del accionista en la vida social de la empresa.

Aceptada totalmente

Las empresas que tienen una mayor capitalización son las que más herramientas ponen a disposición de los accionistas para fortalecer su relación con éstos. Estas herramientas pueden llevar a conocer mejor a las empresas, a sus consejos de administración y a los directivos, lo que permite que se desarrolle una relación de confianza y compromiso activo con la empresa. De estas posibles herramientas que la empresa puede poner a disposición de los accionistas, el voto electrónico se configura como la que incrementa la participación de éstos en la vida social haciendo oír su voz.

La evidencia empírica demuestra que el hecho de que las empresas pongan a disposición de sus accionistas herramientas electrónicas para que participen desde cualquier lugar en donde se encuentren, ha favorecido el voto en las Juntas. Los datos recogidos muestran que en las empresas que cuentan con la opción de voto electrónico, esta opción ha sido utilizada en todos los casos por algún accionista. Esto sugiere que aunque en la actualidad no sea utilizado por gran parte de los accionistas, puede ser una herramienta que en el futuro ayude a disminuir la apatía de éste al permitir su participación desde cualquier lugar, con la consiguiente comodidad y ahorro de costes para el mismo.

V. CONCLUSIONES

Las empresas se encuentran en un mercado de capitales globalizado. Las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) se han convertido en agentes dinamizadores que potencian el valor de las organizaciones. Las voces críticas que se han levantado llevan a pensar que es necesaria una revisión de las prácticas de

gobierno existentes y una nueva estrategia política que garantice la recuperación de la confianza de los accionistas e inversores. Esta nueva estrategia política debe incorporar un comportamiento ético de los agentes principales de las organizaciones para lograr una mayor transparencia y responsabilidad socio-económica de la gestión de las empresas e instituciones, sobre sus decisiones principales y, especialmente, en lo relativo a ofrecer una información relevante y continuada en el tiempo sobre los hechos más significativos que afectan a la eficiencia de la entidad, así como a su comportamiento relacional con los participantes en su actividad económica o con los grupos de interés internos y externos de la organización. Las tecnologías de la información y las comunicaciones tienen un papel relevante en esta nueva estrategia de gobierno, al incorporar al gobierno de las empresas el uso de la tecnología de Internet que facilita la adopción de nuevas prácticas y la posibilidad de participación de todos los agentes sociales.

La *web* y el voto electrónico son herramientas cada vez más utilizadas por aquellas empresas que desean involucrar a sus accionistas en la vida social de la empresa. El voto electrónico se utiliza, de forma indistinta, para voto a distancia y voto delegado. Las empresas que utilizan el voto electrónico como forma de participación de los derechos sociales son empresas de alta capitalización, que tienen mucha visibilidad en el mercado y que desean que los inversores potenciales las conozcan y los accionistas actuales confíen en su actuación.

El uso de Internet en la población mundial tiene un ritmo ascendente, lo que obliga a las empresas a utilizar este medio para comunicarse con los inversores y permitir su participación activa. Pero en la actualidad, las empresas que más herramientas proporcionan a sus accionistas e inversores a través de Internet son aquellas de mayor capitalización, que poseen más recursos financieros, tecnológicos y personales para ejecutar proyectos de esta envergadura.

La aplicación de la tecnología puede ser una buena oportunidad para que los consejos de administración abran una vía de diálogo en la página *web* de la empresa, aprovechando algún hecho relevante que se desee comunicar. Así debería haber un canal directo de comunicación bajo la denominación “el consejo informa”, por

el cual pudieran los accionistas comunicarse con el consejo de administración y exponerles sus propuestas y dudas, y el consejo respondiera a ellas y explicara qué está haciendo la empresa para lograr sus objetivos. Para conseguir que los accionistas se sientan confiados y seguros con la relación que mantienen con la empresa, deben poder predecir qué va ocurrir en el futuro.

Pero para que estas formas de participación lleguen a desarrollarse plenamente es necesario que se desarrollen cambios importantes en la legislación como ya están produciéndose en la sociedad.

De nuevo, mientras la tecnología va adelantando, el derecho se va quedando atrás. Para que ambos vayan a la par es necesaria una adaptación del derecho mercantil existente actualmente en la mayoría de los países. Un campo con amplias posibilidades de aplicación a la vista de la globalización de capitales existente en la actualidad.

Cabe de más decir que este análisis abre camino para investigaciones futuras como la evolución del uso de las nuevas tecnologías para el gobierno de la empresa y los efectos que el uso de dichas tecnologías tiene para la empresa, el Consejo de la Administración y los accionistas, entre otras.

REFERENCIAS

- Alchian A. y Demsetz H. (1972). "Production, information cost and economic organization". *American Economic Review*, Vol. 7, 3, pp. 266-287.
- Alonso Almeida, M. M. (2007). *El gobierno corporativo electrónico. Análisis desde el enfoque de confianza*. Madrid. Editorial Netvision.
- Backer, G.; Gibbons, R. y Murphy, K. J. (2002). "Relational contracts and the theory of the firm". *Quarterly Journal of Economics*, 117, pp. 39-84.
- Belanger, F. y Hiller, J. (2005). "A framework for e-government: Privacy implications". *Business Process Management Journal*, Vol. 11, pp. 57-81.
- Bolton, G. E. y Katok, E., (2004). "How Effective Are Electronic Reputation Mechanisms? An Experimental Investigation". *Management Science*, Vol. 50, No. 11, pp. 1587-1602.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2006). "Digital Reporting in Eastern Europe: An empirical studies". *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol.7, pp. 299-318.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2002). "A survey on voluntary disclosure on the Internet. Empirical evidence from 300 European Union companies". *International Journal Digital Accounting Research*, Vol.2, No.1, pp. 27-53.
- Bonson, E.; Escobar, T. y Sánchez, M. (2000). Corporate digital reporting in Europe. A survey on Eurostoxx50 companies. Munich: 3rd European Conference in Accounting Information System.
- Bueno Campos, E. (Ed.) (2004). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Madrid: Editorial Pirámide.
- Dahlberg, T., Mallat, N. y Oorni, A. (2003). Trust enhanced Technology Acceptance Model-Consumer acceptance of mobile payment solutions. Proceedings of the CIC Roundtable 2003. Disponible en: http://web.hhs.se/cic/roundtable2003/papers/D31_Dahlberg_et_al.pdf
- Davis, S. (1989). "Perceived usefulness, perceived ease of use, and user acceptance of Information Technology". *MIS Quarterly*, 319- 340.

- Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983). "Separation of ownership and control". *The Journal of Law and Economics*, 25, pp. 301–326.
- Foss, N. J. (2005). *Strategy and organization in knowledge economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Gandía, J. L. y Andrés, T. (2005). *E-Gobierno Corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*. Monografía nº 8 Dirección de Estudios y Estadísticas. Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Gowthorpe, C. y Amat, O. (1999). "External reporting of accounting and financial information via the Internet in Spain". *European Accounting Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 365–371.
- Grandori, A. (2004). *Corporate governance and firm organization*. Oxford: Oxford University Press.
- Grant, R.M. (1996). *Dirección Estratégica. Conceptos, Técnicas y Aplicaciones*. Madrid: Civitas.
- Grossman, S. y Hart, O. (1986). "An Analysis of the Principal-Agent Problem". *Econometrica*, 51, pp. 7-45.
- Handy, C. (1995). "Trust and virtual organization". *Harvard Business Review*, Vol.73, No. 3, pp. 40–50.
- Hedlin, P. (1999). "The Internet as a vehicle for investor information; the Swedish case". *European Accounting Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 373–381.
- Hoffman, D.L. y Novak, T.P. (1996). "Marketing in Hypermedia Computer-Mediated Environments: Conceptual Foundations". *Journal of Marketing*, Vol. 60, pp. 50–68.
- Hossain, M.; Perera, H.B. y Rahman, A. R. (1995). "Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies". *Journal International Finance & Management Accounting*, 6, pp. 69–87.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jones, S.J. (Ed.). (1995): *Cyber Society. Computer-mediated communication and community*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Larrán, M. y Giner, B. (2002). "The use of the Internet for corporate reporting by Spanish companies". *International Journal of Digital Accounting Research*, Vol. 2, No.1, pp. 55–85.

- Lymer, A. (1998). The use of the Internet for corporate reporting. A discussion of the issues and survey of current usage in the UK. Antwerp, Belgium: 21st Annual Congress of the European Accounting Association.
- Lymer, A. y Tallberg, A. (1997). Corporate reporting and the Internet — a survey and commentary on the use of the WWW in corporate reporting in the UK and Finland. Graz, Austria: 20th Annual Congress of the European Accounting Association.
- Marston, C. L. y Polei, A. (2004). “Corporate reporting on the Internet by German companies”. *International Journal of Accounting Information System*, Vol. 5, pp. 285–311.
- Muñoz Paredes, J. M. (2004). *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las Juntas generales y de los consejos de administración*. Madrid: Editorial Civitas.
- Nonaka, I. y Takeuchi, H. (1995). *The knowledge-creating company. How Japanese companies create the dynamics of innovation*. Nueva York: Oxford University Press.
- Oyelere, P.; Laswad, F. y Fisher, R. (2003). “Determinants of Internet financial reporting by New Zealand companies”. *Journal of International Finance & Management Accounting*, 14, (1), pp. 26–63.
- Pavlou, P.A. (2003). “Consumer acceptance of electronic commerce: Integrating trust and risk with the Technology Acceptance Model”. *International Journal of Electronic Commerce*, Vol. 7, No. 3, 101–134.
- Rajan, R. G. Y Zingales, L. (1998). “Power in a theory of the firm”. *Quarterly Journal Economics*, 113, pp. 387-432.
- Rodríguez Fernández, J. M. (2003). *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*. Madrid: Ediciones Akal.
- Rogers, E. M. (1996). *Diffusion of Innovations*. Nueva York: The Free Press.
- Saudagaran, S. y Diga, G.K. (1997). “A review of research in the relationship between international capital markets and financial reporting by multinational firms”. *Journal of Accounting Literature*, Vol. 16, pp. 127-159.
- Spender, J. (1996). “Making knowledge the basis of a dynamic theory of the firm”. *Strategic Management Journal*, 17, pp. 45-62.

- Stevens, J. (1996). *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*. Nueva Jersey: Lawrence Erlbaum.
- Waltz, K. (1999). "Globalization and Governance". *Political science and Politics*, Vol. 32, No. 4, pp. 693-700.
- Teece, D.J.; Pisano, G. y Shuen, A. (1997). "Dynamic capabilities and strategic management". *Strategic Management Journal*, 18, (7), pp. 509-533.
- Watts, R. y Zimmerman, J. (1978). "Towards a positive theory of the determination of accounting standards". *Accounting Review*, 53, pp. 112-134.
- Wernerfelt, B. (1984). "A Resource Based View of the Firm". *Strategic Management Journal*, 5, pp.171-180.
- Williamson, O.E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. Nueva York: Free Press.
- Zingales, L. (2000). "In search of new foundations". *Journal of Finance*, 55, pp. 1623-1653.

Reseñas

Libro: Philip Kotler, John T. Bowen & James C. Makens. (2006). *Marketing for Hospitality and Tourism*. New Jersey: Pearson Prentice Hall. 932 páginas. ISBN- 0-13-119378-3.

Por: Elizabeth Robles, Universidad de Puerto Rico

Los autores de este libro son eruditos en su materia. Philip Kotler es catedrático distinguido de mercadeo internacional de la Escuela Graduada de Kellogg, de la Universidad de Northwestern, autor de varios libros de mercadeo y ha escrito más de cien artículos en revistas profesionales. John T. Bowen, quien es decano de la Escuela Gerencial de Hoteles y Restaurantes de la Universidad de Houston y editor de varias revistas de turismo y hotelería, ha ofrecido cursos y seminarios de mercadeo en Asia, Australia, Latinoamérica y Europa. James C. Makens es autor de varios libros de la industria hotelera, ha conducido adiestramientos ejecutivos para la cadena de hoteles Regency Internacional, la Asociación de Hoteles de Taiwán y Travelodge de Australia, y ha ofrecido seminarios de mercadeo para los Ministerios de Turismo de Australia, Nueva Zelanda, Canadá, Indonesia, Singapur, Malasia y Latinoamérica.

El propósito del libro es explicar el cómo y el por qué del rol de mercadeo que tiene cada persona que trabaja en la industria del turismo y de la hospitalidad. Cada empleado, con quien el cliente tiene contacto, es parte del producto del mercadeo de turismo y de hospitalidad. Por eso es un trabajo de todos. Este libro está escrito con el estudiante en mente para que de forma agradable y de manera práctica domine los conceptos básicos y las aplicaciones modernas del mercadeo de Hospitalidad.

Consiste de cuatro partes y de diez y nueve capítulos. La primera parte, con tres capítulos, introduce el concepto de mercadeo de hospitalidad y su importancia, describe las características y el rol del proceso de mercadeo de turismo y de hospitalidad. La segunda parte consta de cinco capítulos que describen el desarrollo de estrategias y oportunidades de mercadeo de turismo y de hospitalidad. Esta sección ayuda a entender el rol de la conducta del consumidor y cómo afecta el ambiente de mercadeo. La tercera parte incluye ocho capítulos sobre el desarrollo de las variables de turismo y de hospitalidad. En ella se identifican y explican las estrategias para promover los productos y los canales de distribución. La cuarta parte incluye el manejo del mercadeo de turismo y de hospitalidad. En ésta se presentan tres capítulos sobre las recientes tendencias del mercadeo electrónico, mercadeo de destinos y la planificación del futuro.

Los aspectos importantes que se derivan del libro son: es un texto comprensivo, innovador y práctico; provee ejemplos y aplicaciones que ilustran las decisiones trascendentales a las que los gerentes de mercadeo se tienen que enfrentar en sus esfuerzos por equilibrar los objetivos de la organización y sus recursos contra las necesidades y oportunidades en el mercado mundial; se enfoca en el mundo real, reflejando la combinación fecunda de los autores de la experiencia internacional académica y de la consultoría en la industria de la Hospitalidad y de Viajes.

Los autores del libro logran su propósito. La abundancia de los ejemplos del mundo real, los casos y los ejercicios experimentales, y los de Internet les ofrecen a los estudiantes un conocimiento extraordinario de las situaciones reales que van a enfrentar en su trabajo. Este libro se recomienda para gerentes y altos ejecutivos de la industria del turismo y para cursos de Mercadeo en la Industria del Turismo y de la Hospitalidad, tanto cursos graduados como subgraduados y para cursos de Mercadeo de Servicios.

Reseñas

Libro: Philip Kotler, John T. Bowen & James C. Makens. (2006). *Marketing for Hospitality and Tourism*. New Jersey: Pearson Prentice Hall. 932 páginas. ISBN- 0-13-119378-3.

Por: Elizabeth Robles, Universidad de Puerto Rico

Los autores de este libro son eruditos en su materia. Philip Kotler es catedrático distinguido de mercadeo internacional de la Escuela Graduada de Kellogg, de la Universidad de Northwestern, autor de varios libros de mercadeo y ha escrito más de cien artículos en revistas profesionales. John T. Bowen, quien es decano de la Escuela Gerencial de Hoteles y Restaurantes de la Universidad de Houston y editor de varias revistas de turismo y hotelería, ha ofrecido cursos y seminarios de mercadeo en Asia, Australia, Latinoamérica y Europa. James C. Makens es autor de varios libros de la industria hotelera, ha conducido adiestramientos ejecutivos para la cadena de hoteles Regency Internacional, la Asociación de Hoteles de Taiwán y Travelodge de Australia, y ha ofrecido seminarios de mercadeo para los Ministerios de Turismo de Australia, Nueva Zelanda, Canadá, Indonesia, Singapur, Malasia y Latinoamérica.

El propósito del libro es explicar el cómo y el por qué del rol de mercadeo que tiene cada persona que trabaja en la industria del turismo y de la hospitalidad. Cada empleado, con quien el cliente tiene contacto, es parte del producto del mercadeo de turismo y de hospitalidad. Por eso es un trabajo de todos. Este libro está escrito con el estudiante en mente para que de forma agradable y de manera práctica domine los conceptos básicos y las aplicaciones modernas del mercadeo de Hospitalidad.

Consiste de cuatro partes y de diez y nueve capítulos. La primera parte, con tres capítulos, introduce el concepto de mercadeo de hospitalidad y su importancia, describe las características y el rol del proceso de mercadeo de turismo y de hospitalidad. La segunda parte consta de cinco capítulos que describen el desarrollo de estrategias y oportunidades de mercadeo de turismo y de hospitalidad. Esta sección ayuda a entender el rol de la conducta del consumidor y cómo afecta el ambiente de mercadeo. La tercera parte incluye ocho capítulos sobre el desarrollo de las variables de turismo y de hospitalidad. En ella se identifican y explican las estrategias para promover los productos y los canales de distribución. La cuarta parte incluye el manejo del mercadeo de turismo y de hospitalidad. En ésta se presentan tres capítulos sobre las recientes tendencias del mercadeo electrónico, mercadeo de destinos y la planificación del futuro.

Los aspectos importantes que se derivan del libro son: es un texto comprensivo, innovador y práctico; provee ejemplos y aplicaciones que ilustran las decisiones trascendentales a las que los gerentes de mercadeo se tienen que enfrentar en sus esfuerzos por equilibrar los objetivos de la organización y sus recursos contra las necesidades y oportunidades en el mercado mundial; se enfoca en el mundo real, reflejando la combinación fecunda de los autores de la experiencia internacional académica y de la consultoría en la industria de la Hospitalidad y de Viajes.

Los autores del libro logran su propósito. La abundancia de los ejemplos del mundo real, los casos y los ejercicios experimentales, y los de Internet les ofrecen a los estudiantes un conocimiento extraordinario de las situaciones reales que van a enfrentar en su trabajo. Este libro se recomienda para gerentes y altos ejecutivos de la industria del turismo y para cursos de Mercadeo en la Industria del Turismo y de la Hospitalidad, tanto cursos graduados como subgraduados y para cursos de Mercadeo de Servicios.