



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Finanzas
Curso 2018 / 2019

EL DIVIDENDO FLEXIBLE EN ESPAÑA
(SCRIP DIVIDENDS IN SPAIN)

Realizado por el Alumno D^a Sara Antón Álvarez

Tutelado por el Profesor D^a Isabel Feito Ruiz

León, 8 de Julio de 2019

ÍNDICE

RESUMEN.....	5
PALABRAS CLAVE.....	5
ABSTRACT.....	6
KEY WORDS	6
1. INTRODUCCIÓN	7
2. OBJETO DEL TRABAJO	8
3. METODOLOGÍA	9
4. CONCEPTO Y TIPOS DE DIVIDENDOS	10
4.1 DIVIDENDO EN EFECTIVO.....	10
4.2 DIVIDENDO EN ACCIONES	11
4.2.1 Dividendo flexible.....	12
4.2.2 Planes de reinversión.....	12
4.3 CLASIFICACIÓN DE DIVIDENDOS EN FUNCIÓN DE LA FRECUENCIA.....	13
4.4. FISCALIDAD DE LOS DIVIDENDOS.....	14
4.4.1 Recibir nuevas acciones de la empresa	15
4.4.2 Recibir efectivo vendiendo los derechos en el mercado	15
4.4.3 Recibir efectivo vendiendo los derechos a la entidad	15
4.5 FECHAS RELEVANTES EN EL PAGO DE DIVIDENDOS	16
4.6. LIMITACIONES EN EL REPARTO DE DIVIDENDOS	17
5. DIVIDENDO FLEXIBLE O SCRIP DIVIDEND	19
5.1. CONCEPTO.....	19
5.2. ORIGEN.....	20
5.3. ELECCIÓN EFECTIVO O ACCIONES	23
5.3.1 Efectivo:	23
5.3.2 Acciones:.....	24
5.4. CONSECUENCIAS DE ELEGIR EFECTIVO O ACCIONES	24

6. POLÍTICA DE DIVIDENDOS (PERSPECTIVA TEÓRICA)	26
6.1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN MERCADOS DE CAPITAL PERFEITOS	26
6.2. CONFLICTOS DE AGENCIA	27
6.3. TEORÍA DE LAS SEÑALES	29
6.4. EL COSTE DE CAPITAL	30
6.5. TEORÍA DE DIVIDENDOS RESIDUALES	32
6.6. EFECTO CLIENTELA	33
6.6.1 "La falacia del pájaro en mano"	34
6.7. EL VALOR INFORMATIVO DE LOS DIVIDENDOS	35
7. DETERMINANTES DE LOS DIVIDENDOS	36
7.1. ENTORNO LEGAL E INSTITUCIONAL	36
7.2. CICLO ECONÓMICO	38
7.3. SECTORES	39
7.4. EDAD	42
7.5. PROPIEDAD	43
7.6. ESTRUCTURA FINANCIERA	45
8. ANÁLISIS EMPÍRICO	47
8.1. BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA	47
8.2. DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES	48
8.3. ANÁLISIS DE ESTADÍSTICOS	51
8.4. ANÁLISIS DE LOS DETERMINANTES: DIVIDENDOS	57
8.3.1 Modelo del pago de dividendos	57
8.3.2 Modelo dividendo flexible o <i>scrip dividend</i>	61
8.3.3 Modelo del dividendo por acción	62
9. CONCLUSIONES	64
10. BIBLIOGRAFÍA	66
ANEXOS	70

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

8. 1 Contraste <i>t</i> - student -----	60
-----------------------------------------	----

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 4. 1 Fechas de pago de dividendos-----	17
-----------------------------------------------	----

FIGURA 5. 1 Ampliación de capital -----	25
-----------------------------------------	----

FIGURA 7. 1 Distribución del dividendo en los bancos europeos -----	41
---------------------------------------------------------------------	----

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 5. 1 Empresas que reparten <i>scrip dividends</i> -----	21
---------------------------------------------------------------	----

TABLA 8.1 Empresas que pagan <i>scrip dividends</i> por sectores. -----	52
-------------------------------------------------------------------------	----

TABLA 8.2 Empresas que pagan dividendos por años.-----	53
--------------------------------------------------------	----

TABLA 8.3 Empresas que pagan dividendos por ciudades -----	55
------------------------------------------------------------	----

TABLA 8.4 Estadísticos del modelo reparto de dividendos y reparto de <i>scrips</i> . -----	58
--------------------------------------------------------------------------------------------	----

TABLA 8.5 Estadísticos del modelo dividendo por acción (DPA).-----	63
--------------------------------------------------------------------	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 5. 1 Evolución del reparto de <i>scrip dividends</i> en España. -----	21
-------------------------------------------------------------------------------	----

GRÁFICO 5. 2 España, líder histórico rentabilidad por dividendos -----	22
------------------------------------------------------------------------	----

GRÁFICO 5. 3 Evolución del peso de los <i>scrip dividends</i> en el valor total de dividendos repartidos en la bolsa española.-----	23
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

GRÁFICO 7. 1 Impacto de los dividendos en carteras Ibex en los últimos 10 años.-----	39
--------------------------------------------------------------------------------------	----

GRÁFICO 8. 1 Empresas que pagan dividendos por años.-----	54
-----------------------------------------------------------	----

GRÁFICO 8. 2 Empresas que pagan dividendos por ciudades -----	56
---------------------------------------------------------------	----

RESUMEN

El objetivo de este Trabajo Fin de Grado (TFG) es analizar la política de dividendos de las empresas cotizadas en el mercado continuo español en el período 2009-2018. En concreto, se analiza qué empresas deciden utilizar el dividendo flexible o elección (*scrip dividend*) como forma para remunerar a sus accionistas, así como la preferencia de los accionistas por este tipo de dividendo frente al clásico dividendo en efectivo.

Actualmente son solo 9 las empresas que los siguen repartiendo este tipo de dividendo, y el sector que más destaca es el bancario, seguido de la construcción y las eléctricas.

Por comunidades autónomas, destacan las cuatro capitales donde tiene su sede la Bolsa en España: Madrid, Valencia, Bilbao y Barcelona. Son las provincias donde residen la mayores parte de las empresas que reparten dividendos y cotizan en el mercado continuo español.

Por último, si atendemos a la clasificación por años, se verifica que el dividendo elección ha sido más utilizado en los años de la crisis, decreciendo posteriormente y sobre todo a partir de 2015 debido a la reforma fiscal.

PALABRAS CLAVE

Dividendos en efectivo, dividendo elección o *scrip dividend*, plan de reinversión de dividendos (*Drip*), accionistas, crisis.

ABSTRACT

The aim of this Final Degree Project is to analyze dividend policy of companies listed on the continuous Spanish market in the period 2009-2018. Specifically, it analyses what companies decide to use the flexible dividend or *scrip dividend* as a way of remunerating their shareholders, as well as shareholders' preference for this type of dividend as opposed to the classic cash dividend.

Currently there are only 9 companies that continue to distribute them, and the sector that stands out the most is banking, followed by construction and electricity.

By regions, the four capitals where the Stock Exchange has its headquarters in Spain stand out: Madrid, Valencia, Bilbao and Barcelona. These are the regions where most of the companies distribute dividends.

Finally, if we look at the classification by years, we observe that firms used scrip dividend more frequently in the years of the crisis, and it gradually decreases after that, overall since 2015 due to the tax reform.

KEY WORDS

Cash dividends, election dividend or scrip dividend, dividend reinvestment plan (Drip), shareholders, crisis.

1. INTRODUCCIÓN

Este Trabajo Fin de Grado (TFG) tiene por objetivo analizar el reparto del dividendo flexible o elección (*scrip dividend*) de las empresas que cotizan en la bolsa española durante el período de 2009 a 2018.

El dividendo flexible permite elegir a los accionistas la materialización del mismo a través de nuevos títulos o en efectivo.

La literatura financiera se ha centrado en analizar la política de dividendos y la valoración por parte de los accionistas en los mercados de valores desde distintas perspectivas. En este trabajo se analizan las siguientes teorías: conflicto de agencia, teoría de las señales, mercados eficientes, coste de capital, dividendos residuales, efecto clientela y valor informativo de los dividendos.

El dividendo flexible en países como Reino Unido proporcionaba, antes de la década de los noventa, ventajas fiscales, pues recibir acciones en lugar de efectivo permitía a los inversores eludir el pago de impuestos asociados a los dividendos y diferir este pago hasta el momento de la venta de las acciones (Lasfer, 1997). Sin embargo, tras la abolición de esa normativa fiscal en este país las empresas han continuado ofreciendo este tipo de dividendo a sus accionistas. Asimismo, al igual que en Reino Unido en otros países no existen ventajas fiscales asociadas a su uso. Por el contrario, en el caso español, si existen ciertas ventajas fiscales a su uso y este tipo de dividendo se ha hecho más frecuente desde 2008 ante la mayor dificultad de las empresas de acceder a financiación. Pues este método de remuneración podría considerarse una estrategia para retener capital en las empresas.

Recientes estudios se han centrado en analizar el pago del dividendo flexible (*scrip dividend*) en Francia (David y Ginglinger, 2016) y en Reino Unido (Feito-Ruiz, Renneboog y Vansteenkiste (2018).

Sin embargo, para nuestro conocimiento no existe ningún estudio centrado en España. El pago del dividendo flexible en España difiere considerablemente en términos institucionales del pago en Francia o en Reino Unido. Mientras que en estos países, los accionistas recibirían por defecto el pago en efectivo y el accionista debería poner en conocimiento de la empresa que quiere recibir acciones en lugar de efectivo: en el caso español, el procedimiento es el contrario. Los accionistas recibirían por defecto acciones

y si su preferencia es el pago en efectivo han de comunicarlo a la empresa. Esta diferencia conlleva que puedan observarse diferencias en el uso y valoración de este medio de pago en España respecto a sus contrapartes en Francia o Reino Unido.

Además, existe un tratamiento fiscal diferente en el caso español, el cual merece la pena destacar tras el cambio en la tributación del año 2015, en el que desaparece la exención de tributación en efectivo para los primeros 1.500 euros. Siendo a partir de este momento, más beneficioso para el accionista el cobro de dividendos en acciones.

El resto de este trabajo se organiza como sigue: en el segundo apartado se hace referencia al objeto del trabajo, a continuación se describe brevemente la metodología empleada. Posteriormente, se establece el marco teórico sobre la política de dividendos. Seguidamente, se presenta al estudio empírico para finalizar con las conclusiones.

2. OBJETO DEL TRABAJO

La finalidad de este trabajo es conocer los distintos tipos de dividendos que puede pagar una empresa a la hora de retribuir a sus accionistas, y qué variables o determinantes influyen en el reparto de los mismos.

Toda empresa, por definición, busca obtener beneficio y maximizar el valor para los grupos de poder o *stakeholders*. Para ello, la empresa tiene que llevar a cabo unas políticas que le permitan ajustar los recursos escasos y adaptarlos a sus necesidades. Una de las decisiones más importantes que tienen que tomar las compañías es qué hacer con los beneficios generados en el ejercicio. Ahí es donde entra en juego la dirección financiera de la empresa, la que tras analizar la situación económico-financiera de la empresa y la evolución del mercado donde opera, tendrá que tomar una primera decisión sobre el reparto de dichos fondos entre sus socios o la reinversión del efectivo en la empresa.

Una vez que se decida repartir beneficios, la empresa tendrá que optar por una modalidad de reparto entre la que se encuentra el dividendo flexible. En la parte empírica de este trabajo, se elaborará un modelo que permita conocer qué variables influyen en que una empresa remunere a sus accionistas a través de los dividendos electivos (*scrip dividends*).

Otro de los objetivos de este trabajo es ver si durante la crisis financiera del 2008, las compañías emplearon el pago de dividendo elección o *scrip dividend* como alternativa a reducir o no pagar dividendos para evitar perder a sus socios por reflejar unos malos resultados, derivados de la paralización de los mercados iniciada en Estados Unidos.

3. METODOLOGÍA

Para la elaboración de este trabajo, se ha realizado una búsqueda de información a través de artículos académicos del portal dialnet y publicaciones de autores influyentes en la rama de las finanzas corporativas. Asimismo, se ha recurrido a manuales que aportan una base teórica del reparto de dividendos y su influencia en el valor de la empresa.

Con todo ello, se han elaborado los capítulos correspondientes a la descripción de los diferentes tipos de dividendos, la definición del dividendo flexible, la redacción de las políticas de reparto de dividendos; y por último, a través de un análisis Top-down, la exposición de las variables que influyen en el reparto de *scrip dividends*.

Para la parte empírica del trabajo, se han consultado los datos en varias fuentes, haciendo una comparación que permita escoger aquella base de datos cuya información obtenida sea cierta y coincida con las cuentas anuales publicadas por las empresas.

Para la información relativa a la estructura financiera, se ha utilizado la base de datos Capital IQ. Respecto a los dividendos que reparten las empresas y cuáles de ellos son *scrip*, se utilizó la página web de Bolsas y Mercados Españoles (BME). Y para trabajar mejor con las empresas, se ha completado la información sobre las empresas y la industria a través del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI).

Una vez constituida la base de datos, se emplea para su tratamiento el software Gretl. Se estima un modelo dicotómico, que indica si una empresa reparte o no dividendos, y si paga o no *scrips*. A partir de la regresión, se procede al análisis de los estadísticos (*t* de Student, Chi cuadrado de Pearson) para dar validez al modelo.

Por último, a través de todos los datos obtenidos de las diferentes fuentes indicadas anteriormente, se realizan unas tablas y gráficos, que reflejen el reparto de dividendos teniendo en cuenta el sector, los años y las ciudades donde operan las empresas.

Para completar el estudio, se analizan noticias de prensa actuales sobre la relevancia del pago de dividendo elección, verificando así la importancia del tema elegido.

4. CONCEPTO Y TIPOS DE DIVIDENDOS

La Real Academia Española (RAE) define dividendo como la *cuota que, al distribuir ganancias una compañía mercantil, corresponde a cada acción*. Por tanto, los dividendos son la parte de los beneficios que reparte la empresa en un periodo a sus accionistas y que no dedica a la reinversión.

Existen diversos tipos de distribución de dividendos, como son dos formas básicas: efectivo y acciones, que sirven de base para entender el dividendo flexible o *scrip dividend*, tipo de dividendo en el que se centra este trabajo.

4.1 DIVIDENDO EN EFECTIVO

Los accionistas perciben una cantidad en efectivo en proporción a los beneficios obtenidos por la empresa en cada ejercicio económico. Si la sociedad A obtiene unos beneficios de 800 millones de euros en el último ejercicio y la empresa acuerda repartir (ratio *pay-out*) el 50% de dichos beneficios, se repartirán entre todos los accionistas 400 millones de euros.

Las remuneraciones percibidas en forma de dividendo conllevan para los accionistas la obligación de tributar en el impuesto de la renta de las personas físicas (IRPF). Dicha tributación varía en los distintos países. En concreto, en España se encuentra entre el 19% y 23%. Hasta los 6.000 euros, se aplica el 19%. Entre 6.000 y 50.000 euros, el 21% y para cantidades superiores a 50.000 euros el 23%. Aunque hay que destacar que hasta el año 2015, los primeros 1.500 euros estaban exentos de tributación.

Por tanto, para calcular la cantidad neta recibida por cada accionista en el reparto de dividendos hay que multiplicar el número de acciones que tiene el accionista de la compañía por el dividendo bruto que se va a repartir por acción, menos la retención fiscal.

Dividendo neto = (número de acciones x dividendo bruto/acción) - retención fiscal

Las empresas suelen mantener una política de dividendos relativamente estable. Aunque, la cantidad pagada en forma de dividendos no es fija para todos los periodos, sino que varía en función de los resultados de la actividad económica de cada año. Lo más habitual es que el reparto de dividendos sea similar al de ejercicios anteriores para evitar cambios bruscos. Mayor variabilidad en el reparto de dividendos influye en la reacción de los mercados de valores en torno a la fecha de anuncio, provocando aumentos, o disminuciones, en la cotización.

Normalmente, las compañías no esperan al cierre del ejercicio económico para pagar los dividendos, sino que la remuneración se hace de forma anticipada en varios pagos. No hay que confundir el ejercicio fiscal con la fecha de pago.

- El ejercicio fiscal es el periodo durante el cual se generan los resultados.
- La fecha de pago es el momento en el que se hace entrega del dividendo al accionista.

4.2 DIVIDENDO EN ACCIONES

Los dividendos en acciones son aquellos que utilizan las empresas cuando quieren remunerar a los accionistas sin perder liquidez. Consiste en entregar acciones en vez de dinero en efectivo, en proporción a su participación en la empresa. El efecto que se produce en el mercado es que la compañía va a aumentar en número las acciones en circulación. En cuanto a los inversores que adquieren los títulos, no perderán poder en la empresa, sin que ello implique que puedan vender más tarde en el mercado las acciones recibidas. Fiscalmente, el accionista no tendrá que rendir cuentas ante la Hacienda Pública hasta que no negocie los títulos en el mercado.

Este tipo de remuneración ayuda a la empresa a retener efectivo para poder destinarlo a inversiones o proyectos de mayor importancia.

Además de esta modalidad, existe el dividendo flexible conocido como *scrip dividend*¹ y el plan de reinversión de dividendos *DRIP*.

¹ *Scrip dividend*: en este trabajo se utilizará indistintamente el término dividendo flexible, dividendo elección o *scrip dividend*.

4.2.1 Dividendo flexible

El dividendo flexible o *scrip dividend* es aquel en el que el accionista tiene la opción de decidir cómo recibir la remuneración: si desea tener más acciones de la sociedad o si prefiere el importe líquido.

Lo más habitual es que el inversor decida quedarse con más acciones de la empresa, si la evolución de ésta es buena en el mercado. Y por tanto, habrá más expectativas de que el precio de la acción suba, al haber mayor volumen de títulos en circulación. Lo que aumentará el valor de la sociedad.

Por otro lado, si el inversor necesita liquidez, optará por recibir dicho importe en efectivo, como si de un dividendo "en efectivo" regular se tratase.

4.2.2 Planes de reinversión

Los planes de reinversión de dividendos, conocidos como DRIPs, son otra vía hacia la inversión en los mercados, que consiste en reinvertir los rendimientos que se cobran en concepto de dividendos de las acciones de una empresa. Así, la cantidad depositada en la entidad se utilizará para comprar nuevas acciones de la misma empresa.

Procedimiento:

- El inversor cobra los respectivos dividendos de los títulos que posee en la cartera.
- La entidad bancaria ingresa el importe de los dividendos en una cuenta con alta rentabilidad, creada exclusivamente para este producto
- En un periodo de tiempo prefijado (trimestral, semestral, anual), la entidad se encargará de comprar con el saldo total que haya en la cuenta, el número de títulos correspondientes.

A continuación, se muestra un ejemplo de esta opción en la que el inversor tiene 3 posibilidades: acudir a la ampliación, vender sus derechos al mercado o vender los derechos a la empresa.

- ❑ Acude a la ampliación de capital.

Miguel posee 3000 acciones de Melia Hotels adquiridas a 8 euros (24 000 €). Recibe 100 acciones, por lo que pasará a tener 3100 acciones de Meliá adquiridas a 7.7419€

(24 000 / 3 100). Las 3100 acciones son exactamente iguales, no se diferencian entre ellas en la fecha de adquisición ni en el precio de compra.

❑ Vende los derechos en el mercado

Es la situación en la que los accionistas optan por vender los derechos que han recibido de la ampliación de capital en el mercado (hay un límite de negociación de estos derechos de 15 días naturales desde la ampliación). Los beneficios de esta operación dependen del precio del mercado en ese momento.

Miguel vende sus derechos a 0.15€ y el agente del mercado le cobra 10€ de comisión por la operación. Miguel recibirá 440 € ($3\,000 * 0.15 - 10$) sin contar con ninguna retención de hacienda.

Ahora, Miguel sigue teniéndolas 3 000 acciones, pero su valor ha descendido a 7.85€ ($(24\,000 - 440) / 3\,000$).

El precio de compra se ha reducido y a efectos de la venta de títulos le afectará, teniendo que calcular la minusvalía y utilizando los 7.85 € como precio de compra, en vez de los 8 €.

❑ Vende los derechos a la compañía

Este último caso es una situación muy parecida a la anterior, solo que quien adquiere los derechos no es un comprador cualquiera, sino la empresa. Y no dependen del precio de cotización en la fecha de venta, sino que es un precio fijado anteriormente. Al igual que el caso anterior, se le aplica el periodo máximo de negociación de 15 días naturales a partir de la fecha de la ampliación.

Ese precio por acción que recibirá a cambio el inversor por sus derechos será el resultante de la división del precio de referencia entre el número de derechos que se le asignan a un nuevo título más la unidad.

4.3 CLASIFICACIÓN DE DIVIDENDOS EN FUNCIÓN DE LA FRECUENCIA

Los dividendos se pueden clasificar según su frecuencia en el pago:

- *dividendos a cuenta*: son aquellos que se reparten en varios pagos en función de los beneficios que se generan a lo largo del ejercicio. Normalmente, suelen ser trimestrales o cuatrimestrales.
- *dividendo único*: es aquel que se produce cuando solo se paga un dividendo en cada periodo. El pago se hace con cargo a los beneficios obtenidos en el ejercicio anterior.

Asimismo, las compañías pueden complementar estos dividendos de forma esporádica con *dividendos extraordinarios*. Como su propio nombre indica, no se van a mantener constantes en un futuro, sino que se trata de pagos puntuales.

4.4. FISCALIDAD DE LOS DIVIDENDOS

En el caso de los *scrip dividends*, el accionista tiene tres maneras de recibir la remuneración:

- recibir nuevas acciones de la empresa. En este caso no se le aplicará ninguna retención
- recibir efectivo vendiendo los derechos en el mercado
- efectivo, vendiendo los derechos a la entidad

Estas dos últimas sí llevan retención, cuyo porcentaje dependerá de la cantidad de dinero recibida.

Los dividendos están gravados con un impuesto fiscal. Estas son las tasas para los accionistas españoles:

- 19% si beneficios anuales son inferiores a los 6 000 €
- 21% si el beneficio se encuentra entre 6 000€ y 50 000€
- 23% para beneficios superiores a 50 000€

En caso de haber invertido en valores no españoles, puede tener una retención fiscal mayor, o menor, que la española. Por ejemplo: en EEUU la retención normal por dividendos es de 30%, pero rellenando un formulario denominado W-8BEN (para residentes no estadounidenses) se aplica el 15%. Posteriormente, se aplicará la retención española (supongamos un 19%). Por lo que, nos cobraría un 19% en el país de origen y

un 15% en el país de destino. No obstante, gracias al convenio de doble imposición, se nos devolvería la retención de la menor de ambas restricciones. De manera que, se seguiría pagando un 19% como en un valor español.

4.4.1 Recibir nuevas acciones de la empresa

Cuando los accionistas no comunican nada a la entidad y aceptan percibir acciones como dividendo, no tributarán hasta que no las vendan en el mercado.

En el instante en que se vendan su precio de compra se verá modificado, pasando a ser el resultado de dividir el precio por el que adquirió las acciones entre las ganancias de los dividendos incorporadas a dicha cantidad.

4.4.2 Recibir efectivo vendiendo los derechos en el mercado

Si el accionista opta por vender los derechos de suscripción preferente en el mercado, el importe obtenido por esas ganancias tributará en el IRPF al igual que los dividendos en efectivo, con la diferencia del diferimiento del pago de los mismos. Es decir, que hasta que no se realice la venta de los derechos en los mercados, el inversor no tendrá que tributar por los rendimientos. Los tipos que se aplican son los descritos anteriormente: 19%, 21% y 23%. Además, se aplicará el 19% de retención sobre el importe recibido.

En la práctica, esta diferencia es mínima, ya que los accionistas suelen vender las acciones en el mismo periodo.

4.4.3 Recibir efectivo vendiendo los derechos a la entidad

En el caso de que los derechos de suscripción se vendan a la entidad emisora, tributarán incluso antes de tener las nuevas acciones. Su tributación será la misma que la de un dividendo en efectivo cuando se venda a la empresa.

Por otro lado, los rendimientos obtenidos se gravarán en las rentas de ahorro a los tipos correspondientes. Además, se le aplica una retención del 19% del importe que reciba como un adelanto a cuenta del IRPF.

A continuación se muestra un caso concreto para entender las distintas aplicaciones fiscales que tienen los títulos:

Supongamos que Ángeles adquiere 1.000 acciones de Inditex, que compró por 10,00 euros, y la empresa textil plantea una ampliación de capital por la que repartirá a cada inversor 0,05 acciones por cada una de ellas. En este caso, Ángeles obtendrá 50 nuevos

títulos o el derecho a suscribir 50 nuevas acciones. A partir de ahí, tendrá que decidir si se queda con las nuevas, vende los derechos a Inditex al precio prefijado, o si los vende libremente en el mercado.

❑ Se queda con las nuevas acciones

Ángeles prefiere recibir las nuevas acciones de Inditex, por lo que es lo mismo que si hubiese comprado 1.050 títulos al precio que pagó en el momento de la adquisición por 10.000 euros, puesto que no será necesario desembolsar a mayores una cantidad para conseguir los *scrip dividend*. Se produce un diferimiento en el pago de dividendos, puesto que no tendrá que tributar hasta que no venda los títulos en el mercado. En dicho momento, el precio de compra será el resultado de aplicar los 10 000 euros iniciales, entre 1.050. Esto es, 9,52 euros por acción.

❑ Vende las nuevas acciones

Si Ángeles quiere vender las acciones, la fiscalidad va a ser la misma si las vende en el mercado bursátil o a su empresa, con la ligera diferencia de las condiciones que se le apliquen.

El inversor tendrá fijadas unas condiciones con la empresa, a diferencia del mercado. En este caso, Inditex le ofrece 0,05 euros por acción, lo que supone recibir un total de 50 euros. A ese importe primeramente se le aplicará una retención del 19% en la renta, y después tendrá que tributar como rendimiento de capital a los tipos que se muestran al principio. En este caso, como son 50 euros de beneficio (que es una cantidad inferior a 1500 euros), se le aplicará el 19%. No es el mismo 19% que el anterior, ya que este se aplica a los rendimientos derivados del reparto de dividendos en el momento que se vendan en el mercado, y los otros, son sobre el importe recibido de la venta de los títulos (en el ejemplo serían 10 000 euros).

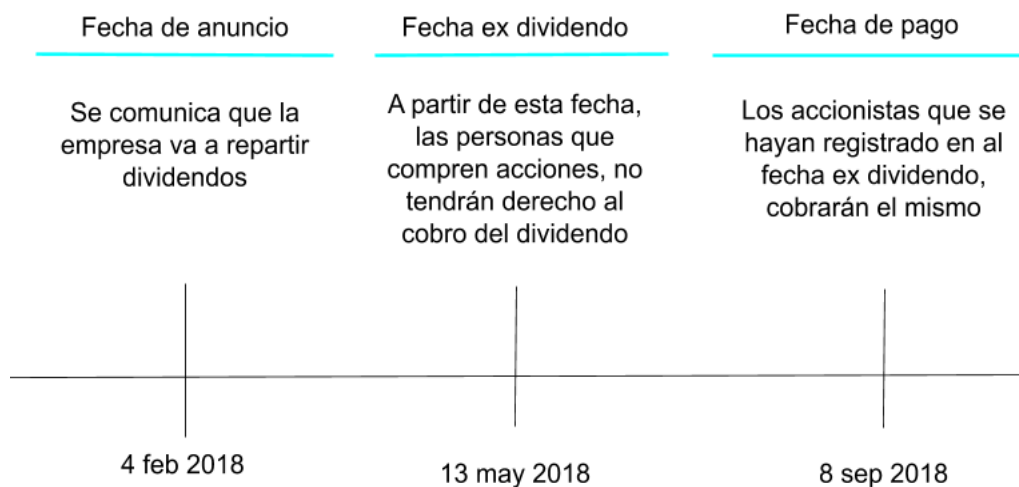
4.5 FECHAS RELEVANTES EN EL PAGO DE DIVIDENDOS

No hay un número de días establecido que se deba poseer una acción para poder cobrar su dividendo, solo es necesario adquirir el título antes de la fecha de “ex dividendo”. Si se compra ese día, no se tiene derecho a percibir los dividendos ya anunciados (si se tendrá derecho a percibir remuneración de los dividendos futuros).

En el reparto de dividendos es necesario distinguir tres fechas:

- *fecha de anuncio (announcement date)*: es el momento en el que la empresa anuncia que va a pagar el dividendo
- *fecha de ex dividendo (ex date)*: es el día en el que se registra quien es el titular del título para poder realizar el pago del dividendo. Se produce en un momento anterior a la fecha de pago. Si un inversor compra acciones de una empresa en esa fecha o en un momento posterior, no tendrá derecho al cobro del dividendo ya anunciado, pero sí a dividendos futuros. El día anterior al ex dividendo se conoce como *record date*.
- *fecha de pago (payment date)*: es el momento en el que la empresa que, previamente, habrá anunciado el reparto de dividendos, paga al titular de la acción registrado en la fecha ex dividendo.

Figura 4. 1 Fechas de pago de dividendos.



Fuente: elaboración propia.

4.6. LIMITACIONES EN EL REPARTO DE DIVIDENDOS

Las empresas tienen plena libertad para repartir los beneficios generados en el ejercicio según su política de dividendos, pero aun así, la Ley IRPF 2017 establece determinadas restricciones:

- Sólo podrán repartir dividendos con cargo a los beneficios del periodo u otras reservas de libre disposición, aquellas empresas cuyo valor del patrimonio contable como consecuencia del reparto, no sea inferior al capital social.
- En las Sociedades de Responsabilidad Limitada, aquellas empresas que quieran repartir dividendos deberán tener un patrimonio neto superior al 60% del capital legal mínimo tanto antes como después del reparto.
- Por otro lado, queda prohibido el reparto de los beneficios salvo que el valor de las reservas de libre disposición sea al menos, igual a la cuantía de los gastos de investigación y desarrollo que aparecen en el activo del balance de la empresa.

Una vez descritos las características generales y tipos de dividendo, en el apartado siguiente se profundiza en el dividendo elección o *scrip dividend*, de acuerdo con el objetivo de este trabajo.

5. DIVIDENDO FLEXIBLE O SCRIP DIVIDEND

5.1. CONCEPTO

Los dividendos flexibles o *scrip dividends* son una manera de remunerar a los accionistas por parte de las empresas que cotizan en la bolsa. Consiste en entregar al inversor de manera gratuita nuevos títulos que la empresa saca al mercado a través de una ampliación de capital. El inversor tiene también la opción de vender los derechos con los que podría acudir a la ampliación y, así, obtener el efectivo como si de un dividendo normal se tratase.

En el caso de las acciones ordinarias, cada acción confiere a su titular 1 derecho de suscripción preferente. Por tanto, si un inversor V tiene 10 acciones de una sociedad A, le corresponderán 10 derechos de suscripción preferente. Dependiendo del tipo de ampliación, esos derechos le darán la posibilidad de recibir un número X de nuevas acciones.

A los dividendos flexibles también se les llama dividendos elección, porque les da la oportunidad a los inversores de escoger el tipo de remuneración que deseen; es decir, si prefieren adquirir las acciones para evitar el efecto dilución y seguir manteniendo su poder en la empresa, o si, por el contrario, prefieren obtener efectivo y vender sus derechos de suscripción, lo que conlleva un efecto dilución de su participación en la empresa.

Actualmente, las empresas que cotizan en bolsa están utilizando este tipo de dividendo, siendo el accionista quien decide el tipo de retribución que quiere en función de sus preferencias o necesidades.

Por otro lado, el *scrip dividend* permite que las empresas puedan reducir la salida de efectivo (si consiguen que los inversores opten por recibir acciones). De esta manera, consiguen tener satisfechos a los accionistas, ya que reparten altos dividendos y, a la vez, logran que no se reparta todo el efectivo, reinvirtiéndose parte de los beneficios de la empresa para poder realizar nuevas inversiones en el futuro.

5.2. ORIGEN

Los dividendos elección se introdujeron en España en el año 2009 de la mano de Santander.

España siempre ha sido un país generoso a la hora de repartir los beneficios entre los accionistas. De hecho, la bolsa española se convirtió en el líder histórico de rentabilidad por dividendo, como se explica más adelante.

En octubre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, la crisis económica y financiera desencadenada en todo el mundo causó la caída del valor de las acciones en todos los mercados. Las empresas que cotizaban en la bolsa en ese momento vieron como sus ingresos descendían considerablemente y, como consecuencia, éstas redujeron el importe de dividendos. Sin embargo, en España, aunque hubo una bajada de las remuneraciones, predominó el deseo de mantener satisfecho al accionista. Es ahí donde entran en juego los dividendos elección.

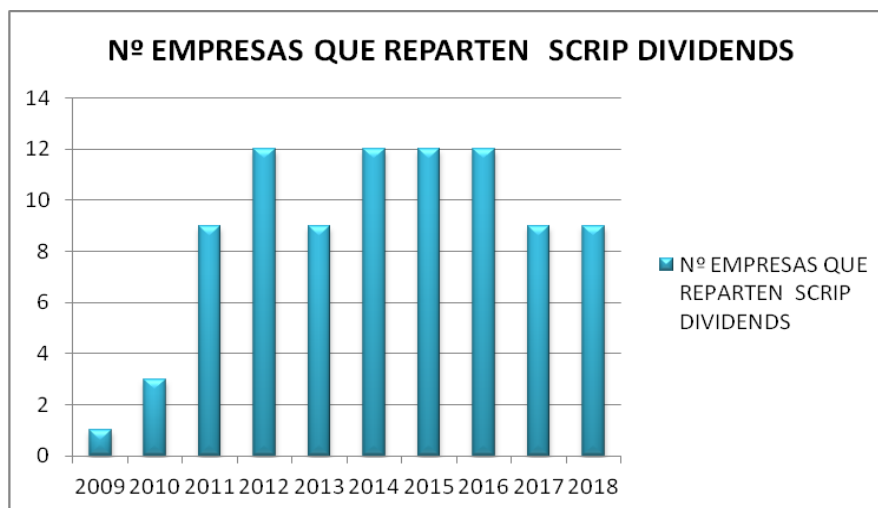
La tabla 5.1 muestra la evolución por años del número de empresas que optan por repartir estos dividendos. El número asciende a solamente tres empresas en el año 2010, pasando a aumentar dicha cifra en los años siguientes. A raíz de esta situación, en España, fueron más las empresas que se decantaron por este método de remuneración al accionista.

Actualmente, solo un pequeño porcentaje (14.01%) de los dividendos de 2018 continúan siendo de este tipo (véase gráfico 5.2 que se muestra más adelante), ya que solo lo utilizan 9 de las empresas que cotizan en el IBEX-35. Sin embargo, los últimos mensajes publicados por el Banco Central Europeo (BCE) en mayo de 2019, han hecho reflotar de nuevo la utilización de este sistema de pago a los accionistas. La institución europea exige a los bancos ajustar la cuantía de los dividendos al nivel de crecimiento de los beneficios. Y sobre todo, se insta a aumentar los ratios de capital como sea. Esta noticia caló rápidamente en la dirección financiera de grandes entidades españolas, cambiando su estrategia de distribución de beneficios (véase noticia en el [Anexo](#)).

Tabla 5. 1 Empresas que reparten *scrip dividends*.

AÑO	Nº EMPRESAS QUE REPARTEN SCRIP DIVIDENDS
2009	1
2010	3
2011	9
2012	12
2013	9
2014	12
2015	12
2016	12
2017	9
2018	9

Fuente: elaboración propia a partir de datos publicados en Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Gráfico 5. 1 Evolución del reparto de *scrip dividends* en España.

Fuente: elaboración propia a partir de datos publicados en Bolsas y Mercados Españoles (BME).

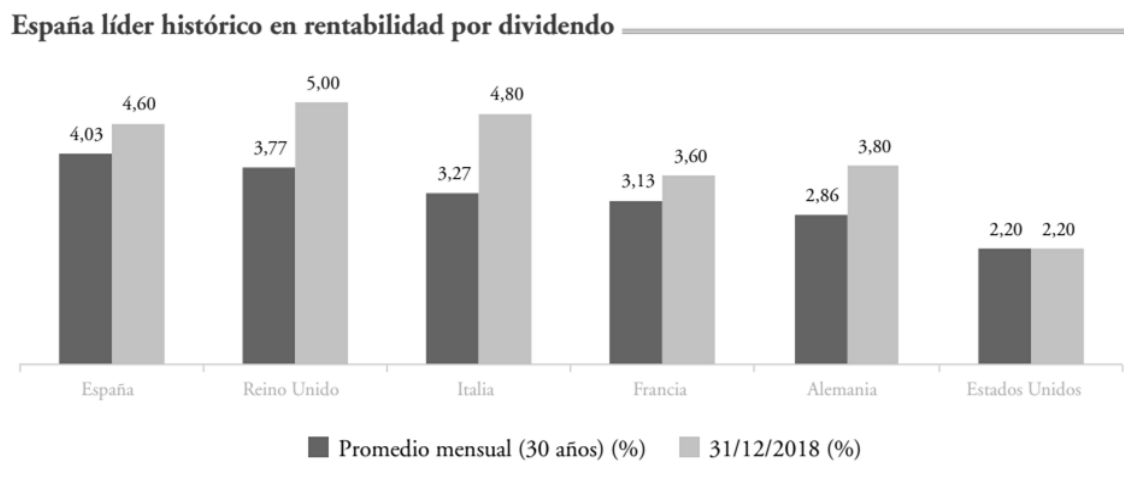
Un dato muy significativo a la hora de hablar de dividendos, es que aquellas compañías que pagan más dividendos perciben un mejor comportamiento en sus cotizaciones. Según un estudio publicado en la revista *Financial Analysts Journal* afirma que, sin influencia alguna del tipo de inversión y del tamaño de las empresas que cotizan en la bolsa, apostar por empresas que pagan dividendos disminuye considerablemente el riesgo de las carteras.

A su vez, el último informe publicado por el *Servicio de Estudios de Bolsas y Mercados Españoles* (García Coto y Garrido Domingo, 2019) muestra la manera en que los

dividendos influyen en otros campos financieros, como los productos de inversión basados en indicadores como subyacentes. Así es que, en los últimos años, los únicos productos derivados (opciones y futuros) que se negocian en el Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF) y logran aumentar el volumen de transacciones, son los que están ligados a los dividendos. Esto se ve materializado en el *IBEX Impacto Dividendo negociados*, donde en el 2018 el número de contratos de futuros superó los 70 000, según los datos obtenidos de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Volviendo a la gran participación internacional en los dividendos de nuestro país, nos encontramos con que en los últimos once años, el ratio rentabilidad por dividendo mensual que calcula MSCI² para España fue superior al 4%, dando lugar a una media histórica del 4.03%. Esta cifra es mayor que la del resto de bolsas tomadas para el estudio de comparaciones internacionales de MSCI a 31 de diciembre de 2018 (*Blue Book*³ mensual).

Gráfico 5. 2 España, líder histórico rentabilidad por dividendos



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

A partir del año 2009, el reparto de dividendo por las empresas que cotizan en la bolsa española en forma de acciones (a través de los *scrip dividends*), ha tenido un peso significativo. En el periodo 2009-2018, el valor de los beneficios repartidos en acciones

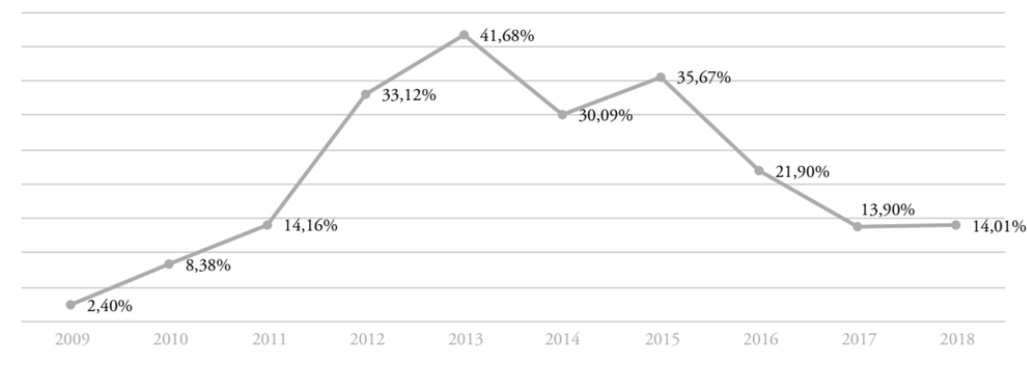
² MSCI : es el índice calculado por Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI): sección del banco de inversiones estadounidense Morgan Stanley dedicada a fondos de capital, deuda, índices bursátiles (MSCI BRIC, MSCI World, MSCI Europe y MSCI EAFE Indexes) y gestión de carteras.

³ *Blue Book*: libro de publicaciones periódicas de MSCI

por las empresas cotizadas ha sido de 61.629 millones de euros. Si nos centramos en el último ejercicio (2018), el balance es de 14 pagos realizados por 9 compañías.

Los *scrips dividends* han permitido a las cotizadas españolas (sobre todo a los bancos) generar una alta remuneración al accionista sin olvidarse de desendeudarse y disminuir el riesgo sistémico. Sin embargo, el proceso de reestructuración bancario a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), el mayor del peso de recursos propios frente a la deuda de los balances de las grandes compañías y el menor atractivo fiscal después del cambio en la tributación de los derechos de suscripción ha provocado un menor uso de este tipo de retribuciones desde hace cinco años.

Gráfico 5. 3 Evolución del peso de los *scrip dividends* en el valor total de dividendos repartidos en la Bolsa española.



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

5.3. ELECCIÓN EFECTIVO O ACCIONES

No hay una fórmula mágica que te diga si es mejor elegir efectivo o acciones, sino que depende de las necesidades y preferencias que tenga el inversor y de cuál sea su situación económica.

5.3.1 Efectivo:

La elección del dividendo en efectivo es una buena fórmula si el inversor necesita liquidez, aunque hay que tener en cuenta que dicha ganancia tributaré sea cual sea la figura fiscal del inversor (persona física, empresa, no residente,...).

Este método se suele aplicar cuando el nivel de confianza en la empresa disminuye y al inversor no le importa perder un porcentaje de su participación en la misma.

Cabría esperar que cuando una empresa tiene dificultades financieras, o sale alguna noticia acerca de la incertidumbre de su evolución en los mercados, los accionistas prefirieran recibir el dinero en efectivo aunque pierdan poder en la misma.

5.3.2 Acciones:

La adquisición de nuevas acciones de la compañía para así no perder poder en la misma, suele ser la forma preferida de remuneración de los accionistas cuando la situación económica-financiera de la empresa es favorable. Es decir, si una empresa tiene perspectivas de crecimiento futuras, se espera que el valor de las acciones (la cotización) suba, y al tener más títulos en su propiedad para vender, el inversor tendrá mayores ganancias y, por lo tanto, una mayor rentabilidad de la inversión.

Otra opción fundamental para escoger este método es la no dilución de la propiedad. Es decir, si un accionista con un porcentaje significativo desea mantener su participación en la sociedad, se decantará por esta opción. Además, en este caso, el accionista no tributa en ninguna figura fiscal.

5.4. CONSECUENCIAS DE ELEGIR EFECTIVO O ACCIONES

Cuando una sociedad lleva a cabo una ampliación de capital, aumenta el número de títulos que se negocian en los mercados. Por lo tanto, si hay más acciones en movimiento, el accionista pierde su proporción de participación en la entidad (efecto dilución).

Una empresa con problemas de liquidez y cuya situación financiera no le permite seguir repartiendo dividendos en efectivo, decide cambiar su política sustituyendo el dividendo en efectivo por *scrip dividend*.

Imaginemos que los accionistas que deciden cobrar en efectivo representan el 10% y el otro 90% lo representan aquellos que prefieren acciones. Como se observa en la figura 5.1, el accionista que ha decidido cobrar el dividendo en efectivo ha perdido su participación en la entidad del 10% al 9.17%. Lo que el inversor gana al recibir el dividendo en efectivo, lo pierde en el momento en que se descuenta el dividendo de la acción, porque esta pierde valor al producirse el efecto dilución. Esta es la razón por la que las grandes empresas del Ibex35 deciden repartir *scrip dividend*, fundamentalmente en los años de la crisis.

Figura 5. 1 Ampliación de capital

		AMPLIACIÓN →	
Acc empresa = 100 Acc inversor = 10 Ampliación = 10 acc Valor acc = 1 €	EFFECTIVO	Nº acc = 10	Participación = 10%
		Nº acc = 10	Participación = 9.17%
	ACCIONES	Nº acc = 10	Participación = 10%
		Nº acc = 11	Participación 10%

Fuente: elaboración propia

En resumen, las consecuencias básicas que se producen en las empresas que utilizan dividendos flexibles son:

- el aumento del número de acciones en circulación.
- la pérdida de valor de las acciones.
- efecto dilución para aquellos inversores que escogen los dividendos en efectivo como forma de remuneración.

6. POLÍTICA DE DIVIDENDOS (PERSPECTIVA TEÓRICA)

En este apartado, se explican las distintas teorías acerca de la política de dividendos en el ámbito financiero y cómo influyen en las decisiones de inversión y financiación de una empresa.

Dado que no todas las empresas son iguales, no se encuentran en la misma situación, la aplicación de una teoría resulta mucho más compleja de lo que puede parecer a simple vista, ya que dependerá de las circunstancias que tenga cada empresa.

A continuación, se expondrá la política dividendos bajo la perspectiva de los mercados perfectos planteada por Miller y Modigliani, donde se pone el punto de partida a este estudio, para luego contrarrestarlo con las demás teorías explicativas.

6.1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN MERCADOS DE CAPITALES PERFECTOS

Modigliani y Miller en 1961, sostienen que la política de dividendos de una compañía no produce variaciones en el valor de sus acciones. Parten de las siguientes hipótesis:

- en un mercado perfecto, no hay costes de transacción ni impuestos. Emitir acciones no produce gastos, por lo que la emisión de deuda es igual a la ampliación de capital.
- los inversores son racionales.
- los mercados son eficientes.
- los dividendos no aportan información nueva al mercado.
- en una compañía, la política de dividendos se mantiene constante y no cambia en cada periodo.

Con dichas premisas se pueden sacar conclusiones según el comportamiento que tenga el inversor, o las estrategias que quiera llevar a cabo la empresa. Estas son algunas ideas que extraen determinados autores sobre la teoría.

En los mercados perfectos, el inversor tiene varias opciones: vender sus títulos cuando quiera (puesto que necesita liquidez) con independencia del dividendo que la empresa reparta; o utilizar los dividendos cobrados para comprar más acciones. Es decir, el

propio inversor es el que determina qué hacer dependiendo de la política de dividendos seguida por la empresa (Gutiérrez-Colomer, 2009).

Por otro lado, si la empresa decide distribuir beneficios, puede hacerlo con la emisión de nuevas acciones en el mercado, ya que no tendrá coste. La subida de la remuneración provocará una reducción en el precio de los títulos, y la riqueza de los accionistas no se verá afectada. Lo que realmente aporta valor a los inversores, son los proyectos de inversión de la compañía (Mascareñas, 2011).

Sin embargo, en la realidad el proceso es mucho más complejo, ya que, por ejemplo, el dividendo en la mayor parte de los casos es conocido; las retenciones fiscales de los dividendos son más altas que las de las ganancias patrimoniales; y los dividendos en efectivo se gravan en el momento del pago, mientras que las ganancias de capital no tributan hasta que no se produce la venta (es decir, que si se recibe nuevas acciones como forma de retribución al accionista, no tributará hasta que no decida negociar los títulos en el mercado) (Hernández, 2007).

En conclusión, Miller y Modigliani afirman que en un mercado eficiente, el valor de las acciones de una empresa no se ve modificado por la política de dividendos, por lo que la rentabilidad de los títulos (k_e) es constante.

Una vez revisada la idea principal de los "mercados perfectos" de Miller y Modigliani, se procede a explicar dichas ideas para intentar dar respuesta al "entramado" de los dividendos.

6.2 CONFLICTOS DE AGENCIA

La política de dividendos es empleada como mecanismo de control corporativo bajo la perspectiva de los conflictos de agencia.

El contrato de agencia es un acuerdo en el que a unas personas a las que se les llama "principales" contratan a personas externas a la empresa, denominadas "agentes" para que realicen las operaciones en su nombre. Ambas partes del contrato tienen objetivos diferentes, incurriendo en unos costes (conocidos como costes de agencia), como los gastos de fidelización de los agentes o los costes de controlar a los principales.

Según Jensen y Meckling (1976) existen diferencias entre los objetivos del principal y del agente:

- distintas motivaciones: lo que puede desembocar en conflictos de interés.
- información incompleta: los agentes no dan toda la información al principal sobre los conocimientos y características de las operaciones que realizan.
- tiene diferentes niveles de riesgo.

Los conflictos de agencia se clasifican en cuatro grupos (López de Foronda Pérez, 2006):

Problema del esfuerzo: se da en aquellas empresas en las que el directivo tiene poca participación en la propiedad. Por lo que el sujeto se ve menos motivado para realizar su trabajo, y como consecuencia el valor de los títulos en el mercado baja.

Problema del horizonte: en cuando al horizonte temporal de una inversión, los directivos tratarán de que este periodo sea más corto ante la incertidumbre de la pertenencia a la empresa (aunque el proyecto no genere altas rentabilidades), mientras que los accionistas suelen preferir el largo plazo.

Problema de la aversión al riesgo: el accionista, intentará reducir más el riesgo, invirtiendo en una cartera diversificada. Sin embargo, al director le importará menos el riesgo, puesto que el beneficio de la empresa será la única retribución que reciba.

Problema del uso de activos: la mayoría de los directivos, utilizan los recursos de la empresa para su propio interés, invirtiendo en bienes y servicios que no son necesarios para el negocio, pero sí productivos para el directivo.

En resumen, el agente dispone de información sobre el trabajo que desempeña el principal y, sin embargo, el principal no tiene acceso a dicha información. De ahí nace el concepto de “conflicto de agencia” (Jensen y Meckling, 1976).

La solución a este problema, pasa por incurrir en unos costes de supervisión para que el principal pueda tener control sobre el comportamiento correcto del agente. Con esto se consigue evitar que los agentes operen de forma oportunista y que puede llegar a producirse una pérdida en el valor de la empresa (García, 2003).

Estos problemas suelen aparecer en las finanzas corporativas cuando hay que tomar decisiones de inversión, financiación, y también en las políticas de reparto de dividendos. A partir de ellos se han desarrollado teorías sobre la conducta complementaria del agente y el principal sobre la propiedad (Demsetz, 1974) y el flujo libre de caja que genera la propiedad (Jensen, 1986, Williamson, 1988).

La teoría relacionada con los *free cash flow* de Jensen quiere decir que las empresas que tienen un exceso de efectivo en sus balances, porque obtienen grandes beneficios en vez de "inutilizar" ese dinero, le pueden sacar rentabilidad de otra manera. La mayoría de estas empresas lo destinan a repartir dividendos para mostrar al mercado su buena salud empresarial (esto se relaciona con la teoría de las señales). A su vez, se ha demostrado que las empresas que se endeudan son bien vistas por el mercado, ya que eso significa que hacen un esfuerzo para renovar materiales, hacer nuevas inversiones, y que tienen capacidad para hacer frente a esa deuda (es decir, que tiene flujos de caja suficientes para pagar sus deudas en un futuro) y, además, los directivos están dispuestos a ser controlados por los acreedores.

6.3. TEORÍA DE LAS SEÑALES

La señalización es una teoría que relaciona el rendimiento futuro de una acción con cualquier noticia relacionada con su deuda. Normalmente, los anuncios sobre las empresas que se endeudan se toman como noticias positivas.

En las finanzas, en particular, y en la economía, en general, los inversores buscan oportunidades de inversión rápidas y que les proporcionen una buena rentabilidad. Muchas veces, para tomar decisiones de inversión, se dejan influir por las señales que dan las empresas; esto es, dependiendo del comportamiento o de las operaciones que vayan a realizar, el inversor tiene conocimientos suficientes para descifrar qué quiere hacer la empresa y si refleja una buena salud en sus balances.

Un ejemplo sencillo sobre la aplicación de esta teoría es que los empleados envían señales sobre sus capacidades y habilidades para desarrollar una actividad a través de unos niveles educativos (certificados de idiomas, experiencias de trabajo, formación,...). La persona que se encargue de seleccionar a los trabajadores, da por hecho que existe una relación positiva entre el nivel educativo y que tenga más habilidades para desempeñar el puesto de trabajo (Spence, 2002).

Para explicar esta teoría, se puede decir que las "buenas" empresas, no se distinguen de las "malas". Las "buenas" son buenas, y las "malas" se hacen pasar por buenas, lo que les trae grandes beneficios.

El objetivo de las "buenas" empresas es emitir señales al mercado para que puedan diferenciarse de las "malas". Estas señales deberán ser lo suficientemente caras para que no puedan ser copiadas por las malas. En el caso del reparto de altos dividendos: las buenas empresas tienen exceso de liquidez para poder llevar a cabo esta operación, mientras que las otras empresas no la ejecutan sin antes renunciar a otras alternativas de inversión. El inconveniente de esta técnica, es que emitir señales tiene un coste para las empresas.

Según esta teoría se afirma que aquellas empresas con mayores expectativas y altas rentabilidades, repartirán mayores dividendos y sus ratios de deuda también serán superiores. Pero no siempre ocurre de esta manera. En el sector tecnológico las empresas se comportan de manera contraria; es decir, las empresas más rentables y con mayores expectativas de crecimiento no son las que tienen ratios de deuda más altos (Megginson (1997)).

6.4. EL COSTE DE CAPITAL

Al contrario que Miller y Modigliani, que sostenían que la rentabilidad de los accionistas no depende de la política de dividendos, Gordon Shapiro (1956) afirma que la rentabilidad de las acciones (k_e) sube al producirse una disminución de la tasa de reparto de los beneficios (*pay out*). Esto se debe a que la remuneración por dividendos es más segura que las ganancias de capital (Mascareñas, 2011).

Para comenzar, se plasmarán unas descripciones de lo que varios autores entienden por coste de capital para poder comprender mejor el modelo que aplica Gordon.

Jiménez (2000), afirma que el coste del capital es la rentabilidad que exigen los accionistas al prestar dinero a la empresa, valorando dos factores: el riesgo que asumen y el periodo de tiempo en el cuál se invierte el capital.

Mascareñas (2001) plantea el coste del capital como la mínima tasa de rentabilidad a la que la empresa tendrá que remunerar a los accionistas o a las distintas fuentes financieras, evitando que el valor de los títulos en el mercado baje para mantener

satisfechos a sus inversores. El objetivo de la empresa es calcular la tasa mínima de rendimiento que obtendrá de sus accionistas para satisfacer la tasa de rendimiento exigida por los inversores; dicho de otro forma, que no baje la cotización de las acciones en el mercado.

A continuación se muestra la ecuación para calcular dicho coste de capital:

$$Ke = D1 / P0 + g$$

Ke: rendimiento de las acciones

D1: dividendo futuro

P0: Precio

g: crecimiento de los dividendos

Esta ecuación muestra que el precio del título en el mercado (P) es igual que el cociente del dividendo estimado (D1) entre el rendimiento de las acciones exigido por los inversores (Ke), menos la tasa de crecimiento que se espera para los dividendos (Mascareñas, 2011).

$$P = D1 / Ke - g$$

— El dividendo esperado es igual al producto del Beneficio por Acción (BPA) por la tasa de reparto (1-b)

$$D1 = BPA \times (1-b)$$

— El crecimiento separado de los dividendos es igual al producto de la rentabilidad de las acciones de la empresa (ROE) por la tasa de retención de los beneficios (b)

$$g = b \times ROE$$

Sustituyendo estos términos en la ecuación general, se deduce la siguiente fórmula:

$$P = \frac{BPA \times (1 - b)}{Ke - (b \times ROE)}$$

A partir de la ecuación de Gordon Shapiro se distinguen tres supuestos. (Hernández, 2007):

- la rentabilidad de los proyectos de la compañía es igual que la rentabilidad que se obtiene en el mercado. En este caso, la política de dividendos de la compañía no es relevante, por lo que el valor de la empresa no será alterado ante cualquier cambio en la política de dividendos.

$$\text{ROE} = K_e$$

- la rentabilidad de los proyectos de la compañía es inferior a la rentabilidad que se obtiene en el mercado. En esta situación, la forma más correcta sería distribuir el beneficio repartiendo dividendos, porque la empresa obtiene mayor rentabilidad fuera de la misma que la que ofrece con su política de dividendos.

$$\text{Tasa de retención} = b = 0$$

$$\text{Tasa de reparto} = \text{pay out} = 100\%$$

$$\text{ROE} < K_e$$

- la rentabilidad de los proyectos de la compañía es superior a la rentabilidad que se obtiene en el mercado. Aquí, la forma más correcta sería reducir el pay out, porque la empresa obtiene mayor rentabilidad con sus proyectos. Por lo que el beneficio que obtenga en el ejercicio tiene que destinarlo a la autofinanciación.

$$\text{Tasa de retención} = b = 100\%$$

$$\text{Tasa de reparto} = \text{pay out} = 0$$

$$\text{ROE} > K_e$$

En resumen, según Gordon Shapiro, las compañías que tienen dividendos más bajos, son las que tienen proyectos más arriesgados (Mascareñas, 2011).

6.5. TEORÍA DE DIVIDENDOS RESIDUALES

La teoría de dividendos residuales se basa en que las empresas solo distribuyan los beneficios una vez hayan sido cubiertas las oportunidades de inversión. Se rige por los siguientes principios (Mascareñas, 2011):

- Solamente se llevarán a cabo aquellos proyectos que tengan VAN (Valor Actual Neto) positivo.
- A la hora de financiar un proyecto se utilizará primero la financiación interna y, en caso de no ser suficiente, se emitirán nuevas acciones.
- Las empresas tienen que mantener un ratio de endeudamiento constante para realizar proyectos de inversión en el futuro.
- Una vez financiados los proyectos vía interna, si sobran beneficios, se repartirán a través de dividendos. De lo contrario, no se repartirá nada.

Con esta teoría vemos que la valoración de la empresa por el mercado no se ve alterada por la política de dividendos. El objetivo principal de las empresas es buscar proyectos rentables. Por ello, la distribución de los dividendos toma un segundo plano, ejecutándose cuando no haya proyectos con un VAN positivo en los que invertir. Por eso, se toma la decisión de repartir esos fondos libres como remuneración para el accionista, en vez de estar inutilizados.

6.6. EFECTO CLIENTELA

A los inversores se les puede clasificar en distintos segmentos en función de sus preferencias. Como explica Mascareñas (2011), el objetivo de cada clase de inversor es maximizar la rentabilidad de la inversión. Por ello, cada inversor buscará invertir en aquellas compañías donde las políticas de dividendos se adapten a sus gustos o necesidades. Así, las empresas atraerán a un segmento de clientes determinado. Se distinguen tres grupos:

- los que prefieren las ganancias de capital.
- los que prefieren dividendos.
- los que les resulta indiferente ambas opciones.

Por último, podemos considerar un cuarto grupo de clientes: "la clientela especial", que dependiendo de la situación personal, demandará o no dividendos. Dicha hipótesis es apoyada por varios estudios, como el de Durán (2008), que sostiene que los accionistas están dispuestos a pagar impuestos sobre los títulos que distribuyan dividendos, si presentan beneficios fiscales respecto a las ganancias de capital.

Ligado a este efecto, es interesante comentar el apartado del libro "Finanzas empresariales" escrito por Julio Pindado García sobre el significado del refrán "*más vale pájaro en mano, que cientos volando*" aplicados a los mercados financieros.

6.6.1 "La falacia del pájaro en mano"

La aversión al riesgo, lleva al inversor a preferir una cantidad de dividendos seguros ahora, que unas ganancias de capital no seguras en el futuro.

Visto desde esta posición, una política de dividendos abundante, generará mayor riqueza a los inversores y haría aumentar el valor de los títulos de la empresa.

Un accionista va a pensar que es mejor la empresa que reparta mayores dividendos. Sin embargo, en la realidad no es así. Según Juan José Fernández Figares, director de Link Securities: "*Lo más importante a la hora de escoger una compañía aplicando el criterio del dividendo, es asegurarse que este es sostenible en el tiempo; es decir, que las compañías generen suficiente cash-flow (liquidez) para pagarlo.*"

A veces, compañías más ligadas al ciclo económico en un año bueno de beneficios, ofrecen una rentabilidad muy elevada; pero al año siguiente, si cambia el ciclo económico, el beneficio de estas empresas se reduce y con ello el dividendo".

La decisión que tengan las compañías de retener beneficios o distribuir más dividendos y emitir acciones nuevas, solo afecta a los inversores en cuanto a su porcentaje de participación en la propiedad.

Existen dos opciones:

- que el inversor prefiera tener unos flujos altos de efectivo ahora y que las acciones generen pocos dividendos.
- que el inversor prefiera tener bajos flujos de efectivo ahora, pero tener acciones que repartan altos dividendos.

En resumen, según la necesidad de liquidez del inversor, escogerá tener más liquidez en el momento presente ("pájaro en mano") o; por el contrario, si esta opción no le interesa y prefiere tener menos efectivo pero recibir más dividendos en el futuro (Pindado, 2012). Por tanto, la aplicación de esta falacia puede ser considerada no sólo en la elección de empresas que pagan más o menos dividendos, sino también para aquellas empresas que ofrecen la opción de recibir el dividendo flexible o *scrip dividend*.

6.7. EL VALOR INFORMATIVO DE LOS DIVIDENDOS

La teoría sobre el valor informativo de los dividendos demuestra que la última intención de la política de dividendos es informar al mercado de la situación económica de la empresa. Los precios de los títulos reflejaban los comportamientos en la empresa ("efecto transparencia").

Aunque parte de que el mercado es "perfecto", es decir, que el precio de las acciones refleja toda la información acerca de los títulos de la compañía porque todos los inversores tienen acceso a esta información, en la realidad las cosas cambian. Existe asimetría de información: los inversores no conocen los flujos de caja futuros y el riesgo de los mismos. La otra parte, los directivos de las compañías, tienen acceso a más información que el mercado y que los propios accionistas (Mascareñas, 2011). Estos directivos dependiendo de la política de dividendos que lleven a cabo, darán unas expectativas positivas o negativas de las acciones de la sociedad. Es decir, que la política de dividendos es el referente de la situación económica de la empresa para el resto del mercado.

Si una empresa anuncia que va a subir el dividendo en efectivo al final del ejercicio, esto supondría que los flujos de caja futuros van a ser mayores a los del último año. Esta noticia enviará una señal positiva acerca de la empresa al mercado, lo que provocará una subida del valor de los títulos (teoría de las señales).

En resumen, la variación del valor de las acciones de una empresa se produce cuando la información sale al mercado. En un mercado eficiente, los inversores deberían predecir el aumento o disminución del pago de dividendos, ya que supuestamente tienen acceso a toda la información. Pero en la realidad, en el mercado no ocurre esto debido a la asimetría de la información. Los accionistas tienen que especular con la información que esté publicada (Durán, 2008).

Una vez analizadas las principales teorías sobre la política de dividendos, a continuación, se va a realizar un estudio sobre los principales factores que afectan a la decisión del reparto de dividendos en el ámbito de las empresas que cotizan en la bolsa de Madrid.

7. DETERMINANTES DE LOS DIVIDENDOS

En este apartado se lleva a cabo un análisis Top-Down de los posibles factores que afectan a la política de dividendos. Se parte de los determinantes que afectan a la empresa de forma global, como son: el entorno legal, el ciclo económico en que se encuentra o la situación del sector al que pertenece, para posteriormente, analizar aquellas características de la propia empresa, como son: la estructura de propiedad, la estructura financiera o la edad.

7.1. ENTORNO LEGAL E INSTITUCIONAL

Las empresas tienen que saber cuáles son sus restricciones y oportunidades que les proporciona el entorno legal e institucional en el que operan en relación con aspectos tales como: la protección a los inversores, exportaciones o procedimientos administrativos.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1998, 1999), en su trabajo seminal sobre la ley y las finanzas (“*law and finance*”) sostienen que existe un nivel alto de protección a los inversores (accionistas y acreedores) en países con derecho común (“*common law*”), lo que incentiva la financiación externa. Entonces, en aquellos países que no tienen tanta protección de dichos derechos, son las empresas que a nivel interno que tienen que desarrollar instrumentos para proteger sus inversiones, como la concentración de la propiedad. Basándose en estos argumentos plantean y verifican empíricamente que:

El entorno institucional de mayor calidad tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico. La relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico también podría verse influenciada por la calidad del entorno institucional.

Distinguen dos corrientes jurídicas muy distintas:

- por una parte, los **países anglosajones**, los cuales destacan por aplicar un mayor grado de protección legal al inversor. Esto desemboca en una mejora del desarrollo de los mercados de capitales y de aquellas empresas que cuentan con una estructura de capital más dispersa.

— en contraposición a estos, se posiciona la zona **francesa, germana y escandinava**. Se distingue por una fuerte intermediación financiera, y al contrario de las anteriores, tienen una concentración de la propiedad.

Por su parte, Levine (2000) y Beck (2000) afirman que los países desarrollados con un alto nivel de bancarización, tienden a crecer económicamente. Además, otros autores como Zervos (1998) complementan esta teoría con el mercado de valores. Es decir, que el mercado tiene una relación fuerte y positiva con la tasa actual y futura de crecimiento, generando una ventaja a la hora de invertir en el mercado en cuanto a liquidez y profundidad (Bencivenga y Smith, 1991; Levine y Zervos, 1998). Por lo tanto, se concluye que:

El desarrollo financiero canalizado por las instituciones financieras tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico.

Durusu-Ciftcia (2017) realizó un estudio sobre una muestra de 40 países desde 1989 hasta 2011 cuyos resultados confirman que el desarrollo financiero de un país, junto con algunas medidas que favorezcan los derechos de los inversores, genera crecimiento económico en el mismo. Igualmente, se concluye que:

En países con elevada calidad institucional, el desarrollo financiero tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico.

La Porta (1999) indica que la relevancia de la situación legal donde operan las empresas, derivada del grado de protección al inversor, son un factor clave para poder definir la política de dividendos.

La política de dividendos de las empresas de un entorno legal puede ser muy diferente a las del otro, ya que debe adecuarse a las características propias de cada ámbito y a los singulares conflictos de intereses que, consecuentemente, se produzcan en el seno de las empresas.

Asimismo, el crecimiento económico afecta en el desarrollo de los mercados financieros y de las decisiones de financiación y política de dividendos que lleven a cabo a las empresas.

7.2. CICLO ECONÓMICO

El impacto de la estructura de capital de una empresa se ve muy afectado dependiendo del ciclo de la economía en que se encuentre inmerso el país. Es por ello, que varios autores establecen unos patrones de comportamiento de las empresas en sus políticas de dividendos.

Cuando la economía está en depresión, los problemas financieros son los responsables del fracaso empresarial (Levinthal, 1991). Empíricamente se ha demostrado que hay una relación positiva entre las empresas endeudadas y la quiebra, en más del doble (Opler & Titman, 1994).

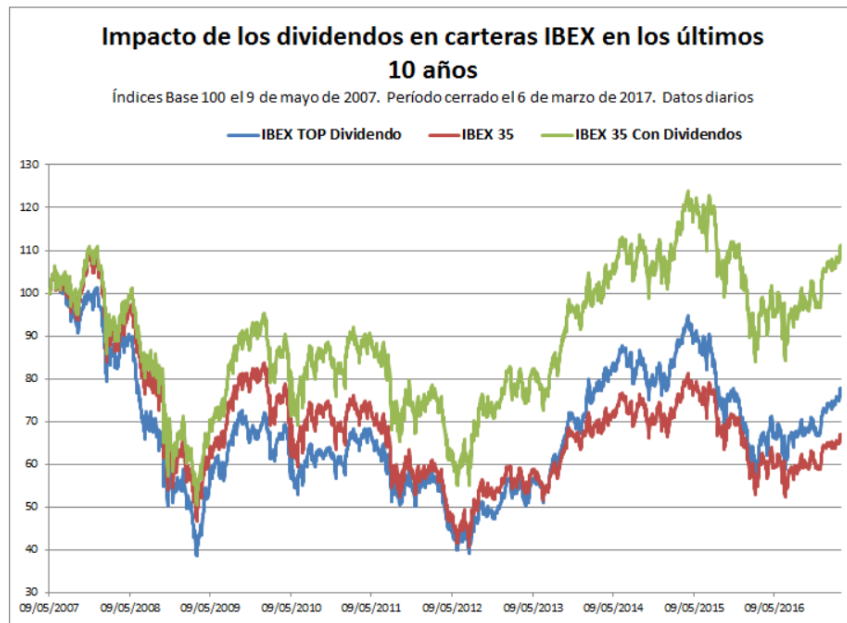
Todo lo contrario ocurre cuanto la economía está en crecimiento, sinónimo de "éxito", ya que se produce una mejora en los costes de capital. Esto hace pensar que el endeudamiento es bueno (Bernanke, 1989) y que sirve para impulsar el crecimiento y el comportamiento de la dirección (Jensen, 1986)

Por tanto, en periodos de crecimiento las empresas se endeudan más, y el dinero lo invierten en la empresa, por lo que el reparto de dividendos cabe esperar que sea más reducido. Y en periodos de estancamiento ocurre todo lo contrario.

Según la información pública en Bolsas y Mercados Españoles (BME), el 15 de julio de 2009, las empresas cotizadas en la bolsa española dieron un salto de gigante respecto al ejercicio anterior. En el primer semestre de 2009, las compañías que cotizaban en la bolsa repartieron 19 454 millones de euros a sus accionistas, lo que supone un 44% más que el ejercicio anterior. Por lo que 2009 se convierte en un punto de inflexión en el reparto de dividendos como veremos a continuación.

Si contrastamos esta información en el siguiente gráfico, donde se representa la evolución en el reparto de los dividendos por parte de las empresas cotizadas que conforman el Ibex 35, se ve que desde el año 2009 hasta el 2015 la remuneración al accionista se ha visto incrementada notablemente, marcando una línea de tendencia alcista.

Gráfico 7. 1 Impacto de los dividendos en carteras IBEX en los últimos 10 años.



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

En resumen, en el periodo de crisis las empresas han aumentado sus retribuciones. Esto se debe, en gran medida, a que las empresas quieren mantener su buena imagen en el mercado; esto es, que reflejen una imagen de salud financiera, y para ello, intentan al menos mantener sus retribuciones como señal de que la empresa va bien.

7.3. SECTORES

El reparto de dividendos también se ve afectado por la madurez del sector. En un sector más maduro, es más probable que las empresas repartan mayores beneficios al haber una mayor estabilidad en la estructura financiera de estas empresas y menores oportunidades de crecimiento futuro (Linter, 1956).

En este sentido, las empresas farmacéuticas son las que menores beneficios reparten ya que son las que más dinero necesitan para invertir en I+D+I y poder sacar nuevos productos al mercado.

Por lo tanto, dependiendo de la actividad a la que se dedique la empresa y de la "facilidad para obtener beneficios seguros", la empresa necesitará más o menos dinero para invertirlo en la empresa, y como consecuencia podrán repartir más o menos dividendos.

- si la empresa necesita más efectivo para reinvertirlo en la empresa, repartirá menos dividendos.
- si la empresa tiene altos beneficios y no tiene ningún proyecto a la vista, ese dinero lo destinará a repartir dividendos, en vez de quedar inutilizado.

Según un estudio realizado por Calvo de Santos (2016) sobre el análisis de la política de dividendos de las empresas del Ibex 35 por sectores, inspirado en el libro “Las decisiones estratégicas de la empresa, inversión, financiación y dividendos” de De Miguel Hidalgo (1990), se crea un modelo econométrico en el que se explican los diversos factores que influyen en la toma de decisiones de inversión, financiación y dividendos de una empresa.

El sector de "Bienes y Servicios de Consumo" ha generado un incremento de su capitalización, que puede ser por la subida del precio de las acciones o por el aumento del número de acciones en circulación. En este caso, es el precio el factor más significativo que influye en el mercado.

En el área de "Materiales Básicos y Construcción" y "Energía y Petróleo", la decisión sobre el reparto de dividendos en empresas como Gamesa o Fomento Construcciones y Contratas (FCC), fue paralizar las retribuciones debido a la caída de la demanda. Los pequeños beneficios que conseguían los destinaban a la propia actividad de la empresa en vez de repartirlos a los accionistas.

Para concluir el análisis, cabe destacar que la tasa de autofinanciación del sector de la tecnología y de las telecomunicaciones es negativa, lo que implica que la inversión es superior a los flujos de caja generados por las empresas. Esto se debe a que cuando empezó la crisis muchas de las subvenciones que proporcionaba el Estado por invertir en I+D se acabaron, y como estas ayudas son prioritarias para que este tipo de empresas pueda desarrollar su actividad y seguir creciendo poco a poco en el mercado, los pocos rendimientos que obtenían los reinvertían en vez de repartirlos a los accionistas en forma de dividendos.

En el sector “Financiero”, la banca ha repartido 7694 millones de euros en dividendos en el último ejercicio, según se ha publicado en "el Economista". Actualmente, el *payout* de la banca española se sitúa en torno al 44%, bastante por debajo de la media europea que está en el 51%. Para el ejercicio 2019 se prevé que el sector bancario

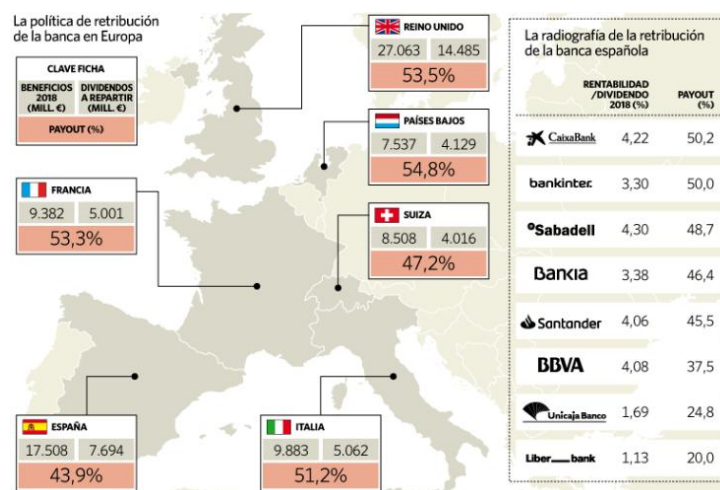
obtenga unos beneficios de 19100 millones de euros y que pague unos dividendos de 8600 millones, dando lugar a un *payout* del 45%.

Una de las culpables de esta baja retribución en dividendos de la banca española, es la normativa que las entidades tienen que cumplir. En los últimos años, se ha obligado a los bancos a aumentar el cojón del capital, para poder hacer frente a pagos imprevistos en el futuro.

El Banco Central Europeo (BCE) ha decidido reforzar los ratios de capital limitando el reparto de los beneficios, como los dividendos. Uno de los ratios más significativo es el *Common Equity Tier 1* (CET1). El sector bancario español se posiciona en un 11.5% frente al 12.8% de la media europea. Todos los bancos que cotizan en la bolsa española han superado favorablemente los "test de stress" realizados por la Autoridad Bancaria Europea (AEB), en inglés *European Banking Authority* (EBA).

En la siguiente figura (7.1) se reflejan los valores de beneficio que los bancos europeos reparten entre sus accionistas, donde se puede observar que España está por debajo de esa media europea.

Figura 7. 1 Distribución del dividendo en los bancos europeos.



Fuente: El Economista

Se muestra una tabla con los repartos del beneficio de las entidades bancarias que cotizan en la bolsa española. Cabe destacar que Caixabank y Bankinter son las dos entidades que mejor se ajustan a los valores medios europeos (50%), lejos del 25% y 20% de Unicaja y Liberbank, respectivamente.

En el sector “Energético”, según la noticia publicada en el periódico "Expansión" en noviembre de 2018, las empresas del sector de las energías renovables despuntan por sus altas rentabilidades. Es el caso de Naturgy y Acciona, que ven como sus títulos se revalorizan en el mercado como consecuencia de un aumento en el reparto de dividendos superior al 20%.

7.4. EDAD

Uno de los factores internos determinantes de las empresas es la propia edad de la compañía, que va a influir mucho en la política de reparto de dividendos y que está directamente relacionada con la estructura financiera de la empresa, punto que se desarrollará más adelante.

Las empresas utilizan *scrips dividend* como alternativa o complemento para reducir el nivel de pago. Los dividendos permiten a las compañías mantener efectivo, pero en el caso de los *scrip dividends* este importe depende del nivel de aceptación del dividendo. No se sabe cuál va a ser su demanda hasta más o menos tres semanas antes de la fecha de pago. Por eso, algunas empresas que tienen problemas de efectivo, optan por combinar el pago de dividendos en efectivo (intentando reducirlo) con el pago de *scrips*. (DeAngelo y DeAngelo, 1990).

Si aplicamos esta teoría a la edad de las empresas, se comprueba que las empresas más jóvenes tienen menos acceso a la financiación (Hadlock y Pierce, 2010), por lo que se espera que la probabilidad de pagar dividendos *scrip* frente a otro tipo de remuneración sea alta. Por otro lado, las empresas más maduras tienen más recursos para poder hacer frente a las obligaciones de pago futuras y a los costes administrativos, por lo que el porcentaje del uso de *scrip dividends* no es elevado como en las empresas más jóvenes.

Opler, Pinkowitz, Stulz y Williamson (1999) sostienen que las empresas más arriesgadas (en cuanto a proyectos de inversión) retienen más cantidad de efectivo, lo que significa que las empresas que tienen unos flujos de caja más volátiles suelen pagar *scrip dividends* como instrumento alternativo al ahorro en efectivo.

En resumen, teniendo en cuenta las explicaciones teóricas de estos autores, se puede afirmar que las empresas de reciente creación no tienen beneficios positivos normalmente en los primeros ejercicios, por lo que no podrán repartir dividendos.

Mientras que las empresas más maduras, con más experiencia en el mercado, tienen mayor facilidad financiera para poder repartir dividendos.

Por lo tanto, las empresas más jóvenes suelen repartir dividendos bajos. Por el contrario, las empresas con mayor edad, tienden a repartir mayores beneficios en forma de dividendos, porque se supone que generan mayores flujos de caja, lo que les permitirá hacer frente a los pagos en un futuro. Además, estas empresas se encuentran en la etapa de madurez donde sus oportunidades de crecimiento son menores que las empresas más jóvenes.

7.5. PROPIEDAD

Otro factor interno determinante del reparto de los dividendos es la composición de la empresa, según el porcentaje de participación de los accionistas en la misma. Esta característica está ligada con la teoría de los problemas de agencia entre directivos y accionistas (Jensen y Meckling (1976)).

Por un lado, hay un grupo de autores, que afirman que en función de lo concentrada o dispersa que se encuentre una empresa, la política de dividendos a aplicar será distinta.

Y en el otro lado de la línea está Demsetz, que afirma todo lo contrario; es decir, que tanto los directivos como los accionistas deberían remar en la misma dirección y que, por tanto, las decisiones de reparto no deberían verse influenciadas por la propiedad de la empresa.

DeAngelo, DeAngelo y Skinner (2009) afirman que las políticas de dividendos de las empresas cambian con los accionistas mayoritarios. Éstos tratan de evitar la venta de una participación en el capital de la empresa, porque ello causaría una pérdida de control en la misma. Por lo tanto, en las sociedades con accionistas mayoritarios es más común que retengan beneficios para no tener que acudir a los mercados a financiarse, lo que conlleva un menor ratio de beneficios.

Aunque estos valores, pueden cambiar dependiendo del tipo de accionista mayoritario que sea: familias, estado o empresas. Por ejemplo, según Goergen, Renneboog y Correia da Silva (2005), las empresas alemanas que están controladas por bancos tienen una mayor probabilidad de no pagar dividendos en un ejercicio determinado. Gugler

(2003), por su parte, muestra que en Austria aquellas compañías que son controladas por familias tienden a recortar el pago de dividendos, en mayor medida que las empresas que están controladas por el Estado.

Contrario a las ideas anteriores, Demsetz sostiene que la estructura de propiedad de una sociedad es aquella que maximiza el valor de misma, por lo que no debería haber variaciones independientemente de que la empresa esté concentrada o dispersa. Demsetz (1983): "la estructura de propiedad de la empresa es el resultado endógeno de la selección competitiva en la que se equilibran las ventajas y desventajas en costos para llegar a una organización equilibrada en la empresa".

Como se comenta al principio del apartado, la estructura de propiedad también tiene que ver con el conflicto de agencia. Esto es lo que explican los siguientes autores.

López de Foronda Pérez (2006) sostiene que dentro de una empresa, la relación entre el directivo y el accionista es la que mayores problemas puede causar, y que una buena política de dividendos puede ayudar a resolverlos. La separación del control y la propiedad, sobre todo en grandes empresas, deriva muchas veces en que los directores de las compañías actúen por sus propios beneficios, en lugar de por el de los accionistas. Por esta razón, es importante que un inversor esté al corriente de los conflictos de agencia que puedan surgir cuando los intereses de la dirección y la propiedad van en sentido contrario. En conclusión, la separación del control de la propiedad en un empresa puede dañar la gestión de la misma, ya que los directivos pueden satisfacer sus intereses en lugar de maximizar el valor de la empresa, y como consecuencia de esto, también se reduce el valor del accionista (López de Foronda Pérez, 2006)

Menéndez Plans y Guerrero Boned (1994) hacen referencia a que en los conflictos de agencia los accionistas buscan maximizar la rentabilidad, y los directivos solo pretenden asegurar su permanencia; por lo que el resultado de estos objetivos distintos es el control de la dirección por parte de los accionistas. Sin embargo, en una empresa muy grande, en la que la propiedad está muy dispersa, dificulta el control. Por el contrario, si la propiedad está muy concentrada, ese accionista que tiene invertido en la empresa una cantidad de dinero, sí que le interesa vigilar las actuaciones de la dirección, porque de ella depende la rentabilidad que vaya a obtener y los beneficios o pérdidas que tenga la empresa (Manéndez Plans y Guerreo Boned, 1994).

Una de las maneras de reducir o eliminar estos problemas de agencia, pasa por establecer una política de dividendos regular, en la que el pago de los mismos sea constante. Se puede ver como un coste fijo para la empresa y esto le ayuda a reducir la financiación interna, por lo que limita al directivo a valorar sus objetivos con los de los accionistas

7.6. ESTRUCTURA FINANCIERA

La estructura financiera es un factor influyente en la política de reparto de dividendos de una empresa.

Si se dividen el total de las deudas a las que tiene que hacer frente la empresa; es decir, el pasivo a corto plazo más el pasivo a largo plazo (situados en la parte financiera del balance), entre la parte de la inversión, obtenemos el término "endeudamiento" como variable fundamental para el estudio del reparto de dividendos de una empresa. Algunos autores defienden la siguiente hipótesis:

A mayor nivel de endeudamiento de una empresa, menor será el reparto de dividendos ya que cuando la compañía tiene oportunidades de inversión, es muy probable que los pagos de dividendos sean más bajos porque la empresa necesita los flujos de fondos para poder financiar los pagos futuros.

La Porta y otros (2000) afirman que existe una relación indirecta entre los dividendos y las oportunidades de crecimiento debido a una mayor necesidad de fondos y a que las compañías en crecimiento tienden a tener menor tesorería de libre disposición (Smith y Watts, 1992). Por tanto, se confirma dicha hipótesis: si aumentan las oportunidades de inversión de una empresa, el reparto de dividendos se verá reducido.

Si la rentabilidad de los proyectos de la compañía es superior a la rentabilidad que se obtiene en el mercado, la forma más correcta sería reducir el *pay out* porque la empresa obtiene mayor rentabilidad con sus proyectos. Por lo que el beneficio que obtenga en el ejercicio tiene que destinarlo a la autofinanciación. Sin embargo, si la rentabilidad de los proyectos de la compañía es inferior a la rentabilidad que se obtiene en el mercado, lo lógico sería distribuir el beneficio repartiendo dividendos porque la empresa obtiene mayor rentabilidad fuera de la misma que la que ofrece con su política de dividendos.

Por otro lado, si tenemos en cuenta la teoría sobre la política de dividendos y el coste de capital de Gordon Shapiro, se demuestra que la rentabilidad de las acciones (k_e) sube al producirse una disminución de la tasa de reparto de los beneficios (*pay out*). Además, Gordon también apoya la idea de que las compañías que tienen dividendos más bajos son las que tienen proyectos más arriesgados (Mascareñas, 2011) porque necesitan destinar esos beneficios a los proyectos, quedando un menor porcentaje de tasa de reparto (*payout*).

En esta misma línea, la teoría de dividendos residuales (Mascareñas, 2011) reafirma que el objetivo principal de las empresas es buscar proyectos rentables, por ello la distribución de los dividendos toma un segundo plano ejecutándose solo cuando no hay proyectos con VAN positivo en los que invertir. Por eso, se toma la decisión de repartir esos fondos libres como remuneración para el accionista en vez de estar inutilizados. Se basa en que las empresas solo distribuyan los beneficios una vez hayan sido cubiertas las oportunidades de inversión, destinando estos primero a la financiación interna, y en caso de no ser suficiente, a financiación externa.

Una vez analizados los aspectos teóricos, se realiza a continuación el estudio empírico.

8. ANÁLISIS EMPÍRICO

8.1 BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA

La muestra se compone de las 165 empresas españolas cotizadas en el mercado continuo español entre el 1 de enero de 2009 y el 31 de diciembre de 2018. Teniendo en cuenta el citado intervalo de tiempo, se analiza el comportamiento de las empresas durante la crisis y qué empresas se decantan por una política de dividendos "elección o flexible"⁴.

Del total de las empresas, solo 115 han repartido algún tipo de dividendos en este período, teniendo en cuenta que hay empresas que han salido y otras nuevas que han empezado a cotizar en el mercado continuo. En este estudio, se comprobará cuáles de estas compañías que reparten dividendos, lo hacen a través del dividendo elección o *scrip dividend*. A su vez, se hará un análisis de cómo influyen variables como: el tamaño de la empresa, la situación financiera o el sector en el que opera, a la hora de decantarse por la reinversión de fondos en la empresa o el reparto de los beneficios obtenidos.

En cuanto a la recopilación de la información, los datos financieros de las empresas se han extraído de la base de datos Capital IQ⁵, tales como beneficios antes de intereses e impuestos depreciación y amortización (EBITDA), dividendo por acción (DPA) o beneficio por acción (BPA). La información relativa al pago de dividendos elección ha sido obtenida de la Bolsa y Mercados Españoles (BME). Y por su parte, los datos sobre el sector de actividad y otras características de la empresa proceden de la base de datos SABI⁶.

A través de Capital IQ, se han traspasado los datos de la búsqueda de la base de datos a una hoja de cálculo para la realización de las tablas y gráficos. Posteriormente, se han

⁴ "Elección o flexible": que reparte dividendos electivos, que son aquellos que dan opción al inversor a recibir los beneficios del período de una empresa en títulos o en efectivo.

⁵ Capital IQ: base de datos que proporciona datos y análisis de empresas para la creación de modelos financieros, realizado por Standard & Poor's (S&P). Se utiliza en distintas áreas como: las finanzas corporativas, gestión de carteras, banca de inversión, etc.

⁶ SABI: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI): proporciona información económico financiera sobre 2,7 millones de empresas españolas y portuguesas.

introducido los datos en Gretl⁷ para crear un modelo econométrico que permita estudiar el reparto de los dividendos elección o flexibles.

8.2. DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES

Para la elaboración del modelo econométrico sobre los determinantes del pago de dividendos y del pago de dividendos flexibles se utilizarán las variables y ratios que se describen a continuación.

Rentabilidad por dividendo: es una ratio que mide la cantidad de dinero que se recupera de la inversión a través del reparto de dividendos. Es una manera que tienen los accionistas para obtener rentabilidad.

Se calcula dividiendo el dividendo por acción (DPA) entre el precio de cotización del título. Como se mide en porcentaje, hay que multiplicarlo por 100.

$$\text{Rentabilidad por dividendo} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Precio de la acción en el mercado}} = \frac{\text{DPA}}{\text{P}}$$

DPA: dividendo por acción. Es la cantidad de beneficios que recibe el accionista por cada título de la empresa que posee. Dicho de otra manera, es el porcentaje de la inversión de un accionista en títulos de la compañía, que son remunerados en función de los beneficios generados por la empresa durante el ejercicio.

Se puede calcular como los beneficios obtenidos por la empresa en un periodo, dividido entre el número total de títulos

$$\text{Dividendo por acción (DPA)} = \frac{\text{Dividendos pagados totales}}{\text{Nº acciones}}$$

Sirve para medir la rentabilidad de una empresa, porque si dividimos el dividendo que se va a repartir entre el precio de la acción en el mercado en ese momento, podemos obtener esa ganancia.

BPA: beneficio por acción. Es la parte del beneficio de una empresa que corresponde a cada título. Se utiliza como ratio para medir la rentabilidad de la empresa. En inglés se denomina *Earnings Per Share* (EPS)

⁷ Gretl: es un software que permite crear modelos econométricos y analizar estadísticos.

Se puede calcular como el cociente del beneficio neto entre el número total de acciones en un periodo.

$$\text{Beneficio por acción} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{N}^\circ \text{ total acciones}}$$

ROA (Return on Assets): El ROA es un indicador económico que mide la capacidad de la inversión (activo) para generar beneficios. Es la rentabilidad del negocio. Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Beneficios}}{\text{Activo Total}}$$

ROE (Return on Equity): El ROE es un indicador económico que mide la rentabilidad de una parte de la financiación, que son los fondos propios. Es un ratio muy importante en el análisis de los estados financieros, porque su valor decide si el propietario mantiene o cierra la empresa.

A continuación se muestra el cálculo de la rentabilidad de una empresa:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Fondos Propios}}$$

EBITDA: mide la rentabilidad de la empresa, tomando los ingresos menos los gastos (excluidos los financieros: intereses, impuestos,..) La denominación viene del inglés *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*.

$$\text{EBITDA} = \text{Ingresos} - \text{costes de los bienes vendidos} - \text{costes generales de administración}$$

Indica el dinero que le queda a una compañía para pagar sus deudas, y es muy eficaz a la hora de comparar empresas con los datos históricos de las mismas o con el sector.

Endeudamiento: es un instrumento financiero que mide la relación que hay entre las deudas a las que tiene que hacer frente la empresa (tanto a corto como a largo), y la inversión total (activo). Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$$

Payout: es el porcentaje de los beneficios anuales de una empresa, que no se destinan a reinvertir, sino que se utilizan para repartirlos en forma de dividendos a sus accionistas en proporción de su participación o número de títulos que posean.

Fecha de constitución: es el momento en el que se crea la empresa. Por ejemplo: Inditex se creó en 1985.

Fechas de introducción: es el momento en el que la empresa sale a cotizar al mercado, como búsqueda de financiación externa. Por ejemplo: Inditex salió a bolsa en 2001.

Activo Total: es al parte del balance de situación de una empresa que se dedica a la inversión. En este grupo están desde las infraestructuras y maquinarias para el desarrollo de la actividad como el dinero en efectivo o tesorería.

Deuda a largo plazo: son las exigencias de pago a las que la empresa tiene que hacer frente en un periodo superior al año.

Deuda a corto plazo: son las exigencias de pago a las que la empresa tiene que hacer frente en un periodo inferior al año.

Estructura de propiedad: es la distribución de la empresa en cuanto a su propiedad; es decir, la distribución del peso que tienen los accionistas en la empresa en relación con el número de acciones que poseen de la misma. Existen dos formas: propiedad concentrada y propiedad diluida.

La propiedad concentrada es aquella estructura en que la empresa tiene pocos accionistas pero con gran peso en la empresa (normalmente se considera un 5% del capital de la compañía).

La propiedad diluida, se da cuando los accionistas de la empresa tienen poco poder en la misma, por eso se dice que la propiedad está diluida.

Código SIC: es un sistema de clasificación internacional de las actividades que realizan las empresas. Fue elaborado por la Administración de Estados Unidos y es un criterio que se basa en la naturaleza de los productos y servicios desempeñados por las empresas. Se crea una variable dummy para cada sector (los 2 primeros dígitos).

Alternativamente, se consideran otros códigos del sector. La Clasificación Nacional de Actividades Económicas (**CNAE**) es el sistema que se utiliza para numerar a las

empresas según la actividad económica que desempeñen. Sirve para clasificar y agrupar a las empresas. Y la Nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea (**Código primario NACE**) es un sistema que sirve para agrupar a las empresas en función de la actividad económica que realicen, usado en la Unión Europea.

8.3. ANÁLISIS DE ESTADÍSTICOS

Para completar el estudio, a través de unas ilustraciones elaboradas a partir de la base de datos Capital IQ, se pueden examinar las siguientes variables: sector, años y ciudades. Si analizamos la muestra a partir de estos parámetros, conoceremos cuáles son las empresas que reparten *scrip dividends* y cuáles no, dentro de cada ámbito.

En la tabla 8.1 se muestran las empresas cotizadas (número de empresas totales en el período de estudio) en el mercado continuo agrupadas por sectores de actividad, donde se puede distinguir en cuáles de ellos se reparten o no dividendos. Y de aquellos que sí que pagan, cuáles son *scrip*.

Para un horizonte temporal determinado (2009 - 2018), se observa que del total de 1548 empresas (acumuladas en ese periodo), 856 reparten algún tipo de dividendo. Y de esas 856, solo 71 reparten *scrip*.

A través de un análisis sectorial, la actividad en la que reparten dividendos una mayor parte de las empresas es la de "*Bienes raíces*" (130). Sin embargo, en este grupo no se pagan *scrips*, sino que los beneficios se reparten en efectivo. Otros sectores con gran importancia a la hora de remunerar a sus accionistas son industria alimentaria, construcciones y servicios eléctricos.

Por otro lado, están aquellos que apenas reparten dividendos, entre los que destacan los servicios de transporte, la hostelería y las aseguradoras.

Tabla 8.1 Empresas que pagan *scrip dividends* por sectores.

TABLA DE EMPRESAS QUE PAGAN *SCRIP DIVIDENDS* POR SECTORES

SECTOR	TOTAL EMPRESAS	EMPRESAS PAGAN DIVIDENDS	EMPRESAS NO PAGAN DIVIDENDS	EMPRESAS PAGAN <i>SCRIP</i> DIVIDENDS	EMPRESAS PAGAN DIVIDENDS EN EFECTIVO
BIENES RAICES	186	130	56		130
PRODUCTOS QUIMICOS	112	78	34	12	66
INDUSTRIA ALIMENTARIA	126	70	56		70
CONSTRUCCIONES PESADAS Y CONTRATAS	103	66	37	13	53
SERVICIOS COMERCIALES	72	54	18		54
MAQUINARIA	90	51	39	3	48
SERVICIOS DE AGUA, ELECTRICIDAD, GAS Y SANITARIOS	105	44	61	11	33
COMUNICACIONES	76	42	34	4	38
	53	40	13		40
BANCOS - CAJAS DE AHORROS	81	30	51	15	15
SIDERURGIA	60	28	32	4	24
PAPEL Y DERIVADOS	74	27	47		27
PRENDAS CONFECCIONADAS	30	22	8		22
CONSTRUCCIONES DE OBRAS Y CONTRATAS	22	18	4		18
EQUIPOS DE TRANSPORTES	30	17	13	2	15
SOCIEDADES DE CARTERA (HOLDINGS)	25	17	8		17
TRANSPORTES AEREOS	23	14	9		14
CINEMATOGRAFIA Y SERVICIO	13	13			13
MAQUINARIA ELECTRICA Y ELECTRONICA	15	12	3		12
AGENCIAS DE CAMBIO Y BOLSA	30	12	18		12
SILVICULTURA	11	11			11
EDITORIAL - ARTES GRÁFICAS	15	11	4		11
FABRICACIÓN DE METAL EXCEPTO MAQUINARIA Y EQUIP	15	9	6		9
HOSTELERIA	15	9	6		9
PETROLEO Y SUS DERIVADOS	15	8	7	7	1
BARES Y RESTAURANTES	7	7			7
ALMACENES Y BAZARES	20	6	14		6
SERVICIOS PARA EL ENTRETENIMIENTO Y OCIO	7	4	3		4
PRODUCTOS DE PIEDRA, ARCILLA, VIDRIO Y HORMIGON	30	2	28		2
DETALLISTAS DE PRENDAS DE VESTIR	15	2	13		2
SEGUROS Y REASEGUROS	30	1	29		1
SERVICIOS SANITARIOS INDIVIDUALES	14	1	13		1
SERVICIOS PARA EL TRANSPORTE	13		13		0
MAYORISTAS DE MERCANCIAS NO PERECEDERAS	15		15		0

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos IQ Capital

Por último, si nos fijamos solo en aquellas sociedades que pagan *scrip dividends*, el panorama es el siguiente:

- Las entidades bancarias son las que más dividendos de este tipo reparten entre sus accionistas. En los últimos años los grandes bancos como Santander o BBVA utilizan este tipo de retribuciones.
- Seguidos a los bancos, está el sector de la construcción, productos químicos y los servicios de agua, electricidad y gas.

Tabla 8.2 Empresas que pagan dividendos por años.

TABLA DE EMPRESAS QUE PAGAN DIVIDENDOS POR AÑOS

AÑOS	TOTAL EMPRESAS	EMPRESAS PAGAN DIVIDENDOS	EMPRESAS NO PAGAN DIVIDENDOS
2004	92	36	56
2005	94	36	58
2006	95	39	56
2007	95	31	64
2008	95	48	47
2009	97	57	40
2010	99	57	42
2011	104	61	43
2012	107	77	30
2013	107	77	30
2014	110	72	38
2015	113	71	42
2016	114	60	54
2017	114	66	48
2018	112	68	44

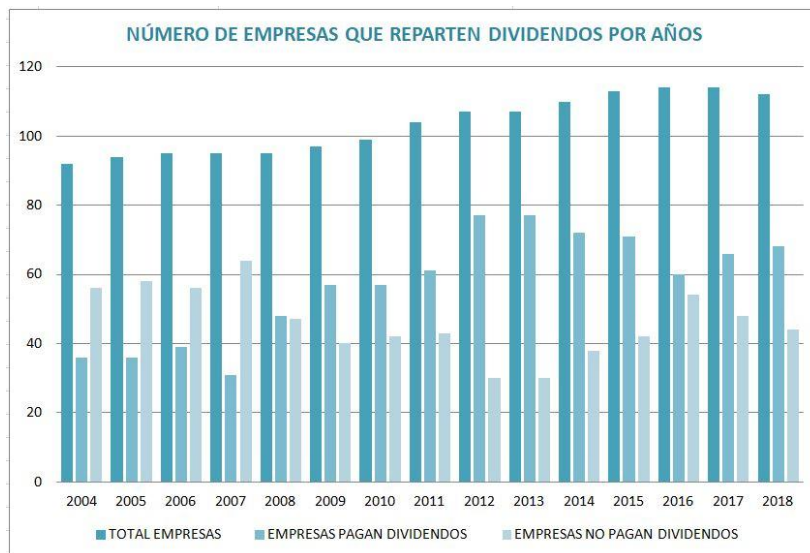
Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos Capital IQ.

En la tabla 8.2, aparecen por columnas las frecuencias acumuladas del total de empresas que cotizan en el mercado continuo, de aquellas que reparten algún tipo de dividendos, y las que deciden no repartir los beneficios entre los accionistas respectivamente.

El número de compañías cotizadas ha crecido paulatinamente, mientras que el reparto de dividendos ha dado un gran salto en los años de las crisis (2008 - 2015), punto a partir de cuál empieza a descender. Según explican las políticas de dividendos sobre el ciclo económico: las empresas se endeudan más en periodos de crecimiento y el dinero lo invierten en la empresa, por lo que el reparto de dividendos cabe esperar que sea más reducido. Todo lo contrario ocurre en el período de la crisis.

A continuación se muestran las proporciones de las empresas pagadoras de dividendos y las no pagadoras en el gráfico 8.1.

Gráfico 8. 1 Empresas que pagan dividendos por años.



Fuente: elaboración propia a partir de Capital IQ.

Por último, se muestra el total de empresas que han pagado dividendos durante el periodo (2004-2017), desglosado por provincias/municipios españolas. Estas a su vez se agrupan en sus respectivas Comunidades Autónomas.

El mayor número de compañías que reparten dividendos se asienta en las Comunidades Autónomas de Madrid y Barcelona, en su respectiva Villa (260) y capital autonómica (85). Curiosamente, se añaden a esta lista de ciudades con mayor número de empresas que reparten beneficios: Valencia y Bilbao. Estas son las cuatro plazas con "Bolsa" en España.

Todo lo contrario ocurre con ciudades como Mendavia, Abadino o el municipio Rivas-vaciamadrid donde escasas empresas cotizadas pagan dividendos. Por otro lado, Granada, Siero y Guadalajara, destacan por no tener ninguna empresa que reparta beneficios del total de compañías que cotizan en la bolsa.

Tabla 8.3 Empresas que pagan dividendos por ciudades

TABLA DE EMPRESAS QUE PAGAN DIVIDENDOS POR CIUDADES

CIUDAD	CC.AA	TOTAL EMPRESAS	EMPRESAS PAGAN DIVIDENDOS	EMPRESAS NO PAGAN DIVIDENDOS
Granada	Andalucía	14		14
Malaga	Andalucía	13	5	8
Sevilla	Andalucía	14	13	1
Gijon	Asturias	15	6	9
Siero	Asturias	15		15
Guadalajara	Castilla La Mancha	15		15
Burgos	Castilla y León	15	3	12
Valladolid	Castilla y León	15	9	6
Barcelona	Cataluña	190	85	105
Reus	Cataluña	6		6
Sabadell	Cataluña	15	10	5
Sant Vicenc dels Horts	Cataluña	15	14	1
A Coruna	Galicia	15	13	2
Ourense	Galicia	15	6	9
Pontevedra	Galicia	13	2	11
Redondela	Galicia	15	7	8
Cenicero	La Rioja	15	14	1
Haro	La Rioja	15	7	8
Alcobendas	Madrid	59	32	27
Leganes	Madrid	13	13	0
Madrid	Madrid	642	260	382
Majadahonda	Madrid	15	14	1
Mostoles	Madrid	15	15	0
Rivas-Vaciamadrid	Madrid	15	1	14
Sebastian de los Reyes	Madrid	22	8	14
Murcia	Murcia	15	2	13
Mendavia	Navarra	15	1	14
Peralta	Navarra	15	4	11
Tajonar	Navarra	15	12	3
Abadino	País Vasco	7	1	6
Amurrio	País Vasco	15	6	9
Asteasu	País Vasco	15		15
Bilbao	País Vasco	87	46	41
Derio	País Vasco	10	2	8
Laudio/Llodio	País Vasco	15	14	1
Llodio	País Vasco	15	10	5
San Sebastian	País Vasco	15	13	2
Zamudio	País Vasco	15	9	6
Alicante	Valencia	8	3	5
Valencia	Valencia	60	19	41

Fuente: elaboración propia a partir de Capital IQ.

En el gráfico 8.2 se puede ver la desproporción que hay entre las cuatro ciudades "sedes de la Bolsa en España" (Barcelona, Bilbao, Valencia y Madrid) y el resto de provincias y municipios.

Gráfico 8. 2 Empresas que pagan dividendos por ciudades



Fuente: elaboración propia a partir de Capital IQ.

8.4. ANÁLISIS DE LOS DETERMINANTES: DIVIDENDOS

Esta parte del trabajo consiste en un análisis empírico sobre el reparto de dividendos y del *scrip dividends* en las empresas del mercado continuo español. Partimos de que cualquier empresa que al final de un ejercicio económico logre un resultado positivo, tendrá que adoptar una decisión sobre qué hacer con esos beneficios: si los reinvierte de nuevo en la empresa, o si opta por repetirlos entre sus accionistas. En el trabajo se hace referencia a la segunda vertiente, la cual abarca varias opciones de reparto, entre la que analizaremos la de los *scrip dividends*, donde el inversor puede decidir por recibir los rendimientos en efectivo o bien adquirir nuevas acciones de esa empresa.

Para ello, se llevará a cabo el análisis de tres modelos distintos, con el objetivo de verificar si los determinantes del reparto de dividendos explicados en la parte descriptiva del trabajo, se corresponden con los resultados obtenidos del análisis empírico en base a las teorías sobre la política de dividendos que los sustentan.

8.3.1 Modelo del pago de dividendos

Este modelo sirve para observar si las empresas que cotizan en la bolsa española reparten o no dividendos. Se elaborarán dos regresiones diferentes, incluyendo en una de ellas el "efecto crisis" para comprobar cuál se ajusta mejor y, por tanto, sus variables explican con un nivel de significación mayor la variable endógena, que es el reparto o no de dividendos.

En la tabla 8.4 se muestran a la izquierda las variables del modelo; en las cuatro columnas siguientes, el valor que toman los parámetros y el estadístico T^8 ; y en la parte inferior se indican los datos relativos al número de individuos de la muestra (k) y de observaciones (n) junto con las variables ficticias "dummy"⁹ y el estadístico no paramétrico Chi cuadrado¹⁰.

⁸ Estadístico T: es un estadístico individual cuya finalidad es contrastar si una propiedad de la población se corresponde con lo observado en la muestra. Consiste en definir una hipótesis nula y otra alternativa, y dirimir cuál de ambas es cierta.

⁹ Dummy: las variables *dummy* o dicotómicas son aquellas que toman el valor 0 o 1, indicando la presencia o ausencia de un efecto que puede alterar el resultado de la regresión.

¹⁰ Chi Cuadrado (X^2) sirve para ver si dos variables determinadas son independientes la una de la otra.

Tabla 8.4 Estadísticos del modelo reparto de dividendos y reparto de *scrips*.

VARIABLES	(1) Pago Dividendo (Si=1/No=0)	(2) Pago Dividendo (Si=1/No=0)	(3) Pago <i>Scrip</i> <i>Dividend</i> (Si=1/No=0)	(4) Pago <i>Scrip</i> <i>Dividend</i> (Si=1/No=0)
ROA _{t-1}	0.0400 (0.17)	0.1406 (0.64)	-1.2147 (-0.91)	-0.4230 (-0.98)
Endeudamiento _{t-1}	-1.2474*** (-4.21)	-1.2836*** (-4.70)	-6.4025*** (-2.67)	-2.0477*** (-3.26)
Tamaño _{t-1}	0.1938*** (5.18)	0.1297*** (3.76)	0.9892*** (3.47)	0.3112*** (4.94)
Crisis		-0.1545 (-1.58)	0.4572 (0.96)	0.0872 (0.31)
Constante	0.8660 (-2.92)	-0.8032*** (-3.63)	-10.2034*** (-3.86)	-3.3390*** (-7.74)
# Observaciones	1,468	1,468	673	673
#Empresas	110	110	100	
Sector FE	Sí	Sí	No	No
Año FE	Sí	Sí	No	No
Wald Chi2	179.80	87.57	12.18	32.64

Estadístico entre paréntesis *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Variables del modelo

- ❑ La variable endógena es el reparto de dividendos.
- ❑ Las variables explicativas (exógenas) del modelo son :
 - Rentabilidad sobre el activo (ROA_{t-1}¹¹).
 - Endeudamiento (Endeudamiento_{t-1}).
 - Logaritmo del activo total (Tamaño_{t-1}).

¹¹ ROA_{t-1}: las variables en cuya denominación lleven la palabra "t-1", significa que hacen referencia al ejercicio anterior.

— Crisis (Crisis).

❑ Se controla por variables ficticias (dummy) de sector y año. Se incluyen todas las variables, excepto una de cada tipo para evitar la “trampa de las ficticias”.

Especificación del modelo

❑ El *ROA* tiene una relación directa con el reparto de dividendos: signo positivo, aunque no es estadísticamente significativo. A mayor rentabilidad sobre el activo, mayor será el reparto de los dividendos.

❑ El ENDEUDAMIENTO tiene una relación inversa con el reparto de dividendos: signo negativo. Si una compañía está endeudada y no dispone de efectivo para hacer frente a sus pagos futuros, lo más probable es que no reparta dividendos, si no que reinvierta los beneficios obtenidos en la empresa.

❑ El TAMAÑO tiene una relación directa con el reparto de dividendos: signo positivo. Una empresa que tenga una cifra de activos muy alta en su balance, repartirá más beneficios.

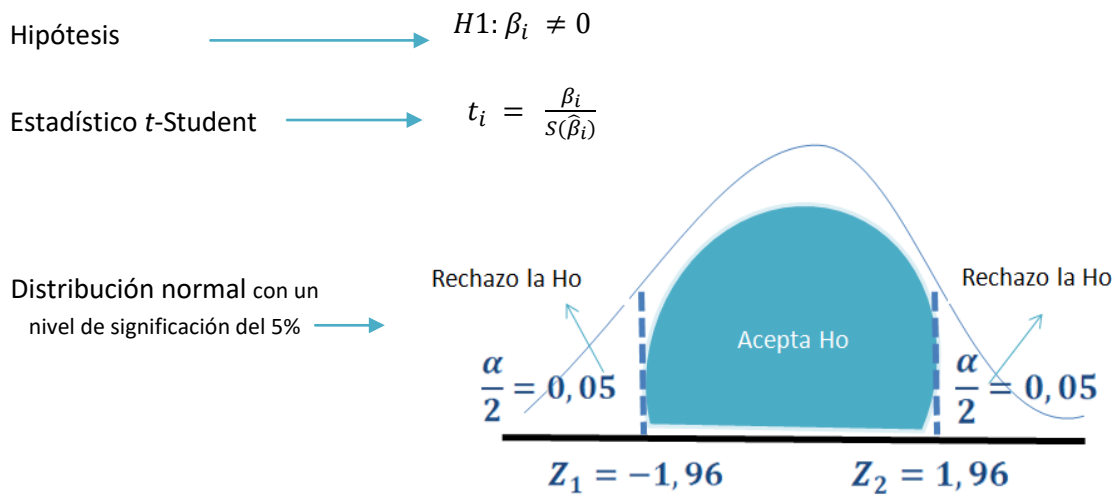
❑ La variable CRISIS tiene una relación negativa con el reparto de dividendos, aunque no estadísticamente significativo. En época de crisis las empresas tienden a repartir dividendos.

A continuación se muestra detalladamente el análisis de la primera regresión, explicando en qué consisten los contrastes utilizados para verificar el modelo. En los siguientes casos, solamente se comentan los resultados obtenidos.

8.3.1.1 Modelo 1

Ecuación modelo estimado

$$\text{Pago Dividendos (1)} = 0,8660 + 0,0400 \text{ ROA}_{t-1} - 1,2474 \text{ Endeudamiento}_{t-1} + 0,1938 \text{ Tamaño}_{t-1}$$

Contraste *t* de StudentIlustración 8. 1 Contraste *t*- Student

Para explicar el contraste de hipótesis, se tomará como referencia un nivel de significación del 5% por ambas colas, correspondientes a los valores (-1,96) y 1,96 en las tablas de una distribución normal.

- **ROA:** presenta una *t*-Student de **0,17**, perteneciente al intervalo (-1.96, 1.96). Se acepta la hipótesis nula. Como se indicó anteriormente, el parámetro no es estadísticamente significativo por lo que la variable no explica la endógena en este modelo.
- **ENDEUDAMIENTO:** tiene una *t*-Student de **-4.21**, más pequeña que (-1.96). Se rechaza la hipótesis nula. El parámetro es estadísticamente significativo, por lo que la variable que lo acompaña sirve para explicar la endógena. Además, si nos fijamos en los "*p* valores"¹², nos indican que con un nivel de significación del 1% ($p = 0.01$) también se rechazaría la hipótesis nula. Lo que quiere decir, que la muestra ocasionó un resultado con baja probabilidad de ocurrir cuando la hipótesis nula sea cierta.
- **TAMAÑO:** genera una *t*-Student de **5,18**, muy superior a 1.96. Se rechaza la hipótesis nula. El parámetro es estadísticamente significativo, por lo que la variable que lo acompaña sirve para explicar la endógena. Asimismo, si nos fijamos en los "*p* valores", nos indican que con un nivel de significación del 1% ($p = 0.01$) también se rechazaría la hipótesis nula.

¹² "*p* valor": es la probabilidad de equivocarnos rechazando la hipótesis nula.

8.3.1.2 Modelo 2

Ecuación modelo estimado

$$\text{Pago Dividendo (2)} = 0,8032 + 0,1406 \text{ ROA}_{t-1} - 1,2836 \text{ Endeudamiento}_{t-1} + 0,1297 \text{ Tamaño}_{t-1} - 0,1545 \text{ Crisis}$$

Los resultados son muy similares. Podemos observar que al incluir la variable "crisis" en la segunda regresión, empeora el valor de los parámetros excepto el endeudamiento que potencia esa relación indirecta con la endógena (reparto de dividendos). Además, dicha variable no es representativa.

Sin embargo, la variable "ROA" no explica el reparto de dividendos en ninguna ecuación, lo que quiere decir que la decisión que toma una empresa sobre repartir o no dividendos, no depende de la rentabilidad del activo.

8.3.2 Modelo dividendo flexible o scrip dividend

Este modelo hace referencia a las empresas que pagan *scrip dividend*. Es un modelo probit y solo se consideran como muestra las empresas que pagan dividendos. Por lo tanto, el número de observaciones es menor que en la del modelo anterior.

$$N_1 = 1527 \quad N_2 = 673$$

Se elaborarán dos regresiones distintas: la primera con datos panel¹³, y la segunda de sección cruzada.¹⁴

Modelo probit (variable dicotómica) = toma el valor 0 ó 1

$$\begin{cases} 0: \text{no reparte scrip dividend} \\ 1: \text{reparte scrip dividend} \end{cases}$$

8.3.2.1 Modelo datos panel

$$\text{Pago Scrip (1)} = -10,2034 - 1,2147 \text{ ROA}_{t-1} - 6,4025 \text{ Endeudamiento}_{t-1} + 0,9892 \text{ Tamaño}_{t-1} - 0,4572 \text{ Crisis}$$

¹³ Datos panel: conjunto de datos sobre las observaciones de un fenómeno en un periodo de tiempo. Combinan una serie transversal con una temporal.

¹⁴ Sección cruzada: conjunto de datos que presentan observaciones sobre varios fenómenos en un momento de tiempo determinado.

Todas las variables son representativas con un nivel de significación del 1%, a excepción del ROA y el efecto crisis que no sirve para explicar la endógena.

8.3.2.2 Sección cruzada

$$\text{Pago Scrip (2)} = -3,3390 - 0,4230 \text{ ROA}_{t-1} - 2,0477 \text{ Endeudamiento}_{t-1} + 0,3112 \text{ Tamaño}_{t-1} - 0,0872 \text{ Crisis}$$

En esta opción ocurre lo mismo que en el modelo de datos panel (todas las variables son significativas al 1% excepto el ROA que no explica la endógena). El valor de los parámetros (β_i) es muy parecido y la variable crisis no se considera una variable importante del modelo (no significativa).

8.3.3 Modelo del dividendo por acción

Alternativamente, este modelo sirve para determinar qué variables influyen a la hora de conocer cuál será el dividendo que repartirá la empresa por cada acción.

Se elaborarán cinco regresiones distintas cambiando el número de variables dependientes e incluyendo el "efecto crisis" para comprobar cuál se ajusta mejor y por tanto sus variables explican con un nivel de significación mayor, la variable endógena dividendo por acción. Los dos primeros modelos son una regresión con datos panel, mientras que el resto son regresiones estimadas por el método de (MCO) Mínimos Cuadrados Ordinarios.

Tabla 8.5 Estadísticos del modelo dividendo por acción (DPA).

VARIABLES	(1) DPA	(2) DPA	(3) DPA	(4) DPA	(5) DPA
Pago Scrip _{t-1}	-1.7405 (-1.26)	-2.1563 (-1.58)	-0.9337 (-0.76)	-1.7346 (-1.34)	-2.0515 (-1.60)
ROA _{t-1}	-1.2149 (-1.00)	-0.4841 (-0.42)	-0.3400 (-0.34)	-1.1084 (-0.91)	-0.4513 (-0.38)
Endeudamiento _{t-1}	-5.1220*** (-2.74)	-3.8487** (-2.12)	-1.9280* (-1.67)	-3.6433** (-2.39)	-2.8279* (-1.89)
Tamaño _{t-1}	0.4392** (2.07)	0.3204 (1.56)	0.1835* (1.67)	0.3669** (2.10)	0.3033* (1.77)
Crisis		-0.3950 (-0.72)			-0.4613 (-0.83)
Constante	3.4519 (1.25)	3.4157 (1.33)	0.5406 (0.44)	2.9226 (1.42)	2.8899 (1.58)
#Observaciones	610	610	610	610	610
R-squared	0.02	0.04	0.03	0.08	0.05
#Empresas	94	94			
Sector FE/dummy	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Año FE/dummy	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Estadístico entre paréntesis *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Los resultados son similares a los observados cuando se considera la *dummy* de pago de dividendos. Mayor endeudamiento reduce el dividendo por acción y empresas con mayor tamaño presentan mayores dividendos por acción.

9. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo es conocer cuántas empresas que han obtenido beneficios en el ejercicio reparten dividendos a sus accionistas; y de éstas, cuáles son las que optan por el pago de *scrips*.

Este trabajo se divide en dos grandes partes: análisis descriptivo y análisis empírico.

En la primera parte, se trata de explicar las teorías sobre las políticas de dividendos que llevan a cabo las empresas a través de las publicaciones de autores como Miller y Modigliani, Shapiro o Jensen, entre otros. Y se completa con un estudio sobre los diferentes factores que pueden afectar a la decisión de reparto de dividendos.

La segunda parte consiste en estimar un modelo que nos permita saber si una empresa va a repartir dividendos, y más concretamente, si va a pagar *scrips*.

Para ello se han valorado tres tipos de modelos distintos: pago de dividendos (*pago dividendo*), pago de *scrips* (*pago scrip*) y dividendo por acción (*DPA*). Y dentro de cada uno, se han realizado diferentes regresiones para determinar cuál presenta un mejor ajuste y tiene unos parámetros más significativos.

Los principales resultados de este estudio son que:

- el parámetro estimado de la variable "Endeudamiento" tiene signo negativo, lo que quiere decir que las empresas que estén más endeudadas (tengan mayor pasivo en su balance) reparten menos dividendos en general, y *scrip* en particular. Esto se relaciona con la "estructura financiera".
A mayor nivel de endeudamiento de una empresa, menor será el reparto de dividendos, ya que cuando la compañía tiene oportunidades de inversión, es muy probable que los pagos de dividendos sean más bajos porque la empresa necesita los flujos de fondos para poder financiar los pagos futuros

- el valor que toma el "Tamaño" es positivo, por lo que toda compañía que disponga de fondos de activo en su balance, repartirá dividendos. Esto también se relaciona con la "estructura financiera", y es inversa a la situación anterior. Cuando el valor de los activos totales de una empresa es superior al de los pasivos, el valor del ratio endeudamiento es inferior a la unidad. Y a menor nivel

de endeudamiento, mayor será el reparto de los dividendos (La Porta y otros, 2000)

Predecir si una empresa va a repartir *scrip dividends* es muy difícil, pero las conclusiones que se deducen de este estudio es que aquella empresa que tenga una situación económico-financiera favorable (con menos deudas a hacer frente y mayor peso del activo frente al pasivo) tiene más posibilidades de remunerar a sus accionistas con *scrip dividends*, dándoles a escoger entre el efectivo o las acciones.

10. BIBLIOGRAFÍA

Aragón Tardón, S. (2018). Las operaciones de *scrip dividends* en las sociedades cotizadas (Scrip dividends in listed companies). Aranzadi, Madrid.

BME. (2019). Los dividendos de las cotizadas españolas marcan diferencias.

Bank, S. (s.f.). Ranking de acciones con mayor rentabilidad por dividendo. Obtenido de <https://www.selfbank.es/ranking-rentabilidad-dividendos>.

BME. (2017). Informe de mercado 2017. Resumen del año.

BME. (2018), Las compañías del Ibex 35 redujeron autocartera en 2017.

BME. (2013), Fórmulas de remuneración al accionista: significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos.

Brealey, M. A. (2006). Principios de Finanzas Corporativas. Madrid: Mc Graw Hill.

Camarero, J. M. (23 de 03 de 2018). Santander dará todo su dividendo en efectivo en 2019. Burgos Conecta.

Conover, C.M., Jensen, G., Simpson M.W. (2016). What differences do dividends makes? *Financial Analysts Journal*, 72(6), 28-40.

García Novoa, C. (2013), Algunas consideraciones jurídicas sobre la fiscalidad de la retribución al accionista individual. *Dereito*, 22, 139-173.

David, T.,Ginglinger, E. (2016). When cutting dividends is not bad news: The case of optional stock dividends. *Journal of Corporate Finance*, 40, 174-191.

Development, I. B. (2018). *Doing Business 2018 Reforming to Create Jobs*. Washington DC 20433: World Bank Group.

Díaz, N. G. (06 de 11 de 2018). *gestiopolis*. Obtenido de Modelo de Jensen y Meckling. Sobre problema de agente y principal: <https://www.gestiopolis.com/modelo-de-jensen-y-meckling-sobre-problema-de-agente-y-principal/#autores>

EFE (18 de 12 de 2018). Repsol entregará una acción nueva por cada 35 antiguas para pagar el dividendo. *Expansión*.

- Españoles, B. y. (2013). Fórmulas de remuneración al accionista, Revista Bolsa.
- Feito-Ruiz, I., Renneboog, L., Vansteenkiste, C. (2018). Elective Stock and Scrip Dividends. ECGI, Working Papers No. 574/2018, Finance Series.
- Foronda, O. L. (2006). La política de dividendos de la empresas de Estados Unidos y Europa desde una perspectiva financiera e institucional. Barcelona: Marcial Pons.
- García, J. O. (2012). Finanzas empresariales. Madrid: Paraninfo.
- González, E. F. (1999) La política de la señalización: beneficios vs dividendos.
- González, J. A., Vallelado, E. (1994). Problemas de agencia y endeudamiento en las empresas españolas, (9), 9-36
- Gracia, J. P. (2012). Finanzas empresariales. Paraninfo.
- Saona, P., Vallelado, E. (2003). Endeudamiento Bancario, Oportunidades de Crecimiento. Valladolid.
- Guirao, J. Y. (1999). Efecto de los anuncios de dividendos en acciones sobre la rentabilidad del accionista en el mercado español. La gestión de la diversidad, 1, 533-542.
- Knight, F. H. (1964). Risk, uncertainty and profit. New York: SENTRY press.
- La Porta, R., Lopez de Sinales, F., y Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. The Journal of Finance, 54 (2), 471-517
- La Porta, R., López de Sinales, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (1998). Law and finance. The Journal of Political Economy, 106 (6), 1113-1155.
- Lasfer, M. (1997). On the motivation for paying scrip dividends. Financial Management, 26, 62-80.
- Lasfer, M. (1997). Scrip dividends: the management's view. European Financial Management, 3, 2, 237-249.
- López, E. G. (20 de 01 de 2017). Los *scrip dividend* perderán "adeptos" tras el cambio de fiscalidad. Finanzas.com.

- García, R. A., Colino, A. (2016). Relación entre las decisiones directivas y ciclo económico, (Tesis doctoral). Universidad Pontificia Comillas, Madrid.
- Martínez, J. F. (1986). Reparto de dividendo y el impuesto de sociedades. *Revista española de financiación y contabilidad*, 16 (51), 685-700
- Mateos, M. G.-I. (2006). Análisis empírico de los destinos de los *cash flows* en empresas españolas. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.
- Meckling, M. C. (1976). *Theory of the firm: Managerial Behaviour, agency and ownership structure*. University of Rochester, Rochester, NY.
- Meggison, W. (1997). *Corporate Finance Theory*. Pearson.
- Michael C, J. (1983). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, 58 (2), 319-339.
- Renta4. (04 de 07 de 2018). ¿Qué es una Cartera Dividendo y cómo funciona? Obtenido de <https://www.youtube.com/watch?v=F6XhS3jcDYc&feature=youtu.be>
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63 (2), 134-39.
- Santos, M. C. (2016). Análisis de la política de dividendos de las empresas del Ibex35 por sectores en el período 2007-2015. Valladolid.
- Spence, M. (2002). La señalización y la estructura informativa de los mercados. Universidad de Stanford.
- Tardón, S. A. (2018). Las operaciones de *Scrip Dividends* de las empresas cotizadas. Navarra: Aranzadi.
- Tributaria, A. (2017). *Manual práctico Renta y Patrimonio 2017*.
- Tusdividendos. (20 de 02 de 2017). Pago del dividendo en efectivo. Obtenido de <https://www.youtube.com/watch?v=IKR0v01CQsk>
- Williamson, O. E. (1987). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance, Papers and Proceedings of the Forty-Seventh Annual Meeting of the*

American Finance Association. Chicago: American Finance Association, 43 (3),
567.591

ANEXOS

La vuelta del '*scrip dividend*' apunta en directo a los bancos

Quesada Vargas. (24 de junio de 2019). Capital Madrid¹⁵.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) advierte que los *scrip dividends* están de vuelta. La mala situación de la economía en Europa, y las políticas "dovish"¹⁶ que está llevando a cabo el Banco Central Europeo (BCE), favorecen la retribución de dividendos en acciones. Estas señales tan alarmantes que emite el mercado, hacen reconsiderar las políticas de dividendos de las empresas, inclinándose por las retribuciones en *scrip* (como ya paso durante la crisis financiera).

En mayo, el Banco de España advirtió a los bancos de la obligación de ajustar el importe de los dividendos al nivel de crecimiento de los beneficios. El objetivo prioritario es aumentar los ratios de capital. Tras estas declaraciones, el mercado comienza a cuestionarse la posibilidad de que algunas entidades bancarias vuelvan a este sistema de pago.

Así es que, Ana Botín comunicó que este año defendería el *scrip dividend* como medio de retribución para que sus accionistas escogieran entre el efectivo y las acciones. Todo esto, después de que el ejercicio anterior anunciara que el Banco Santander solo repartiría dividendos en "*cash*"¹⁷.

Desde el Banco Sabadell, tras haber elaborado un plan estratégico erróneo en cuanto a las previsiones de tipos (preveían una subida de los tipos de interés), afirman que: "*Toda la banca va a sufrir en los próximos trimestres, por lo que la opción del 'scrip' puede ser razonable. Será un decepción para los accionistas e inversores, pero en la mayoría de los casos las entidades pueden justificar la medida por la coyuntura absolutamente adversa a la que se enfrentan*".

¹⁵ Diario sobre información económico-financiera

¹⁶"Dovish" es un término que se utiliza en política monetaria que tiene lugar cuando la economía no crece y el banco central evita que el país entre en deflación. Para estimular la economía y que la gente pueda gastar más dinero en bienes y servicios, el banco central baja los tipos de interés. Viene de la palabra "dove", que significa paloma en inglés.

¹⁷ Efectivo.