



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES

# **POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Autor: Francisco José Barragán Herrera

Directora: María Luisa Garayalde Niño

Madrid  
Junio 2017

Francisco José  
Barragán  
Herrera

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS**



## RESUMEN

El trabajo aborda la política de dividendos, como figura de especial relevancia en la planificación financiera de la empresa. Tal es así, que en función del proceder que la compañía adopte, los resultados a obtener pueden ser muy variados. Por ello, el objetivo que busca el estudio es conocer el impacto e implicaciones que la forma elegida como reparto de beneficio puede tener en la creación de valor para el accionista y, consecuentemente, la empresa. La consecución de dicho valor se antoja como tarea de difícil cumplimiento, que entraña una gestión eficiente y harto complicada, debiendo manejar diferentes variables, tales como liquidez o riesgo. Con el fin de satisfacer una conveniente investigación, el documento se estructura en una primera parte de revisión de la literatura, que recoge las principales teorías sobre la cuestión, y otra segunda más práctica, con un examen de la forma en la que se practica la distribución por ciertas sociedades. En este sentido, la política de dividendos que adopte la entidad será una herramienta fundamental, debiendo decidir cuál es la mejor maniobra para conjugar convenientemente la satisfacción del accionista, en el corto plazo, y una progresión duradera, en el largo. En consecuencia, decisiones, tales como, inversiones a incurrir o forma de reparto del beneficio son de vital importancia.

**Palabras clave:** Política de dividendos, distribución del beneficio, accionistas, recompra de acciones, dividendo en acciones, dividendo a cuenta, dividendo ordinario, Miller y Modigliani, Gordon y Lintner, dividendo residual, efecto clientela, Black y Scholes, Litzenberger y Ramaswamy, Miller y Scholes, Higgings, Rozeff, Banco Santander, Iberdrola.

## ABSTRACT

The paper addresses the dividend policy, as a figure of special relevance in the financial planning of the company. Depending on the procedure that the firm adopts, the results to be obtained can be very different. Therefore, the objective of the study is to know the impact and implications that the form chosen as benefit sharing can have in creating value for the shareholder and, consequently, the company. The achievement of this value seems to be a difficult task, which involves an efficient and very complicated management, having to handle different variables, such as liquidity or risk. In order to satisfy a suitable investigation, the document is structured, first, in a theoretical part, that mainly deals with the theories of different authors on the matter, and, second, in another more practical part, with an examination of the way in which distribution is practiced by certain societies. In this sense, the dividend policy adopted by the entity will be a fundamental tool, having to decide what is the best maneuver to suitably match shareholder satisfaction, in the short term, and a lasting progression, in the long. Consequently, decisions, such as, investments to be incurred or form of benefit sharing are of vital importance.

**Key words:** Dividend policy, distribution of profit, shareholders, repurchase of shares, script dividend, dividend on account, ordinary dividend, Miller and Modigliani, Gordon and Lintner, residual dividend, Black and Scholes, Litzenberger and Ramaswamy, Miller and Scholes, Higgings, Rozeff, Banco Santander, Iberdrola.

## ÍNDICE GENERAL

1. INTRODUCCIÓN (Página 1)
2. HISTORIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS (Página 2)
3. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS (Página 4)
4. DIVIDENDOS Y RECOMPRA DE ACCIONES (Página 5)
  - 4.1. Recompra de acciones (Página 6)
  - 4.2. Reparto de dividendos (Página 10)
5. TEORÍAS DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS (Página 18)
  - 5.1. Miller y Modigliani (Página 18)
  - 5.2. Gordon y Lintner (Página 20)
6. OTRAS TEORÍAS (Página 21)
  - 6.1. Teoría de los dividendos residuales (Página 21)
  - 6.2. El efecto clientela (Página 22)
  - 6.3. El valor informativo de los dividendos (Página 23)
  - 6.4. Teoría de las expectativas (Página 24)
  - 6.5. Teoría “q” del dividendo (Página 25)
7. MODELOS EMPÍRICOS (Página 25)
  - 7.1. Black y Scholes (Página 26)
  - 7.2. Litzenberger y Ramaswamy (Página 27)
  - 7.3. Miller y Scholes (Página 27)
  - 7.4. Higgings (Página 28)
  - 7.5. Rozeff (Página 28)

**7.6. Lintner (Página 29)**

**8. DIVIDENDOS EN LA PRÁCTICA (Página 30)**

**8.1. Banco Santander (Página 30)**

**8.2. Iberdrola (Página 36)**

**9. CONCLUSIONES (Página 47)**

**10. BIBLIOGRAFÍA (Página 48)**

## ÍNDICE TABLAS

1. **Tabla 1: Dividendos Banco Santander (Página 31)**
2. **Tabla 2: Dividendo efectivo/beneficio Banco Santander (Página 34)**
3. **Tabla 3: Dividendos Iberdrola (Página 39)**
4. **Tabla 4: Dividendo/beneficio Iberdrola (Página 45)**
5. **Tabla 5: Incremento beneficio y dividendo Iberdrola (Página 47)**

## **1. INTRODUCCIÓN**

El presente trabajo pretende efectuar un estudio de la política de dividendos, asunto de notoria importancia en la operativa empresarial, debido a su influencia en la creación de valor para la compañía y el accionista.

Se trata de una cuestión nada baladí, pues dependiendo de la decisión adoptada por la empresa sobre el reparto o no de dividendos, así como la forma de la referida distribución, se alcanzarán diferentes resultados con distintas implicaciones.

Es más que evidente que, en el ámbito estrictamente financiero, los dividendos ejercen actualmente un papel protagonista, digno de efectuar un exhaustivo análisis que aborde con rigor las características y distintas posiciones de expertos en la materia.

Los motivos plasmados anteriormente son, entre otros, los que justifican un estudio del asunto referido. Así mismo, los objetivos del trabajo son analizar las consecuencias que tiene la elección de una política u otra, la información que puede transmitir al mercado el reparto de beneficio, qué preferencias tienen los accionistas y porqué, y profundizar en los motivos que llevan a los inversores a invertir en distintas compañías, detallando el fundamento de tal decisión. Para ello, y con el fin de arrojar más luz sobre la cuestión, el trabajo se apoyará en una revisión de las teorías desarrolladas por autores, tales como, Miller y Modigliani o Lintner, además de legislación y otros documentos de interés, imprescindibles para una eficaz explicación de la cuestión. Muchos de los referidos documentos se extraerán de bases de datos académicas de contrastada rigurosidad, como Dialnet, además de libros dedicados a la política de dividendos, que traten y analicen todas las teorías que se consideren vinculantes al caso.

Consecuentemente, el ensayo comenzará desarrollando una breve historia de la política de dividendos. Seguidamente, se pasará a analizar el concepto y características definitorias de los dividendos. A continuación, se discutirán las ya aludidas posiciones de diversos autores, para proseguir con un análisis de las políticas llevadas a cabo por compañías (Banco Santander e Iberdrola), de manera que se estudien los posibles vínculos con las mencionadas teorías. El



referido análisis se centrará en la práctica que las empresas elegidas hayan seguido a lo largo de los últimos ejercicios (evolución del dividendo y políticas adoptadas), en lo que al reparto de beneficio se refiere, poniendo especial énfasis en si las mismas han optado por un pago en forma de acciones o efectivo, porcentaje de dividendos sobre beneficios, efectos fiscales, o qué información se está vertiendo al mercado, entre otros. Por último, se realizará una reflexión sobre todo el trabajo efectuado, extrayendo las principales conclusiones.

## **2. HISTORIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Con carácter previo a efectuar análisis alguno de la política de dividendos, se hace necesario un pequeño esbozo en lo que a la historia de la misma se refiere, para alcanzar una mejor comprensión del asunto.

Pues bien, la historia se remonta a principios del siglo XVI, momento en el que, conforme a lo explicado por Franfurter y Wood (Lease, Kalay, Loewenstein, John y Sarig, 2000), ya los capitanes de barcos mercantes en las regiones de Holanda y Gran Bretaña vendían derechos a los inversores, conforme a los cuales, estos últimos recibían una remuneración por los ingresos obtenidos en las travesías. Ello implicaba que al final de cada expedición, si se habían obtenido ganancias por la venta de materiales, las mismas se distribuían entre los inversores según su participación en la compañía. Estos pagos no suponían más que dividendos de liquidación, por los que se saldaba la sociedad. Llegado un momento, a finales de siglo, serían tales derechos sobre los ingresos obtenidos, los que cotizarían en el mercado, para convertirse luego de un tiempo en propiedad compartida.

Ya por entonces se practicaba la diversificación, puesto que los inversores de este tipo de negocio naval compraban acciones de varios capitanes, con el fin de reducir el riesgo. Tal y como sucede en la actualidad, ocurría que los inversores eran los que aportaban capital, siendo los capitanes los que ofrecían su conocimiento para manejar con solvencia la nave.

No obstante, los propietarios acabaron por percatarse de que un dividendo de liquidación, que pusiera fin a la empresa, era ineficiente, resultando en unos altos costes de puesta en funcionamiento inicial y de liquidación del proyecto. Por ello, convinieron en que la mejor alternativa era la de una liquidación parcial que distribuyera alrededor del 15-25% de los beneficios, en lugar de liquidar el

negocio en su totalidad, destinando el resto a la financiación de nuevas inversiones.

Este último modelo triunfó, y con ello se hizo necesaria la aparición de la primera regulación del pago de dividendos, incluyendo los estatutos de las empresas limitaciones a su pago. Por su parte, Gran Bretaña definió los 2 primeros modelos que regulaban el pago de dividendos: regla del deterioro del capital y regla de beneficios.

- Regla del deterioro del capital: Limita la transferencia, a modo de dividendo, de los beneficios retenidos, teniendo como fin la no extinción de la empresa.
- Regla de beneficios: La cual tiene como objeto proteger a los acreedores en situaciones de liquidación de la sociedad.

Hay que decir que el modelo de propiedad compartida a través de acciones y su éxito, se extendió a diversos sectores industriales en el siglo XVII. Tras ello, la primera empresa radicada en Estados Unidos que se asemeja a las actuales fue constituida en Philadelphia en 1768. Fue entonces, cuando aparecieron las primeras políticas de dividendos. Ejemplos de ellos son el Banco de Norteamérica (1781), que disponía que se debían pagar unos “dividendos cuantiosos de beneficios”, o el Banco de los Estados Unidos, el cual fijaba en sus estatutos un pago de dividendos bimensual.

No obstante, el primer estatuto de dividendos estadounidense, propiamente dicho, aconteció en 1825 en Nueva York, según el que se consideraba ilegal todo pago de dividendos que no derivase directamente de beneficios. Del mismo modo, una norma de insolvencia, implementada también en Estados Unidos, impedía que el pago de dividendos se produjese si este ocasionaba insolvencia, o si la empresa ya cumplía tal condición. Toda esta normativa tuvo una rápida expansión. Hubo un momento en el que la información financiera era escasa, lo cual provocó que los inversores intentasen acabar con la incertidumbre que esto provocaba a través de un examen del historial de dividendos, con lo cual, además, estimaban el valor de la compañía. Poco después de 1920, las empresas americanas optaron por efectuar pagos de dividendos más estables,

independientemente de los beneficios obtenidos. En esta década, el pago medio llegó a alcanzar el elevado porcentaje del 70% de los beneficios.

La misma política de grandes dividendos se siguió tras el crack del 29, cuando las mayores corporaciones distribuyeron hasta el 80% de los beneficios, con el fin de recuperar la confianza perdida de los inversores.

Tras la Segunda Guerra Mundial, la política de dividendos ha sido muy similar, siendo que, el pago de los mismos ha sido relativamente constante.

La conclusión a la que llegaron Frankfurter y Wood (Lease, Kalay, Loewenstein, John y Sarig, 2000) sobre la evolución que han seguido los dividendos a lo largo de la historia es la siguiente:

*“Nuestra conclusión, basada en este estudio, es que los patrones de pago de dividendos (o lo que a menudo se denomina “política de dividendos”) de las empresas son un fenómeno cultural, influido por las costumbres, las creencias, las regulaciones, la opinión pública, las percepciones y la histeria, las condiciones generales de la economía y muchos otros factores, todos en constante cambio, y que impactan a diferentes empresas de forma distinta. Por tanto, no se puede modelar sistemáticamente y uniformemente para todas las empresas en todo momento.”*

### **3. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS**

La Real Academia Española de la Lengua define dividendo del siguiente modo:

*“Cuota que, al distribuir ganancias una compañía mercantil, corresponde a cada acción”.* (RAE)

Por lo tanto, dividendo es aquella parte del beneficio obtenido en un ejercicio que se distribuye a los accionistas.

Al igual que los bonistas de una compañía reciben una retribución en forma de intereses, además de un principal al vencimiento, los accionistas encuentran a los dividendos como fuente natural de retribución al capital invertido. De ello, se puede concluir que la política de dividendos llevada a cabo es de suma importancia, junto con otras resoluciones, tales como decisiones de inversión o de financiación. En cierto modo, se intuye que estas dos últimas afectan a los

dividendos, ya que, de alguna manera, la política de dividendos que se resuelva podrá ser entendida como una decisión de inversión. Tal es así, que el reparto de dividendos se constituye como una pieza de primera línea en la estrategia de crecimiento de una compañía, pudiendo llegar a afectar a la estructura de endeudamiento de la sociedad. Sea cual fuere el caso, lo que parece incuestionable es la trascendencia del asunto.

Íntimamente ligada con el tema está la cuestión de creación de valor para la empresa y para el propio accionista. El punto de conexión deriva de la siguiente fórmula de Williams (Gómez-Bezares y Apraiz, 2012), según la cual, el valor de fondos propios de una compañía se calcula a partir de una actualización de los dividendos futuros:

$$V = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} \dots \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

Así, derivado de la citada fórmula, si entendemos como objetivo fundamental de la empresa el de maximizar el valor de la misma y, por ende, el de las acciones, se asumen como asuntos de relevante importancia los dividendos y la política ejercitada respecto a los mismos.

Por otro lado, y en cuanto al concepto de política de dividendos se refiere, la misma se define como la manera en la que se distribuye y asigna el resultado (forma del dividendo). Así mismo, la política de dividendos es relevante en el sentido que, esta, es considerada por los inversores como una variable a tener muy en cuenta a la hora de invertir.

#### **4. DIVIDENDOS Y RECOMPRA DE ACCIONES**

Una vez la empresa ha cerrado el ejercicio con beneficios, la misma puede optar por el ya mencionado reparto de dividendos, o una alternativa que se presenta en forma de recompra de acciones, además de otras opciones, como inversiones con las que se pueda obtener una mayor rentabilidad. A continuación, se pasa a analizar las motivaciones y operativa de ambas, recompra de acciones y reparto de dividendos.

#### **4.1. Recompra de acciones**

Como ya se ha puesto de manifiesto, la recompra de acciones se constituye como una alternativa al reparto de dividendos, con la que, igualmente, se consigue una ganancia por parte del accionista.

El Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital expone en su artículo 540:

*“Las sociedades anónimas cotizadas deberán hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo...”*

*...Dicho informe deberá ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento en la práctica. En todo caso, el contenido mínimo del informe de gobierno corporativo será el siguiente:...*

*...c) Estructura de la administración de la sociedad, que habrá de incluir:...*

*...3.º información de los poderes de los miembros del consejo de administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones...”*

Por lo tanto, hay que aclarar que, será el consejo de administración de las sociedades anónimas cotizadas, el que pueda ostentar poderes para decidir sobre la recompra de acciones.

En un principio, la recompra de acciones ordinarias, por parte de la empresa, supone una menor cantidad de valores en circulación con derecho a dividendo (la negociación en el mercado es menor), lo cual asegura que, si en un futuro se vuelve a proceder al reparto de beneficios, por cada título se reciba una suma mayor. Así mismo, si se aumentan las ganancias correspondientes a cada acción, sería lógico que el precio de las mismas también se viera incrementado. Con esta fórmula, el porcentaje de beneficios que correspondería a cada valor sería mayor, ya que la suma total de las mencionadas acciones con derecho a dividendo se ve reducido y el beneficio se reparte entre menos.

Por lo explicado, la recompra de acciones puede ser vista como una política de dividendos. No obstante, si la empresa adquiriese las acciones ordinarias con el dinero recibido a través de la emisión de deuda, no estaríamos ante una política

de dividendos, sino más bien ante una forma de financiación, siendo que, en este último caso, el fin vendría dado por un cambio en la estructura del capital y pasivo de la sociedad.

Por otro lado, si la compañía observa que la acción está infravalorada, esta procederá a su compra, para venderla después en el mercado a un precio superior, de modo que, aquí, el propósito de la empresa no sería otro que obtener un beneficio futuro en virtud de una decisión de inversión. Este último caso es algo controvertido, ya que, puede ser entendido que la entidad goza de información privilegiada, en lo que al valor de su acción se refiere, resultando una situación de arbitraje (puede haber expectativas de crecimiento futuras sobre las que la propia sociedad tenga un conocimiento más fiable, que indiquen una infravaloración de la acción, en base a valoraciones efectuadas a través de métodos, tales como, “flujo libre de caja”, por ejemplo). No obstante, es conveniente aclarar aquí que esta forma de actuar concreta no se entiende como una recompra de títulos a modo de dividendo, ya que, únicamente se considera dividendo si se produce una reducción de capital (amortización de acciones).

Es importante anotar que, el tratamiento fiscal que se produce con los dividendos, y el que se ocasiona con la ganancia patrimonial, derivada de la transmisión de una acción, es diferente. De acuerdo a la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, los dividendos se incluirán en la base imponible del ahorro como un rendimiento del capital mobiliario (sujeto a retención del 19%), mientras que, la ganancia derivada de la transmisión de una acción también formará parte de la base imponible del ahorro, pero, en este caso, como una ganancia patrimonial (no está sujeta a retención). En ambos supuestos el tipo de gravamen será del 19%, 21% o 23%, en función de la cuantía. En definitiva, si se recomprasen acciones ordinarias por parte de la empresa, haciendo subir el valor de las mismas, y el accionista decidiera vender obteniendo una plusvalía, este se vería obligado a tributar por una ganancia patrimonial, mientras que, si la compañía optase por la distribución de dividendos, el propietario del título, entonces, vería gravado el beneficio como un rendimiento del capital mobiliario. No obstante, la recompra de acciones con

cargo a beneficios o reservas también puede ser entendida como una participación en los fondos propios de la entidad, conforme al artículo 25 de la Ley del IRPF, con lo que su condición no sería de ganancia patrimonial y sí de rendimiento del capital mobiliario sujeto a retención, siendo que, en este sentido, la conclusión final es difusa y muy discutida por diversos autores.

La valoración y condición de ganancia o pérdida patrimonial en la transmisión de acciones viene determinada en el artículo 37.1 a) de la Ley 35/2006 del IRPF:

*“1. Cuando la alteración en el valor del patrimonio proceda:*

*a) De la transmisión a título oneroso de valores admitidos a negociación en alguno de los mercados regulados de valores definidos en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y representativos de la participación en fondos propios de sociedades o entidades, la ganancia o pérdida se computará por la diferencia entre su valor de adquisición y el valor de transmisión, determinado por su cotización en dichos mercados en la fecha en que se produzca aquélla o por el precio pactado cuando sea superior a la cotización.*

*El importe obtenido por la transmisión de derechos de suscripción procedentes de estos valores tendrá la consideración de ganancia patrimonial para el transmitente en el período impositivo en que se produzca la citada transmisión.*

*Cuando se trate de acciones parcialmente liberadas, su valor de adquisición será el importe realmente satisfecho por el contribuyente. Cuando se trate de acciones totalmente liberadas, el valor de adquisición tanto de éstas como de las que procedan resultará de repartir el coste total entre el número de títulos, tanto los antiguos como los liberados que correspondan.”*

La misma Ley, en su artículo 25, define el pago de dividendos como rendimiento del capital mobiliario:

*“Tendrán la consideración de rendimientos íntegros del capital mobiliario los siguientes:*

*1. Rendimientos obtenidos por la participación en los fondos propios de cualquier tipo de entidad.*

*Quedan incluidos dentro de esta categoría los siguientes rendimientos, dinerarios o en especie:*

*a) Los dividendos, primas de asistencia a juntas y participaciones en los beneficios de cualquier tipo de entidad...”*

Para Lease, Kalay, Loewenstein, John y Sarig (Lease, Kalay, Loewenstein, John y Sarig, 2000) los motivos para la recompra de acciones pueden ser diversos:

- **Motivos similares:** Son llamados similares, porque se asemejan a los argumentados para la elección del pago de dividendos. Al igual que ocurre con los dividendos, la recompra de acciones puede ser escogida ante una falta de otras inversiones que resulten en frutos más cuantiosos para la compañía. De igual modo, la recompra de acciones puede ser utilizada como vehículo para transmitir al mercado la buena dirección de la sociedad (quiere decir que la recompra de acciones puede significar las expectativas que tiene la propia compañía sobre el crecimiento futuro de la misma). Equivalente a lo que sucede con los dividendos, la recompra de acciones, en ciertas ocasiones, supone conflictos de agencia, que hacen chocar los intereses de los accionistas con otros actores, como obligacionistas o acreedores. Como ya se apuntó en líneas anteriores, la recompra de acciones puede ocasionar cambios en la estructura de capital y pasivo de la empresa, cuando la citada recompra se financia a través de la emisión de nueva deuda, aunque bien es cierto que los mencionados cambios en la estructura son iguales que los sufridos en virtud de pago de dividendos financiado con deuda.
- **Motivos diferentes:** A diferencia del punto anterior, aquí se tratan los motivos que difieren con respecto al reparto de dividendos. Como ya se introdujo, el trato fiscal de los dividendos y la transmisión de acciones es diferente. El accionista, desde el punto de vista tributario, puede preferir una u otra forma de retribución en función de sus diferentes “ventajas”, ya que, con el dividendo, la retención es del 19%, mientras que la plusvalía que se genere en la venta, por haber aumentado el valor de la acción, no será objeto de retención alguna. Por otro lado, con la recompra de acciones, únicamente una parte de los accionistas (los que deciden



vender toda o parte de sus acciones) perciben una asignación económica (distribución de fondos), pudiendo ocasionar cambios en las proporciones de la propiedad correspondiente a cada uno de los accionistas (modificaciones de la estructura de propiedad de la empresa). Por último, los accionistas que no vendan sus acciones, al mantener una mayor proporción de propiedad, tendrán un mayor poder en lo que a voto se refiere.

Diversas son las formas en las que se puede hacer una recompra de acciones. Brealey, Myers y Allen (Brealey, Myers y Allen, 2015) distinguen 4 categorías. Son las siguientes:

- Anuncio de la empresa de su intención de recomprar sus títulos en el mercado de valores, del mismo modo que los demás inversores. La compañía, con la mediación de un intermediario financiero, compra las acciones a precio de mercado, lo que ocasionará, casi con toda seguridad, un incremento del precio de la acción por la mayor demanda de la misma. Este es el método más común.
- Mediante una oferta pública de adquisición (OPA): Por la que la sociedad ofrece recomprar las acciones, lanzando como oferta un precio de adquisición que suele ser en torno a un 20% superior al de mercado. Los accionistas, posteriormente, decidirán si quieren vender sus acciones. Esta es la mejor opción si lo que se pretende es recomprar un elevado número de títulos. Esta modalidad está más al margen de la política de dividendos.
- Subasta holandesa: la compañía anuncia una serie de precios a los que está dispuesta a consumir la recompra de acciones. Los accionistas, por su parte, indican el número de acciones que desean vender y a qué precios, calculando la sociedad el precio mínimo al que puede comprar los títulos deseados.
- A través de una negociación directa con un accionista de relevante importancia.

## **4.2. Reparto de dividendos**

Al igual que ocurría con la recompra de acciones, se hace necesario comenzar este epígrafe haciendo alusión al Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, el cual, en su artículo 273, expone que la competencia para determinar cuál será la aplicación del resultado del ejercicio (distribución de dividendos) es de la junta general. Igualmente, el citado precepto aclara los requisitos para poder optar al reparto de dividendos, siendo que, esta no se podrá materializar en aquellos casos en los que el valor del patrimonio neto sea inferior a 0:

*“Aplicación del resultado*

*1. La junta general resolverá sobre la aplicación del resultado del ejercicio de acuerdo con el balance aprobado.*

*2. Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social. A estos efectos, los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta.*

*Si existieran pérdidas de ejercicios anteriores que hicieran que ese valor del patrimonio neto de la sociedad fuera inferior a la cifra del capital social, el beneficio se destinará a la compensación de estas pérdidas...”*

En lo que a la distribución de dividendos en sí misma se refiere, el artículo 275 de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital), fija cómo se realizará esta, en función de si se trata de una sociedad de responsabilidad limitada o una sociedad anónima:

*“Distribución de dividendos*

*1. En la sociedad de responsabilidad limitada, salvo disposición contraria de los estatutos, la distribución de dividendos a los socios se realizará en proporción a su participación en el capital social.*

*2. En la sociedad anónima la distribución de dividendos a las acciones ordinarias se realizará en proporción al capital que hubieran desembolsado.”*

Como se puede observar, en ambos casos el reparto es proporcional a la participación en el capital de la sociedad.

Para el momento y la forma del pago de dividendos, la misma Ley establece en su artículo 277 que será la junta general la que decida:

*“Momento y forma del pago del dividendo*

*1. En el acuerdo de distribución de dividendos determinará la junta general el momento y la forma del pago.*

*2. A falta de determinación sobre esos particulares, el dividendo será pagadero en el domicilio social a partir del día siguiente al del acuerdo.”*

Por la misma norma, se declara, en su artículo 99, el tratamiento del dividendo preferente, estableciendo que *“Los titulares de participaciones sociales y las acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo, fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, sus titulares tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las participaciones sociales o a las acciones ordinarias...”*. De igual modo, el mismo precepto, en su punto segundo, pone de manifiesto que *“...Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo a que se refiere el párrafo anterior...”*. Para concluir con este artículo, este determina que *“...De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes...”*.

En otro orden de cosas, el tratado Real Decreto Legislativo 1/2010, en su artículo 326, establece que, en caso de que se produzca una reducción de capital por pérdidas, *“Para que la sociedad pueda repartir dividendos una vez reducido el capital será preciso que la reserva legal alcance el diez por ciento del nuevo capital”*.

Para las sociedades no cotizadas, la mencionada norma, en el artículo 348 bis, dispone que, a partir del quinto ejercicio desde la inscripción en el Registro Mercantil de la empresa, el socio que votase a favor del reparto de beneficios podrá optar por la separación si la junta general no acuerda la distribución de, al

menos, un tercio de los beneficios de explotación que se hubieran obtenido en el ejercicio anterior:

*“Derecho de separación en caso de falta de distribución de dividendos*

*1. A partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios sociales tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acordara la distribución como dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social obtenidos durante el ejercicio anterior, que sean legalmente repartibles...”*

Hablando de sociedades cotizadas, y para finalizar con el apartado normativo, el artículo 498 de la Ley de Sociedades de Capital trata la cuestión de la obligación que existe de acordar el reparto de dividendo preferente:

*“Cuando el privilegio conferido por acciones emitidas por sociedades cotizadas consista en el derecho a obtener un dividendo preferente la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles, sin que los estatutos puedan disponer otra cosa.”*

Tratando la cuestión de los problemas de agencia que se pueden dar dentro de una empresa, López de Foronda Pérez (López de Foronda Pérez, 2006) deja patente que una de las relaciones que más perjuicio puede causar es la que existe entre el accionista y el directivo, cuestión que puede ser resuelta mediante una óptima política de dividendos. El autor expone que, la inevitable separación de control y propiedad de las grandes empresas conlleva una asignación de responsabilidades a los gerentes de las compañías, entrando en juego la posibilidad de que los últimos opten por actuar en beneficio propio, en lugar del de los propios accionistas. Por ello, con carácter previo a invertir en una sociedad, es necesario que el inversor conozca los problemas de agencia que pueden surgir al colisionar los intereses de propiedad y dirección de la compañía. Los problemas de agencia que se diferencian son 4:

- Problema del esfuerzo: Aquellas empresas en las que los directivos tienen una participación menor en la propiedad. Puede provocar que los

referidos sujetos se vean menos motivados o incentivados a desempeñar su labor, ocasionando caídas en el valor de las acciones.

- Problema del horizonte: Los horizontes temporales de directivos y accionistas suelen diferir, de modo que el de los primeros es más corto, mientras que el de los segundos se extenderá más en el tiempo. Esto es así, porque el horizonte de los ejecutivos está vinculado a su trabajo, tendiendo a invertir en aquellos proyectos que se ajusten más en el tiempo al referido empleo, a pesar de que con ello puedan sacrificar la opción de invertir en otros proyectos con mayores retornos, aunque, también, de más larga duración.
- Problema de la aversión al riesgo: El directivo eliminará el riesgo en menor medida que un inversor que invierte en una cartera más diversificada, resultando que, el beneficio obtenido por la empresa se antoja casi como la única fuente de riqueza del ejecutivo.
- Problema del uso de activos: La colisión entre accionista y directivo empeora por la propensión del último a emplear recursos de la sociedad en su interés. Tal situación podría derivar en un dilema, en el que se invierte en bienes y servicios que no son necesarios para la operativa del negocio, pero sí para el provecho del directivo.

Según indica López de Foronda (López de Foronda, 2006), todos los inconvenientes que surgen de la separación del control de la sociedad y de la propiedad de la misma pueden supeditar la gestión de la entidad, concediendo alicientes a los directivos para satisfacer sus intereses, y sacrificando el importante fin de maximizar el valor de la acción y, consecuentemente, el recibido por el accionista.

Otros autores, como Menéndez Plans y Guerrero Boned (Manéndez Plans y Guerrero Boned, 1994) tratan el conflicto de agencia anteriormente previsto indicando que, los accionistas de una compañía pretenden maximizar la rentabilidad, mientras que los directivos buscan la maximización de la utilidad (permanencia y seguridad), surgiendo así una disparidad de objetivos que provoca el control de los ejecutivos por parte de los accionistas. El asunto es que el conjunto de accionistas en una gran compañía se encuentra muy disperso, lo que dificulta el mencionado control de una forma directa, debiendo buscar

herramientas indirectas, tales como, el mercado de capitales. Justamente el mercado de capitales, como herramienta de control, es lo que respalda los dividendos. Una política de dividendos que implique un pago de los mismos de forma constante, supone un coste fijo que reduce la financiación interna de la que se dispone y que limita al ejecutivo, empujándolo a acudir al mercado de capitales en busca de nuevos recursos, lo que se materializa en un sometimiento a los controles de mercado y en una transmisión de información sobre su proceder. El mayor conocimiento de la situación de la sociedad, por parte de los operadores de mercado, invita al directivo a alinear sus objetivos con los del accionista, al entender que es necesaria una obtención de recursos a coste mínimo.

No obstante, los mismos autores referidos anteriormente, identifican un segundo conflicto de agencia vinculado a los dividendos, aunque entendido como menos gravoso que el previo. Se trata del existente entre el accionista y el obligacionista, exigiendo otra forma de control por parte de ambos, que impida la transferencia de riqueza de unos a otros.

Tipos de dividendos (los tres primeros engloban pago en efectivo):

- Dividendos ordinarios: Son aquellos que se abonan con cargo al resultado del último ejercicio, acordados mediante aprobación de las cuentas anuales por la junta general.
- Dividendos extraordinarios: Derivado de beneficios extraordinarios, repartiéndose con cargo a reservas voluntarias, es decir, reservas que derivan de la no distribución de dividendos en años anteriores.
- Dividendo a cuenta: Siendo aquellos que la empresa distribuye a los accionistas antes de que finalice el ejercicio.
- Dividendos en acciones (*Scrip dividend*): La empresa concede al accionista unos derechos de suscripción de acciones, decidiendo este si los ejecuta o no, con el objeto de recibir los citados valores de manera gratuita. El accionista podrá optar por vender los derechos de suscripción a la propia empresa (a un precio previamente establecido), a otro agente en el mercado secundario o, simplemente, convertirlos en títulos. La conversión (entrega de acciones gratuitas) se podrá hacer mediante

ampliación de capital, o a través de la adjudicación de acciones procedentes de la autocartera que posea la sociedad. Se considera un tipo de dividendo ilíquido. A pesar de que la empresa distribuya dividendos en forma de acciones, el valor de la compañía no se ve aumentado. En caso de elegir la venta de los derechos de suscripción en el mercado, se tributará en ese mismo instante como ganancia patrimonial, de conformidad con el artículo 37.1 a) de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio: *“...El importe obtenido por la transmisión de derechos de suscripción procedentes de estos valores tendrá la consideración de ganancia patrimonial para el transmitente en el período impositivo en que se produzca la citada transmisión...”* (esta redacción del referido precepto entró en vigor el 1 de enero de 2017, siendo otra con anterioridad a tal fecha). En este último supuesto habría que practicar la correspondiente retención. Si, de otra manera, se elige la recepción gratuita de acciones a cambio de los derechos de suscripción, no habrá hecho imponible que dé lugar a la aplicación de la Ley mencionada en líneas anteriores (cosa distinta será cuando se origine una ganancia patrimonial por la transmisión de los valores, en la que sí tendrá lugar el hecho imponible, pero sin retención). Por último, si la opción elegida es la venta de los derechos de suscripción a la propia empresa emisora a un precio fijo, lo que se ocasionará será un rendimiento del capital mobiliario sometido a retención del 19%, porque, en tal caso, se entenderá que el beneficio obtenido tiene la condición de dividendo, al considerarse que se participa en los fondos propios de la entidad, tal y como expone el artículo 25.1 de la misma Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas:

*“Tendrán la consideración de rendimientos íntegros del capital mobiliario los siguientes:*

*1. Rendimientos obtenidos por la participación en los fondos propios de cualquier tipo de entidad.*

*Quedan incluidos dentro de esta categoría los siguientes rendimientos, dinerarios o en especie:*

*a) Los dividendos, primas de asistencia a juntas y participaciones en los beneficios de cualquier tipo de entidad...”*

Políticas de dividendos:

Existen diversas políticas de dividendos. Mascareñas (Mascareñas, 2011) distingue 6 como las más relevantes:

- Distribución de todos los beneficios: El porcentaje de reparto de beneficios es del 100%, sin optar por otras inversiones alternativas, de tal forma que se satisface el supuesto deseo de los accionistas. En el caso de que los directivos necesiten financiación, deberán cumplir con la difícil tarea de convencer a los accionistas. Es una política apenas seguida por las empresas.
- No hay distribución de dividendos: Es la política antónima a la anterior y se fundamenta en que, a causa de la tributación y los altos costes de transacción, el reparto de dividendos es un lujo innecesario para accionistas y sociedad.
- Tanto fijo sobre beneficios: Se distribuye un porcentaje invariable de las ganancias anuales. Aunque con más sentido que las dos anteriores, esta política también tiene sus carencias, ya que, la aletoriedad de los beneficios hace que los dividendos también cumplan con esta condición, resultando que hay una repercusión desfavorable en la cotización de los títulos.
- Dividendo como residuo: Esta política indica que las compañías deben emprender sólo aquellas inversiones que maximicen la riqueza de los accionistas o, dicho de otro modo, las que resulten en un VAN positivo. Implica que, una vez satisfechas tales inversiones, toda demasía de liquidez deberá ser dada a los accionistas. El dilema que surge aquí es que, si los beneficios son diferentes cada año, esta teoría implicaría



variabilidad de los dividendos, incrementándose el riesgo y la rentabilidad requerida por los accionistas.

- Dividendo anual constante ajustado: Hablando aquí de la “política de tasa de crecimiento estable”, por la que se fija una tasa marco de crecimiento de los beneficios, haciendo un intento por ceñirse a la misma. De lo que se trata es de distribuir los dividendos en los años malos o difíciles con cargo a reservas, o de acumular exceso de beneficio no repartido en los ejercicios buenos. Con esta forma de actuar, lo que se consigue es una estabilidad en la cotización. Sistemas de ajuste como, por ejemplo, dividendos extraordinarios son los que mitigan la inflexibilidad de políticas de dividendos constantes. Los dividendos se fijan en función de los flujos de caja futuros, y contienen una información, de la que los directivos se hacen eco, para indicar cuales pueden ser los rendimientos en el largo plazo. Por ello, las políticas estables de distribución de dividendos son las más aconsejables. No en vano, este tipo de política es la más seguida por las empresas.
- Dividendo errático o arbitrario: No se sigue ningún patrón o política en el reparto anual de dividendos. Esta política es la, normalmente, practicada por las compañías que son más inestables.

## **5. TEORÍAS DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Para analizar convenientemente las distintas teorías de política de dividendos, se empezará con un estudio sobre las dos teorías antagónicas que sientan las bases de lo que vendría después. Serían, por un lado, la efectuada por Miller y Modigliani (Miller y Modigliani, 1961), según la cual, la política de dividendos de una empresa es irrelevante, en lo que a su efecto sobre el valor de las acciones se refiere, y por otro, la defendida por Gordon (Gordon, 1959) y Lintner (Lintner, 1956), que lo que defienden es la relevancia.

### **5.1. Miller y Modigliani**

Conforme expone Mascareñas (Mascareñas, 2011), Miller y Modigliani planteaban que la elección entre una política de dividendos u otra es irrelevante, de modo que se produce una equivalencia entre políticas de dividendos, siendo que, ninguna de ellas incrementa o reduce la riqueza del accionista frente a las

demás políticas. No obstante, para que se consumase este planteamiento los dos autores efectuaron su análisis en el contexto de un mercado de capital perfecto, en el que se cumplen una serie de requisitos:

- Los inversores son racionales.
- Los dividendos no envían información alguna al mercado.
- Los mercados se muestran eficientes.
- Los dividendos y las ganancias de capital están sometidos al mismo gravamen.
- No existen costes de transacción o de creación de empresa.
- La política de inversiones de la compañía se mantiene constante.

De este modo, si se ocasiona un cumplimiento de los puntos anteriores, un aumento en el dividendo por acción tiene como resultado una reducción equivalente en el precio del título. Así pues, la política de dividendos no tiene influencia alguna en la riqueza de los accionistas, resultando que el valor de la sociedad únicamente se verá alterado por las inversiones que se practiquen. Por ello, se puede concluir que, no es tanto la relevancia del dividendo distribuido a los accionistas como las inversiones que estos pueden practicar con los mismos, siendo que, tal y como defiende Mascareñas, son las propias inversiones las que proporcionarán riqueza al accionista, y no otras, en un mercado perfecto.

Así, son las inversiones, y no la financiación, las que van a marcar el valor de la compañía, dando como resultado que, un cambio en la política de dividendos producirá, únicamente, un cambio de dirección en el reparto de beneficios entre ganancias de capital y dividendos.

Si la compañía emite acciones nuevas, con el fin de pagar dividendos a los accionistas antiguos, se ocasiona una transmisión de riqueza de estos a los accionistas nuevos, que es exactamente igual al dividendo que reciben los accionistas antiguos. Consecuentemente, estos últimos se quedan en la misma situación, ya que, lo que reciben por los dividendos lo pierden por la caída de valor de los títulos. Los capitales de los accionistas nuevos y antiguos no sufrirán cambios, por lo que no se produce ganancia o pérdida por parte de nadie.

En el caso de que los accionistas no dispusieran de otra manera de recibir lo ocasionado por sus inversiones, la distribución de beneficios en forma de

dividendo entonces sí podría afectar al precio de la acción. No obstante, en el caso de ser el mercado eficiente, si un accionista presenta necesidad de liquidez, sólo tendrá que transmitir las acciones para obtenerla. Si la entidad paga dividendos, el propio accionista podrá actuar como inversor, comprando con lo percibido por dicho dividendo nuevas acciones (reduce o elimina el dividendo que recibe). Actuando de este modo, cada accionista crearía su propia política de dividendos, sin importar cuál fuera la llevada a cabo por la empresa, siendo que la política de la compañía resultaría irrelevante y no afectaría al valor de las acciones y, consecuentemente, al de la sociedad.

Esta teoría es la óptima, si se entiende que el mercado es eficiente. Lo que ocurre es que el mundo real no es así, existiendo costes de transacción, impuestos, etc. (Mascareñas, 2011).

## **5.2. Gordon y Lintner**

En esta ocasión, Gordon y Lintner sí defienden una relevancia de política de dividendos. De acuerdo a la teoría de Miller y Modigliani, la política de dividendos no afecta a la rentabilidad exigida por los accionistas ( $K_e$ ). Todo lo contrario que para los dos primeros, puesto que, según estos,  $K_e$  se ve incrementada a medida que se reduce el reparto de dividendos, porque, para los inversores, tales dividendos son más seguros que los supuestos retornos de ganancias de capital (Mascareñas, 2011). La ecuación derivada del modelo de Gordon es:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Las variables de la referida ecuación se definen del siguiente modo:

- $K_e$ : Rentabilidad exigida por los accionistas.
- $D_1$ : Valor esperado del dividendo.
- $P_0$ : Precio actual de la acción.
- $g$ : Tasa de crecimiento de los dividendos.

La misma ecuación se puede derivar en que el valor del dividendo esperado es igual a la tasa de reparto (1-b) por el beneficio esperado por acción, y la tasa de crecimiento igual al *return on equity* multiplicado por la tasa de retención de beneficios (Mascareñas, 2011):

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} = \frac{(1 - b) \times BPA_1}{K_e - (b \times ROE)}$$

A partir de aquí, se plantean tres hipótesis:

- $K_e = ROE$ : En este caso, el beneficio esperado por acción entre la rentabilidad exigida por los accionistas sería igual al precio teórico de la acción, con lo que no habría ninguna dependencia de la política de dividendos.
- $ROE > K_e$ : Entonces sería conveniente incrementar la tasa de retención y distribuir pocos dividendos, si lo que se busca es maximizar el valor de las acciones.
- $ROE < K_e$ : Aquí, contrariamente, lo más conveniente sería repartir el más alto dividendo posible.

Se puede resumir en que, si con el beneficio obtenido por la empresa, esta puede conseguir un rendimiento mayor que el que puedan conseguir los accionistas, es mejor no repartir dividendo, incrementando la riqueza de los mismos. En caso contrario, lo conveniente es distribuir el beneficio a los accionistas (Mascareñas, 2011).

Sin embargo, este modelo recibe críticas, tales como la complejidad que supone mantener constantes la tasa de retención o el ROE (esta última disminuye a medida que aumente la inversión) (Mascareñas, 2011).

## **6. OTRAS TEORÍAS**

Para intentar solventar las deficiencias de la teoría de Miller y Modigliani, se han planteado otras teorías que van más en línea con la realidad del mercado.

### **6.1. Teoría de los dividendos residuales**

Lo que esta teoría mantiene es que sólo se repartan dividendos en aquellos casos en los que todas las ocasiones de inversión hayan sido satisfechas. Explicado de otra manera, una vez que queden beneficios residuales, después de haber practicado la política de inversión de la sociedad. Habiendo un mercado en el que existan gastos de emisión de acciones, a la compañía le es más costoso el dinero que obtiene vía emisión de valores que el recaudado a través de beneficios retenidos. Por ello, como ya se ha anunciado, la distribución de dividendos sólo tendrá lugar si los beneficios no se emplean únicamente para fines de inversión, es decir, cuando hayan permanecido beneficios residuales tras la fijación de la política de inversión de la compañía. Esta teoría se articula a través de los siguientes puntos:

- Mantener constante la ratio de endeudamiento para futuros proyectos de inversión.
- Estimar un proyecto de inversión únicamente si el VAN es positivo.
- Efectuar la financiación del desembolso de los proyectos nuevos procedentes de fondos propios, en primer lugar, con financiación interna, y una vez agotada esta, emitiendo nuevas acciones.
- Si, finalmente, queda financiación interna tras la asignación de proyectos de inversión, se repartirá en forma de dividendo. De otra manera, no se practicará la distribución de dividendo.

De acuerdo a esta teoría, los dividendos no tienen una incidencia directa en el valor de la empresa (Mascareñas, 2011).

## **6.2. El efecto clientela**

Esta teoría supone que, dependiendo de la forma de maximización de la rentabilidad de inversión que busquen los inversores, estos seguirán una conducta racional u otra:

- Preferencia por ganancias de capital.
- Preferencia por dividendos.
- Indiferencia.

De este modo, los inversores que tengan preferencia por ganancias de capital, se dirigirán a aquellas compañías que les satisfagan en ese sentido, mientras que los que opten por dividendos, buscarán empresas con tal política.

Así, las empresas atraerán una clientela específica en función de la política de dividendos que empleen. En definitiva, el nombre de “efecto clientela” deriva de que cada entidad tendrá su particular tipo de inversor.

Es obvio que, si la sociedad opta por un cambio en la política de dividendos, sus accionistas se readaptarán de acuerdo a sus preferencias.

Un asunto al margen es el de la “clientela fiscal”, según el cual, los inversores aceptan pagar impuestos sobre acciones que distribuyen dividendos, siempre y cuando se produzca una nivelación, por el diferente tratamiento con respecto a las ganancias del capital (Bel Durán, 2017).

### **6.3. El valor informativo de los dividendos**

Todas las variaciones que se produzcan en la política de dividendos de una empresa ocasionan un flujo de información hacia el mercado. De esta manera, una mayor cantidad de dividendos puede ser interpretada como un indicador positivo, mientras que una menor cantidad de estos, un mal indicio. Y si, finalmente, se acaban por eliminar totalmente, podría ser entendido como que la situación es verdaderamente grave (Mascareñas, 2011).

Un mercado eficiente supone la circunstancia de que toda la información está en los precios. No obstante, la realidad no es exactamente esa, siendo que, ni los inversores, ni los propios accionistas tienen información suficiente acerca de los futuros flujos de caja o del posible riesgo. Los ejecutivos tendrán una mayor información que estos últimos, llamándose esta situación “información asimétrica”. Así, la eficiencia del mercado de valores dependerá de la información que los directivos viertan en el mercado y de la calidad de la misma. Aquí es donde entroncan perfectamente los dividendos, pues estos se constituyen como la herramienta perfecta para transmitir la información a los accionistas. Por eso, un mayor dividendo podrá ser interpretado como que los flujos de caja van a ser mayores que los conseguidos en años anteriores.

En el caso de anunciar un dividendo superior al del ejercicio anterior, que no es anticipado por el mercado, se ocasionaría un encarecimiento del precio de la acción, pero no por el dividendo en sí mismo, sino por las expectativas de un aumento de los flujos de la empresa. Si posteriormente, el dividendo fuese todavía superior al anunciado, el precio del título subiría aún más, al generarse unas expectativas de lucro que exceden las originalmente pensadas por el mercado. Si, de lo contrario, el dividendo es menor, ocurrirá lo opuesto.

Sin embargo, el valor de la empresa también puede aumentar cuando esta practica una reducción en los dividendos, pero, a la vez, aumenta las inversiones que son más rentables. El problema, en este caso, es la mayor dificultad para transmitir esa información al mercado. Dicha situación ocurre en sectores en crecimiento, donde los accionistas buscan mayores rentabilidades (en lugar de dividendos, suponen ganancias de capital) provocadas por la progresión de la entidad. En este caso, si ocurre que se incrementa el pago de dividendos, puede ser malinterpretado o causar una caída en el precio de las acciones, reflejo de menores expectativas (se estaría transmitiendo a los accionistas la idea de que el aumento de los dividendos responde a una escasez de inversiones productivas, dando lugar al consiguiente menor crecimiento de la compañía).

En función del sector, el pago de dividendos puede tener un significado u otro.

En definitiva, los dividendos se constituyen como un adecuado vehículo para informar a los inversores de los rendimientos futuros de la empresa (Bel Durán, 2017).

#### **6.4. Teoría de las expectativas**

Se basa en la concepción de que lo más relevante sucederá en el futuro, y no en el presente. Quiere decir que, cuando la compañía anuncia los dividendos que distribuirá, está haciendo que los inversores se creen expectativas sobre los referidos dividendos, las cuales se fundamentan en las estimaciones de beneficio futuro de la sociedad, opciones de inversión, etc. Todas esas expectativas tienen su reflejo en el precio de las acciones.

Entonces, si las expectativas en el incremento de dividendos se ven satisfechas, no se producirá alteración alguna en el precio de las acciones. Es decir, en este

caso, lo que ocurre, es que la información anticipada coincide con lo que el mercado suponía. Si, por el contrario, la información que se anuncia supone no coincidir con lo que se espera (variación hacia arriba o hacia abajo), entonces el precio del título se verá modificado al alza o a la baja. En definitiva, si el dividendo anunciado y el esperado no coincide, se producirá la prevista alteración de precio (Mascareñas, 2011).

### **6.5. Teoría “q” del dividendo**

Esta teoría se fundamenta en virtud de la “q” de Tobin, tomada como medida para estimar si la empresa está sobrevalorada o infravalorada. Por lo tanto, se trata de un método de valoración de empresas. Se define por la siguiente ecuación, siendo que las empresas que obtienen bajos niveles de esta ratio son las que no presentan oportunidades de inversión rentables (Pastor LLorca):

$$q = \frac{\text{Valor de mercado de la empresa}}{\text{Coste de reposición de los activos}}$$

El resultado que arroje la fórmula será un valor próximo a 1, de tal manera que, en función del mismo, la significación será distinta:

- “q”>1: La empresa está valorada por encima de su valor real material, con lo que las expectativas de crecimiento son altas, existiendo la necesidad de no repartir dividendos y reinvertir en la sociedad.
- “q”<1: Ocurre lo contrario que en el punto anterior, procediendo, en el presente caso, la distribución del dividendo, ya que la inversión en el futuro no es valorada.
- “q”=1: La política de dividendos es la óptima porque la sociedad está valorada exactamente en su valor real material, siendo que, la rentabilidad de los activos, y la que exige el mercado, es la misma (Bel Durán, 2017).

## **7. MODELOS EMPÍRICOS**

Se hace necesario analizar cómo actúan las empresas en realidad, estudiando el vínculo entre el precio de las acciones y los dividendos distribuidos.



## 7.1. Black y Scholes

Secunda la irrelevancia de la política de dividendos, estimando un mundo en el que existen costes de transacción e impuestos. De acuerdo con esto, cada inversor exigirá compensar la tributación que se realiza en el reparto de dividendos. Así, el referido inversor valorará el coste de optar por dividendos, con el pago de impuestos que esto conlleva.

De esta manera, los inversores formarán distintos grupos con preferencias diferentes, habiendo sectores que se inclinen por mayores dividendos y otros por menores. Esto, sin embargo, no implica que la empresa, satisfaciendo los requerimientos de unos u otros (pago o no de dividendos), pueda aumentar o disminuir el precio teórico de los activos al variar la política de dividendos.

Lo que esta teoría entrañó, fue estudiar las relaciones existentes entre la rentabilidad exigida por los accionistas ( $K_e$ ) y la rentabilidad del dividendo ( $r_t$ ). En el caso de que los inversores opten por dividendos, por encima de las ganancias de capital, la mayor rentabilidad de aquellos aumentará el precio de las acciones, ocasionando una menor  $K_e$ . De otra forma, si no existe preferencia por los citados dividendos, mientras mayores sean los mismos, más bajos serán los precios y más grande  $K_e$ .

Con el objeto de comprobar su teoría, Black y Scholes emplean el modelo CAMP, añadiendo la recta del mercado de títulos SML y la variable  $\lambda_i$ , indicativa de la variabilidad del rendimiento sobre el dividendo:

$$E_i = R_f + [E_m - R_f] \beta_i + (RC_i - RC_m) \lambda_i$$

De tal forma que:

- $E_i$ : Rentabilidad esperada del título.
- $R_f$ : Tipo de interés libre de riesgo.
- $E_m$ : Rentabilidad esperada del mercado.
- $\beta_i$ : Medida del riesgo.
- $RC_m$ : Rentabilidad promedio del mercado.

- RC: Rentabilidad sobre el dividendo del título.

Si al realizar el análisis de regresión:

- $\lambda_i=0$ : Se cumpliría la teoría de la irrelevancia de Miller y Modigliani, siendo que las compañías no pueden influir en el precio de las acciones al cambiar la política de dividendos.
- $\lambda_i>0$ : Los inversores exigirán una mayor rentabilidad de las acciones que distribuyan mayor dividendo.
- $\lambda_i<0$ : La teoría de irrelevancia de los dividendos no tendría aplicación y, consecuentemente, se cumpliría la teoría de Gordon y Lintner (Black y Scholes, 1974).

## **7.2. Litzenberger y Ramaswamy**

Su teoría gira en torno al diferente tratamiento fiscal que tienen los dividendos y las ganancias de capital. Los mismos autores supusieron que los inversores mostrarían un rechazo a los dividendos (como ya se explicó, los dividendos en efectivo serán objeto de retención del 19%, tributando en el mismo momento de su percepción, mientras que, en el caso de aumento de valor de títulos o acciones recibidas, no habrá tributación hasta el instante de su transmisión posterior, si con ello se genera plusvalía. Además, lo ocasionado por la venta de los valores no será objeto de retención alguna), lo que se materializaría en un aumento de los rendimientos esperados antes de impuestos y en una bajada del precio de los títulos. Esto se explica del modo que los inversores apreciaban menos un euro de dividendos que un euro de ganancia de capital, lo que ocasionaba que los títulos que ofrecían mayores dividendos se vendieran con descuento con respecto a los que pagaban más bajos.

Tomando como modelo el CAPM, demostraron que, por cada punto porcentual de aumento del rendimiento sobre el dividendo, los accionistas exigirían un incremento de 1,23% en la rentabilidad total del título. Así, las implicaciones eran que las sociedades podrían optar por aumentar el valor de los títulos, disminuyendo los dividendos distribuidos. Esta teoría, en definitiva, apuesta por la relevancia de la política de dividendos (Mascareñas, 2011).

## **7.3. Miller y Scholes**

Critica el modelo de Litzenberger y Ramaswamy y se fundamenta en la teoría de las expectativas. Según Miller y Scholes, la asimetría en la información es la que provoca las alteraciones del precio de los títulos. Por lo tanto, no tiene tanta relevancia la cuestión fiscal (aversión a los dividendos) en la variación de los precios de las acciones, como la información vertida al mercado. Consecuentemente, al no considerar relevante el efecto fiscal, en cierto modo, estima la irrelevancia de la política de dividendos, observando que lo realmente vinculante es el anuncio de la distribución de dividendos (Bel Durán, 2017).

#### **7.4. Higgings**

Expone que la política de dividendos tiene como fin encontrar un equilibrio entre los costes de mantenimiento de efectivo (debido a una aminoración en el reparto de dividendos) y los costes de emisión de títulos, que se ocasionan al aumentar los dividendos. Por lo tanto, el reparto de dividendos dependerá de la riqueza ocasionada por nuevas inversiones (la política de dividendos es considerada residual, y tendrá como objeto la disminución de los costes de mantenimiento de una demasía de valores y de los costes de ampliaciones de capital) (Higgins, 1972).

#### **7.5. Rozeff**

Este modelo se basa en la prioridad de los inversores por minimizar costes de transmisión y transacción de títulos que se vinculen a ampliaciones de capital. De este modo, la distribución de dividendos al accionista es el resultado de la contraposición de tres clases de costes:

- Costes fijos, que se traducen en el apalancamiento de la sociedad.
- Costes ocasionados por la emisión de acciones.
- Costes de agencia, que están presentes en la forma de distribución de dividendos (política de dividendos).

La reducción de los costes de agencia repercutirá positivamente en la política de dividendos. Los costes de emisión de títulos y los costes que originan apalancamiento dificultan la política de reparto de dividendos. Lógicamente, a mayor apalancamiento, mayor financiación exterior en el pasivo y menor reparto

de dividendos, por la necesidad de emplear los recursos en satisfacer la deuda contraída (Bel Durán, 2017).

## 7.6. Lintner

Lintner analizó la forma de distribuir beneficios de diferentes compañías, concretando que las 4 máximas que definen el ámbito de los dividendos son:

- Las empresas reparten dividendos en función de su madurez. Así, las más maduras distribuyen más dividendos, mientras que, las que están en una fase de crecimiento reparten menos.
- Las compañías se interesan más por los movimientos ocasionados en los dividendos, que por los valores absolutos de estos.
- Los incrementos a largo plazo de las ganancias son un reflejo de los cambios de los dividendos.
- Las empresas son reacias a efectuar cambios en las políticas de dividendos.

El modelo desarrollado por Lintner es el siguiente:

$$\frac{RDI_{t+1} - RDI_t}{n_{t+1}} (1 - trb) = \alpha \frac{RDI_{t+1}}{n_{t+1}} - \frac{RDI_t (1 - trb)}{n_t}$$

Donde resulta que:

- RDI: Resultado después de intereses.
- $n_t$ : Número de títulos.
- trb: Tasa de retención de beneficios
- $\alpha$ : Ratio objetivo de distribución de dividendos.

De acuerdo al modelo, los beneficios actuales de una compañía, así como el dividendo del año anterior (este, a su vez, depende de los beneficios y del dividendo del año precedente), influyen en los dividendos. Una sociedad debería alterar su dividendo, siempre que hiciese efectivo su ratio objetivo, cuando cambien sus beneficios. No obstante, Lintner probó que apenas hay variaciones

y que los accionistas tenían preferencia por un crecimiento de dividendos estable.

$$\frac{RDI_{t+1} - RDI_t}{n_{t+1}} (1 - trb) = \left[ \beta \alpha \frac{RDI_{t+1}}{n_{t+1}} - \frac{RDI_t(1 - trb)}{n_t} \right]$$

Donde,  $\beta$ : Tasa de ajuste de los dividendos.

Se demostraba que la empresa se aproximaría más lentamente a su objetivo y menor sería la tasa de ajuste, cuanto más conservadora fuera su política de dividendos (Bel Durán, 2011) (Lintner, 1963) (Lintner, 1956).

## **8. DIVIDENDOS EN LA PRÁCTICA**

Una vez abordada la teoría, el presente epígrafe pretende atender la necesidad de mostrar, a través de casos prácticos, la aplicación de alguna de las hipótesis expuestas en anteriores páginas. Consecuentemente, se procederá a analizar las políticas de reparto de dividendos, adoptadas por ciertas empresas y entidades de reconocida relevancia, en el panorama económico y bursátil nacional e internacional.

Así pues, para ilustrar la práctica seguida por compañías del sector bancario, el referido ejercicio comenzará con un análisis de la política llevada a cabo por el Banco Santander.

Al margen del ámbito de la banca, un segundo estudio se efectuará, centrandose en esta ocasión el examen sobre la empresa eléctrica Iberdrola.

Se seleccionan dos compañías de áreas distintas, con el objeto de poder contrastar las diferencias existentes entre ellas, si es que se presenta alguna.

### **8.1. Banco Santander**

Diversas son las cuestiones a observar en la forma en la que el Banco Santander distribuye dividendos. A continuación, se expone un cuadro en el que se detallan los datos más relevantes, en lo que a los dividendos de la entidad se refiere:

**Tabla 1: Dividendos Banco Santander**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Beneficio atribuido	8.181	5.351	2.295	4.370	5.816	5.966	6.204
Incremento beneficio	-	-34,59%	-57,11%	90,41%	33,09%	2,58%	3,99%
Dividendos pagados en efectivo	3.330	1.837	1.073	877	1.136	2.268	2.469
Dividendos en acciones	1.669	1.695	3.684	4.400	4.817	607	579
Dividendo efectivo/beneficio	41%	34%	47%	20%	20%	38%	40%
Porcentaje medio de aceptación de cobro en acciones	n/a	86%	82,68%	87,52%	85,21%	84,79%	89,11%
Rentabilidad	n/a	n/a	10,85%	10,40%	8,46%	4,40%	5,20%
Dividendo por acción bruto (cantidad en euros)	0,6	0,6002	0,604	0,602	0,6	0,2	0,21
Incremento del dividendo	-	0,033%	0,633%	-0,331%	-0,332%	-66,667%	5,000%

Fuente: Elaboración propia

Cantidades en miles de millones (excepto Dividendo por acción bruto)

Conforme a lo fijado en los estatutos del Banco, todos los ejercicios son objeto de la aprobación, por parte de la junta general de accionistas, de la política de retribución de los accionistas que se llevará a cabo. De acuerdo a la referida política, la entidad efectúa la citada retribución trimestralmente, siendo que, en todos los ejercicios analizados (2010-2016), el pago se materializó siempre en los meses de agosto, noviembre, febrero y mayo. Así, por ejemplo, la distribución de dividendos con cargo al ejercicio de 2016 se ejecuta en los meses de agosto y noviembre de 2016, y febrero y mayo de 2017.

Tradicionalmente, y en función del ejercicio, el Banco Santander realiza los pagos en efectivo o a través de una modalidad llamada “Programa Santander Dividendo Elección” (en adelante SDE), según la cual, el accionista puede elegir cómo recibir su retribución, en efectivo o en acciones. Es preciso anotar aquí que, en los años 2012, 2013 y 2014 el pago de dividendo se ejecutó a partir de la fórmula SDE, siendo que, en el año 2011 una de las retribuciones se materializó a cuenta (en efectivo), mientras que las otras tres en SDE. Los tres años restantes (2010, 2015 y 2016) el SDE únicamente se ofreció en uno o dos de los pagos (de los cuatro). Dicha aclaración se efectúa por un asunto que se abordará más adelante. Es aquí donde se hace conveniente tratar la cuestión de la forma en el pago de dividendo, ya que, como ya se ha indicado, el Banco Santander realiza el pago ejercicio tras ejercicio, en menor o mayor medida, en efectivo o en acciones (ofrece a los accionistas la opción de un *Scrip Dividend*, a través de su programa SDE). Como ya se explicó en epígrafes anteriores, el hecho de cobrar en forma de acciones supone una ventaja fiscal, retrasando el

pago del impuesto al momento de la transmisión (si se genera plusvalía), sin obligación de practicar retención. Por lo tanto, en ese sentido, el accionista se puede ver seducido por la idea de abonar al fisco lo más tarde posible (sin retención) y, consecuentemente, optar por el pago en forma de acciones. No en vano, como se puede observar en la tabla 1, cada vez que se ofreció el SDE a los accionistas, en torno al 80-90% de los mismos tomó como alternativa el pago en forma de acciones, en lugar de efectivo. Pero, ¿se puede entender que un porcentaje tan elevado responde únicamente a un trato fiscal ventajoso?. Puede ser que, efectivamente, una de las razones para que los accionistas prefieran la acumulación de acciones sea la explicada anteriormente, aunque no la única. Y es que, conforme a la “Teoría del valor informativo de los dividendos”, cuando se anuncia un dividendo superior al año anterior (no anticipado por el mercado), el precio de la acción se encarece, debido a las expectativas de crecimiento de la empresa (del año 2010 al 2014 el dividendo se mantuvo estable, con alguna leve bajada en 2013 y 2014. Cuando no, subió). Por otro lado, igualmente, el valor de la compañía puede aumentar cuando se efectúa un pago de dividendo cada vez menor pero se incrementan las inversiones rentables, cosa que ocurrió especialmente en el año 2015. Es perfectamente factible que el accionista prefiriese el pago en forma de títulos, pensando que, por las razones explicadas, el valor en el mercado de estos subiese, llegando a enriquecerse con su transmisión. En definitiva, el accionista podría obtener un mayor beneficio actuando de esa manera. Entroncando con la idea anterior, las sospechas se confirman cuando en el año 2015 el Banco Santander efectúa un giro en su política de dividendos, tomando como justificación el crecimiento económico (insinúa nuevas inversiones), de manera que la rentabilidad y el pago, en sí mismo, se ven notablemente reducidos (la rentabilidad pasa del 8,46% en 2014 al 4,40% en 2015 y el pago cae un -66% en 2015) y, a pesar de ello, el porcentaje de los accionistas que prefieren el pago en acciones se mantiene alrededor del 85% (nuevas oportunidades de inversión y crecimiento):

*“Junto con la ampliación de capital realizada a comienzos de 2015 ya mencionada, Banco Santander decidió reformular su política de dividendo. Así, ante la mejora de escenario de crecimiento económico y el cambio en la normativa fiscal en España, la intención del consejo de administración es que la*

*retribución con cargo al resultado de 2015 sea de 0.20 euros por acción, que se abonaría, como siempre, en cuatro pagos, de los que tres se reciben en efectivo y el otro, en acciones o efectivo, a elección del accionista. A los precios de cierre de ejercicio, este dividendo representa una rentabilidad del 4.4%.”* (Banco Santander, 2015).

Además de lo anterior, otro indicador que puede ser interpretado de forma positiva para el cobro en acciones es que, pese a la crisis que aún azota el panorama económico y financiero, la entidad obtiene cuantiosos beneficios, llegando a conseguir tasas de crecimiento positivas en los años 2013, 2014, 2015 y 2016.

En líneas precedentes se subrayó que, en los años 2012, 2013 y 2014 se ofreció a los accionistas, en los cuatro pagos trimestrales, la opción del programa SDE, coincidiendo que en los referidos periodos fue cuando menor dividendo en efectivo se satisfizo. No es ninguna casualidad, y es que los datos reflejan la clara preferencia por el accionista del Banco Santander a cobrar en forma de títulos. Es conveniente indicar aquí que, aunque la teoría supone que el pago de dividendo en forma de acciones no implica aumento del valor de la compañía alguno, el Banco efectúa ampliaciones de capital todos los años que ofrece el SDE, motivado por el citado pago en forma de valores. Sirva como ejemplo el aumento efectuado en el año 2014:

*“Con fechas 30 de enero de 2014, 29 de abril de 2014, 30 de julio de 2014 y 5 de noviembre de 2014 se realizaron los correspondientes aumentos de capital liberado, a través de los cuales se instrumenta el programa Santander Dividendo Elección, mediante la emisión de 227.646.659, 217.013.477, 210.010.506 y 225.386.463 acciones (2,01%, 1,88%, 1,78% y 1,82% del capital social, respectivamente), correspondiente a un aumento de capital liberado de 113,8, 108,5, 105 y 112,7 millones de euros, respectivamente.”* (Banco Santander, 2014).

Se entiende que la política de dividendos llevada a cabo por el Banco Santander reúne algunas de las características de varias de las teorías expuestas en páginas anteriores. En este sentido, la entidad adopta un dividendo como residuo, ya que se acometen inversiones (especialmente en 2015) con las que



se busca maximizar la riqueza de los accionistas con VAN positivos, entregando la demasía, en forma de dividendo, a los últimos. La conclusión que se extrae aquí es que el Banco vela constantemente por maximizar el valor de la acción y, consecuentemente, de la entidad, priorizando la inversión del resultado en negocios lucrativos, antes que retribuir a los accionistas, a los cuales se abonará, como ya se ha indicado, con el exceso resultante. Tal cuestión puede no ser bien recibida por los propios accionistas, pero la entidad aborda el asunto ofreciendo la posibilidad de cobrar el dividendo en forma de títulos, los mismos que subirán de valor con las inversiones impulsadas, mitigando así el factible descontento de los accionistas, causado por la escasez en la distribución de beneficios.

Así mismo, y de acuerdo a lo previsto en los informes financieros anuales consolidados de la entidad, el Banco pretende ceñirse, de algún modo, a la tasa de crecimiento de los resultados, coincidiendo, en este sentido, con la teoría de dividendo anual constante ajustado, la cual, expone que los dividendos se fijan en función de los flujos de caja futuros. De este modo, en el informe financiero del año 2014, se anunció que la evolución del dividendo iría en consonancia con la progresión del resultado, pasando de una remuneración en efectivo, en ese mismo año, del 20% sobre el beneficio, a un 30%-40%, en los años 2015 y 2016 (bien es cierto, que el crecimiento de los beneficios no cumplió posteriormente las expectativas, siendo del 2.58% y 3.99% en los años 2015 y 2016, respectivamente), cosa que, como se puede observar en la tabla de datos, expuesta a continuación, se efectuó:

**Tabla 2: Dividendo efectivo/beneficio Banco Santander**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Beneficio atribuido	8.181	5.351	2.295	4.370	5.816	5.966	6.204
Dividendos pagados en efectivo	3.330	1.837	1.073	877	1.136	2.268	2.469
Dividendo efectivo/beneficio	41%	34%	47%	20%	20%	38%	40%

Fuente: Elaboración propia

Cantidades en miles de millones

*“En los próximos ejercicios, la evolución del dividendo será acorde al crecimiento de los resultados, con el objetivo de que la remuneración en efectivo (cash pay-*

*out) represente entre el 30% y el 40% del beneficio recurrente, en lugar del 20% actual". (Banco Santander, 2014 y 2015).*

Siguiendo por la línea marcada por Miller y Modigliani, se percibe como el Banco Santander ha captado la esencia de la teoría de los dos autores, asumiendo que la riqueza del accionista pasa por el valor de las acciones, y no por el dividendo en sí mismo. Así, como ya se ha explicado, la entidad decide acometer inversiones (pretende aumentar el valor de la acción) en lugar de distribuir dividendos y, en varias ocasiones, satisfacer el pago de los mismos en forma de valores, permitiendo al accionista decidir cuándo y cómo obtener liquidez mediante la transmisión de los citados títulos.

El valor informativo del dividendo en el reparto del mismo, efectuado por el Banco Santander, ha sido ya tratado. Tal cuestión está íntimamente relacionada con la teoría de las expectativas, puesto que, con la forma de actuar de la entidad (inversiones y forma de repartir el dividendo), se están generando una serie de expectativas, valga la redundancia, en los accionistas, los cuales pueden entender que el resultado a futuro sea un incremento en el valor de la acción, aumentando su propia riqueza.

Ya se ha abordado con anterioridad la cuestión de la preferencia de los accionistas al pago en acciones, antes que en efectivo (en todas las ocasiones cerca del 85% de los inversores optaron por valores, antes que efectivo). Se discutía la posibilidad, entre otras, de que tal proceder estuviese motivado por un tratamiento fiscal ventajoso, en lo que a la recepción de dividendos en forma de títulos se refiere (no se tributa hasta el momento de su posterior transmisión, sin retención). Es aquí, donde la teoría de Litzenberger y Ramaswamy toma su mayor fuerza, ya que, como los mismos exponen, los inversores aprecian menos un euro de dividendos que un euro de ganancia de capital, argumentando que los accionistas muestran rechazo a los dividendos por su diferente régimen fiscal.

Para concluir, hay que decir que el Banco Santander vulnera, al menos, una de las cuatro máximas del modelo de Lintner. Y es que, según dicho autor, las compañías son reacias a cambiar sus políticas de dividendos, cosa que esta entidad ha desmitificado, reajustando su política cuando entendía que la situación así lo requería (menor dividendo en 2015, ocasionado por destinar más

beneficio a nuevas y lucrativas inversiones, o paso de la remuneración en efectivo del 20% del beneficio al 30-40% en 2014).

Como se puede ver, la política de dividendos del Banco Santander no es un compartimento estanco que responda únicamente a una sola teoría, sino que aúna características de varias de ellas.

## **8.2. Iberdrola**

Iberdrola se posiciona como una de las principales empresas eléctricas a nivel mundial, llegando a alcanzar una relevante importancia en el panorama internacional en parcelas, tales como, la eólica, área en la que es líder. La compañía se constituyó en 1992, y en la actualidad cuenta con cerca de 20.000 empleados y un activo total de 106.706 millones de euros. El beneficio neto obtenido en 2016 fue de 2.705 millones de euros.

Iberdrola retribuye dos veces al año a sus accionistas, en diciembre o enero y en julio. Del mismo modo que sucedía con el Banco Santander, Iberdrola ofrece la posibilidad a sus accionistas de cobrar el dividendo en acciones, a través de lo que se ha denominado “Iberdrola Dividendo Flexible”. Dicho programa fue introducido en el año 2010 por el consejo de administración de la empresa, en su responsabilidad de formular la política de remuneración a los accionistas, así como proponer las diversas formas de retribución a los mismos. Con carácter previo a detallar en qué consiste la forma de remuneración de Iberdrola, a través de dividendos, se hace necesario plasmar cuales son los principios en los que se basa la sociedad, en lo que a política de dividendos se refiere:

- Finalidad: La política de remuneración a los accionistas pretende establecer un vínculo entre el beneficio de la compañía y el pago a los primeros.
- Creación de valor sostenible y mejora de la sostenibilidad: Un objetivo primordial es entregar valor a los ciudadanos, clientes, sociedad y accionistas, retribuyendo equitativamente a todos aquellos que contribuyen al éxito empresarial. Así mismo, se intentan acometer todas aquellas inversiones que maximicen el retorno y creación de valor para el accionista.

- Adecuación a la normativa vigente: La toma de decisiones de la junta general de accionistas y del consejo de administración deberá respetar la normativa vigente, además de lo dispuesto conforme a las buenas costumbres de gobierno corporativo.
- Actuación del consejo de administración: Este órgano propondrá a la junta general de accionistas lo que estime conveniente sobre la distribución de dividendos y cantidades a cuenta de los mismos. Dicha proposición incluirá la posibilidad de incorporar sistemas de *scrip dividend*, recompra de acciones, etc.
- Niveles de remuneración del accionista: La remuneración del accionista deberá ser sostenible, adecuándose a lo efectuado por entidades de características similares. Así, la mencionada retribución estará entre el 65% y 75% del beneficio neto atribuido (Iberdrola, 2016).

Una vez expuestos los principios que gobiernan la política de dividendos de Iberdrola, procede pasar a tratar el anteriormente citado “Iberdrola Dividendo Flexible”. Con este programa, la entidad ofrece la oportunidad a sus accionistas de recibir el dividendo en efectivo o acciones gratuitas. Las posibilidades son tres:

- La primera opción consiste en recibir gratuitamente nuevas acciones de Iberdrola. Esta alternativa se aplica por defecto, si no se notifica otra elección a las entidades depositarias de los títulos dentro de los plazos correspondientes (conviene consultar el calendario con la entidad). Los accionistas recibirán las acciones sin comisiones ni gastos (los asumirá Iberdrola), en cuanto a la asignación de los nuevos valores. No obstante, hay que tener en cuenta que las entidades depositarias podrán cargar las comisiones y gastos que estimen oportunos, en concepto de administración y mantenimiento de títulos. Igualmente, las referidas entidades tendrán la libertad de fijar otras comisiones y gastos por órdenes de compra y venta de derechos de asignación gratuita. La forma exacta de actuar con esta modalidad es otorgando a los accionistas un derecho de asignación gratuita por acción poseída. A cada derecho se le asignará un importe, calculado en base a la cotización de la acción en unos días determinados y a las fórmulas adoptadas por la junta general

de accionistas, y, en función del mismo y de lo establecido por la referida junta, se establecerá qué número de derechos de asignación es necesario para adquirir una acción. Por ejemplo, el pago efectuado en enero de 2017 consistió en un derecho de suscripción gratuita por título, acordándose, en base a los métodos explicados, que el número de derechos para adquirir un valor sería de 45. Son sobre esos derechos sobre los que se debe notificar la conversión o no en acciones (se pueden efectuar otras operaciones con los mismos, como se explica en los siguientes puntos) a la entidad depositaria de los títulos, siendo que, como ya se ha adelantado, si no se manifiesta nada (silencio) se entenderá que se opta por la recepción de nuevos valores. Esta es la alternativa sin carga fiscal, ya que, únicamente se tributará en el momento que se produzca la factible ganancia patrimonial al transmitir las acciones, sin dar lugar a retención.

- Con una segunda posibilidad, Iberdrola se compromete a comprar el derecho de asignación a un precio fijo garantizado (por ejemplo, en julio de 2017 fue de 0,145 euros). El accionista, consecuentemente, recibe efectivo al vender sus derechos a la compañía. Igualmente, los límites temporales para notificar a la entidad depositaria son de gran importancia. Aquí se produce una transmisión, que no será gravada como ganancia patrimonial, sino como rendimiento del capital mobiliario (se entiende que el beneficio obtenido tiene la consideración de dividendo, tal y como se explicó), dando lugar a retención fiscal.
- Hay una tercera opción en la que el accionista recibe la remuneración en efectivo, vendiendo sus derechos en el mercado. De acuerdo a lo detallado, los accionistas deben comunicárselo a su entidad depositaria antes del plazo previsto (de nuevo, habrá que consultar con la misma el calendario establecido de la operación). El precio de venta del derecho no será el mercado por Iberdrola, sino que oscilará en función de su cotización en el mercado. De igual manera que en el punto anterior, y por las mismas razones, se tributará en el momento de la operación, de acuerdo al resultado obtenido, pero en este caso sí, como ganancia patrimonial (sometida a retención, siempre que haya plusvalía) y no como rendimiento del capital mobiliario, conforme a la nueva redacción del artículo 37.1 a) de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto

sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, que entró en vigor el 1 de enero de 2017.

En definitiva, esta forma de pago permite al accionista recibir la remuneración en el modo que mejor se adapte a sus necesidades.

En el siguiente cuadro se detallan los datos más significativos a tratar en el reparto de dividendos realizado por Iberdrola:

**Tabla 3: Dividendos Iberdrola**

	2012	2013	2014	2015	2016
Beneficio Neto atribuido	2.840.685.000	2.571.804.000	2.326.516.000	2.421.578.000	2.704.983.000
Incremento beneficio	-	-9,47%	-9,54%	4,09%	11,70%
Dividendos	1.874.638.173	1.753.227.792	1.722.649.623	1.848.311.629	1.992.546.297
Dividendo efectivo	185.607.740	194.803.088	190.699.220	197.328.644	192.827.061
Dividendo por acción bruto	0,303	0,27	0,271	0,281	0,31
Dividendos en acciones	0,273	0,24	0,241	0,251	0,28
Dividendos en efectivo	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Dividendo/beneficio	65,99%	68,17%	74,04%	76,33%	73,66%
Dividendo efectivo/beneficio	6,53%	7,57%	8,20%	8,15%	7,13%
Incremento del dividendo	-	-10,89%	0,37%	3,69%	10,32%

Fuente: Elaboración propia

El último “Iberdrola Dividendo Flexible” fue propuesto por el consejo de administración de la empresa a la junta general de accionistas en la formulación de las últimas cuentas anuales, con cargo a resultados del ejercicio 2016. Es importante especificar que, para poder llevar a cabo el citado programa convenientemente, se hace necesario un aumento de capital liberado, debiendo ser aprobado por la junta general de accionistas. De este modo, de conformidad al informe financiero anual de Iberdrola (2016), los términos en los que se emitirán nuevas acciones son los siguientes:

*“El día 3 de enero de 2017 quedaron determinados los extremos que se resumen a continuación en relación con la ejecución del segundo aumento de capital liberado (Iberdrola dividendo flexible) aprobado por la Junta General de*

*Accionistas de IBERDROLA celebrada el 8 de abril de 2016, bajo los apartados B y 1 a 11 (ambos inclusive) del punto número seis de su orden del día:*

*- El número máximo de acciones nuevas a emitir en virtud del aumento de capital es de 141.379.533.*

*- El número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva es de 45.*

*- El importe nominal máximo del aumento de capital asciende a 106.034.650 euros.*

*- El precio de adquisición de cada derecho de asignación gratuita en virtud del compromiso de compra asumido por IBERDROLA es de 0,135 euros” (Iberdrola, 2016).*

Como se puede observar, se establece un límite máximo en el aumento de capital, y se fija como equivalente de una acción 45 derechos de asignación gratuita, además de cuál será el precio que asumirá Iberdrola en la compra de los referidos derechos, en el caso de que el accionista así lo decida. Finalmente (último “Iberdrola Dividendo Flexible” propuesto), los poseedores de 1.956 millones de derechos optan por el compromiso de compra de Iberdrola, vendiendo los derechos de suscripción gratuita a la misma, lo que supone que la compañía incurrirá en un gasto de 264.071 millones de euros. Esta cifra representa un porcentaje muy pequeño sobre la totalidad de los dividendos distribuidos bajo el programa “Iberdrola Dividendo Flexible” (14,67%). Como indicación, cabe destacar que la eléctrica asume todos los gastos relacionados con el aumento de capital, tales como suscripción, emisión o puesta en circulación, suponiendo que tal aumento será libre de comisiones y gastos.

En lo que al número final de valores que se emitirá se refiere, este asciende a 97.911 millones de nuevas acciones ordinarias de 0,75 euros de valor nominal. Esto supone un aumento de capital de 73,4 millones de euros o 1,539% sobre la cantidad previa a la operación aquí ejecutada. Ello implica que, del total de los dividendos ofrecidos en forma de acciones (Iberdrola Dividendo Flexible), el 33,05% sea objeto de emisión de nuevos títulos (594.890 millones de euros). Quiere decir que, en esta ocasión, los accionistas han preferido la opción de

recibir nuevas acciones, en lugar de vender a Iberdrola o a otros agentes del sistema financiero los derechos que dan acceso a las mismas.

Consecuencia de lo anterior es que, el resto del beneficio, repartido con cargo al ejercicio del año 2016 (52,27%) a través del programa referido en los anteriores párrafos, es vendido por los accionistas en el mercado, en forma de derechos de asignación (los derechos se negocian en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). Como se puede observar, esta es la modalidad preferida por los accionistas. Y eso, a pesar de que el beneficio en los ejercicios 2015 y 2016 (4,09% y 11,70%, respectivamente) ha seguido una tendencia creciente (se podría haber percibido por los accionistas como algo positivo para el incremento del valor de su acción, habiendo preferido, en tal caso, la recepción de acciones en lugar de efectivo).

Consecuentemente, el modo de proceder de los accionistas de Iberdrola no es el mismo que el de los del Banco Santander, ya que, en la entidad financiera se prefiere, en su gran mayoría, el pago en forma de acciones (en torno al 85%), mientras que, en Iberdrola, “únicamente” un 33% de los dividendos ofrecidos en forma de valores se materializa en la opción de percibir los títulos. La explicación de esto se puede encontrar en que los accionistas entiendan que los derechos de asignación se están negociando a un alto precio en el mercado, con lo que perciban la oportunidad de obtener un suculento beneficio, independientemente del efecto fiscal (tributar inmediatamente con la venta de los derechos y su correspondiente retención).

No obstante, la empresa eléctrica permite la posibilidad de recibir parte en efectivo y parte en acciones gratuitas, dotando al accionista de una flexibilidad que le da la posibilidad de adaptar el pago a sus necesidades. De esta manera, el accionista puede satisfacer sus exigencias de liquidez más inmediatas y compensar, de alguna manera, el efecto fiscal de la venta inmediata de los derechos. En este último caso, será importante que el accionista comunique a su entidad financiera, en plazo, su intención de vender sólo una parte de sus derechos de asignación gratuita.

La cuestión del tratamiento fiscal merece una mención aparte, puesto que Iberdrola formuló consulta vinculante a la Dirección General de Tributos, acerca



del efecto fiscal para los titulares de los derechos de asignación. La citada cuestión fue planteada en el año 2010, con motivo del lanzamiento por parte de la compañía del programa “Iberdrola Dividendo Flexible”, a lo que la Dirección General de Tributos contestó el 28 de abril de 2010 y, por aclaración, el 4 de octubre de 2010. Ya se ha explicado la condición de rendimientos del capital mobiliario de los dividendos, tal y como establece el artículo 25.1 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. Debido a ello, y para no incurrir en la redundancia, en lo que a la naturaleza de los dividendos se refiere, únicamente se hará mención a la contestación dada por la Dirección General de Tributos (sin volver a plasmar la norma que determina su condición de rendimiento del capital mobiliario), además de a los asuntos de relevante importancia tratados en la consulta. Los mismos son la exención de los dividendos (derechos de asignación) y los derechos de asignación gratuita, como rendimientos del capital mobiliario.

- Derechos de asignación gratuita, como rendimientos del capital mobiliario: La dirección General de Tributos no puede contestar en otro sentido que en el que marca el artículo 25.1 de la Ley 35/2006 del IRPF, a la que el referido órgano hace mención en su contestación, argumentado la condición de rendimientos de capital mobiliario sometidos a retención de lo obtenido en la transmisión de los derechos a Iberdrola, lo cual lo entiende como una forma de dividendo, al considerar que existe una participación en los fondos propios de la entidad:

*“Por último, en relación con la compensación que se satisfaga a los accionistas titulares de los derechos de asignación gratuita por los derechos no ejercitados ni transmitidos en el mercado, cabe afirmar que dicha compensación tiene por objeto garantizar a aquéllos la percepción de una determinada remuneración (el precio fijo señalado en la consulta) con independencia de la valoración en el mercado de los derechos de asignación y de que los derechos adquiridos finalmente se ejerciten o no, por lo que no procede aplicar el tratamiento propio de la transmisión de*

*los derechos de suscripción, sino el correspondiente a los rendimientos obtenidos por la participación en los fondos propios de cualquier tipo de entidad conforme a lo dispuesto en el artículo 25.1.a) de la LIRPF.*

*Respecto a los titulares de los derechos de asignación gratuita adquiridos en el mercado, que no acudan a la ampliación de capital suscribiendo las acciones totalmente liberadas que les correspondan sino que perciban la citada compensación, resultará asimismo de aplicación lo dispuesto en el artículo 25.1.a) de la LIRPF.*

*Esta calificación comporta el sometimiento a retención de las cantidades satisfechas a los titulares de los derechos de asignación de acuerdo con lo previsto en los artículos 90 a 94 del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo” (Secretaría de Estado de Hacienda. Dirección General de Tributos, 2010).*

Sin embargo, como ya se ha tratado en páginas anteriores, en lo que a la venta de derechos de asignación gratuita en el mercado (no a la propia entidad) se refiere, si esta se hubiera dado con fecha posterior al 1 de enero de 2017, la condición no sería de rendimientos del capital mobiliario, sino de ganancia patrimonial (si hay plusvalía) objeto de retención, de acuerdo con el artículo 37.1 a) de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio: “...El importe obtenido por la transmisión de derechos de suscripción procedentes de estos valores tendrá la consideración de ganancia patrimonial para el transmitente en el período impositivo en que se produzca la citada transmisión...” (esta redacción del referido precepto entró en vigor el 1 de enero de 2017).

- Exención: En un segundo lugar está el asunto de la exención de las cantidades recibidas por la transmisión de derechos de asignación

gratuita, con un límite de 1.500 euros anuales. La Dirección General de Tributos lo expone del siguiente modo:

*“Por otra parte, aun cuando podría plantearse la aplicación a las citadas cantidades la exención prevista en el artículo 7.y) de la LIRPF que declara exentos “los dividendos y participaciones en beneficios a que se refieren los párrafos a) y b) del apartado 1 del artículo 25 de esta Ley, con el límite de 1.500 euros anuales”, su aplicación debe descartarse de acuerdo con lo señalado en el segundo párrafo del citado artículo 7y), dado que, según se desprende de la información suministrada por el consultante, los derechos de asignación habrían sido adquiridos dentro de los dos meses anteriores a la fecha en que se satisfaga la citada compensación, momento en el que cabe entender transmitidos los derechos de asignación.”*

*Según se infiere de los párrafos transcritos, la inaplicación de la exención prevista en el artículo 7.y) de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (BOE del 29 de noviembre), -en lo sucesivo LIRPF- se refiere a la compensación que se satisfaga por los derechos de asignación gratuita adquiridos en el mercado, con independencia de que sus titulares tengan o no la condición de socio, dado que en este caso “los derechos de asignación habrían sido adquiridos dentro de los dos meses anteriores a la fecha en que se satisfaga la citada compensación, momento en el que cabe entender transmitidos los derechos de asignación.”*

*Por lo que respecta a la compensación que se satisfaga por los derechos que no hayan sido adquiridos en el mercado, es decir, los que correspondan a los socios por tal condición, podrá aplicarse la exención prevista en el artículo 7 y) de la LIRPF en los términos previstos en dicho precepto” (Secretaría de Estado de Hacienda. Dirección General de Tributos, 2010).*

La cuestión es que, a día de hoy, la argumentación dada por la Dirección General de Tributos carece de validez, ya que, el Pleno del Congreso de los Diputados aprobó el 20 de noviembre de 2014 la reforma fiscal, con la que, a partir del 1 de enero de 2015, la exención de los primeros 1.500 euros por el cobro de dividendos desaparecería, provocando, consecuentemente, la derogación del antiguo artículo 7 y) de la Ley 35/2006 del IRPF.

Contrariamente a lo que acontecía con el Banco Santander, que adoptaba el dividendo como residuo, Iberdrola parece alejarse de tal política, sin priorizar inversiones maximizadoras de valor (aparenta decantarse por anteponer el dividendo a otras inversiones), puesto que, la sociedad eléctrica tiene como objetivo una distribución del beneficio de entre el 65% y el 75%:

*“La evolución prevista a lo largo del periodo permitirá a la compañía mejorar la remuneración al accionista de forma sostenible y creciente en línea con los resultados, y con un pay-out en el entorno del 65-75%...”* (Iberdrola, 2016).

*“...un pay-out en línea con las compañías de un perfil similar entre el 65% y el 75%.”* (Iberdrola, 2013)

Por lo tanto, se puede comprobar que la referida forma de actuar se viene practicando desde tiempo atrás, ya que, las referencias aludidas son hechas a informes de distintos ejercicios (2013 y 2016), resultando que, independientemente del resultado obtenido, la distribución del mismo será de entre el 65% y 75%. Tal situación se puede apreciar en la siguiente tabla, en la que el reparto siempre se ha mantenido fiel a los citados márgenes:

**Tabla 4: Dividendo/beneficio Iberdrola**

	2012	2013	2014	2015	2016
Beneficio Neto atribuido	2.840.685.000	2.571.804.000	2.326.516.000	2.421.578.000	2.704.983.000
Dividendos	1.874.638.173	1.753.227.792	1.722.649.623	1.848.311.629	1.992.546.297
Dividendo/beneficio	65,99%	68,17%	74,04%	76,33%	73,66%

Fuente: Elaboración propia

Aquí se puede encontrar otra justificación a una menor preferencia del accionista de Iberdrola, que del accionista del Banco Santander, al pago en forma de acciones. El asunto es que el reparto de un porcentaje tan alto de beneficio puede ser percibido por los accionistas como algo no tan positivo, ya que la compañía podría estar perdiendo la oportunidad de agregar valor por no utilizar ese resultado en inversiones provechosas. Ese sería motivo suficiente para que el accionista, al pensar que el valor de su título no crecerá, opte por un dividendo en efectivo o la venta de los derechos de asignación.

En base al razonamiento expuesto anteriormente, y conforme a Miller y Modigliani, según los que la riqueza del accionista es independiente de la política de dividendos adoptada, se puede concluir que dicha riqueza se ve minimizada por no incurrir en inversiones creadoras de valor.

Por otro lado, siguiendo en la misma línea, y contrario a lo que mantienen los dos anteriores autores, conforme a la teoría de Gordon y Lintner, el alto reparto de dividendo no supondría otra cosa que la disminución de  $K_e$ , ya que, para estos, un aumento de la tasa de distribución de beneficios produce el mencionado efecto.

Al igual que ocurría con el Banco Santander, de acuerdo a la teoría de las expectativas, los accionistas pueden haber actuado en función de lo que esperen pueda ocurrir en un futuro. Pero en esta ocasión en sentido opuesto, debido a que, como ya se ha explicado anteriormente, ahora el pensamiento podría fundamentarse en una posible pérdida de valor por una distribución de dividendo tan alta (entre el 65% y 75 % del beneficio), pese a que, según la “Teoría del valor informativo de los dividendos”, cuando se anuncia un dividendo superior al año anterior (no anticipado por el mercado) el precio de la acción se encarece, debido a las expectativas de crecimiento y aumento de flujos de la empresa (la tabla 3 muestra como en los años 2014, 2015 y 2016 se experimentó un incremento en el pago de dividendo del 0,37%, 3,69% y 10,32%, respectivamente).

La teoría de Litzenberger y Ramaswamy queda, en el caso de Iberdrola, algo diluida, debido a que no se puede llegar a intuir, con la misma claridad que quizá se podía con el Banco Santander, que los accionistas se vean movidos en sus

decisiones por motivos de índole fiscal. Los accionistas parecen tener aquí en cuenta otras muchas variables (derechos de asignación negociados a un alto precio en el mercado o alto pago del dividendo), que no sólo los impuestos, que les inciten a no actuar como Litzenberger y Ramaswamy indican.

Para concluir con el análisis del reparto de dividendo de Iberdrola, hay que decir que, de nuevo, contrariamente a lo que ocurría con el Banco Santander, la empresa eléctrica cumple con el requisito de Lintner, sobre que las empresas son reacias a efectuar cambios en las políticas de dividendos. Esto es así porque, tal y como se anotó en líneas anteriores, Iberdrola mantiene la misma política de dividendos todos los ejercicios analizados, en lo que a porcentaje sobre resultado se refiere, distribuyendo siempre entre el 65% y 75% del beneficio total. La consecuencia de tal forma de actuar es que la tasa de crecimiento que experimenta el dividendo año tras año sea muy similar a la que sufre el beneficio neto, salvo en el ejercicio 2014, en el que, a pesar de disminuir el beneficio con respecto al ejercicio anterior (-9,54%), el dividendo aumenta (0,37%), aunque, eso sí, dentro del margen 65-75%:

**Tabla 5: Incremento beneficio y dividendo Iberdrola**

	2012	2013	2014	2015	2016
Beneficio Neto atribuido	2.840.685.000	2.571.804.000	2.326.516.000	2.421.578.000	2.704.983.000
Incremento beneficio	-	-9,47%	-9,54%	4,09%	11,70%
Dividendos	1.874.638.173	1.753.227.792	1.722.649.623	1.848.311.629	1.992.546.297
Incremento del dividendo	-	-10,89%	0,37%	3,69%	10,32%
Dividendo/beneficio	65,99%	68,17%	74,04%	76,33%	73,66%

Elaboración propia

## 9. CONCLUSIONES

Después del trabajo efectuado, dividido en una parte teórica y otra práctica, habiéndose ilustrado en la última lo plasmado en la primera, se puede concluir la relevante importancia de la adopción de una política de dividendos u otra.

Y es que, efectivamente, el reparto de dividendos lleva intrínseca una información que puede determinar la forma de actuar del inversor a la hora de optar por una empresa u otra. No obstante, el efecto o interpretación del reparto

de beneficios, llevado a cabo por una compañía, se presenta difuso y, en ningún caso, definitivamente definitorio de lo que podrá o no ocurrir con el valor de una acción.

Así, como se ha estudiado a lo largo del documento, hay autores con teorías y opiniones dispares. Los mismos inversores y accionistas emplean, en ocasiones, distintos razonamientos en los que basar su decisión de inversión.

A pesar de todo, lo que sí está fuera de toda duda es que, independientemente de la última resolución de una entidad, habrá unas consecuencias en el mercado que condicionarán, en un sentido u otro, la actuación de sus agentes.

El número de variables a tener en cuenta por el inversor, a la hora de decidir si invertir o no en una empresa, es alto. La manera en la que se distribuye el beneficio es una de tales variables. Y dentro de la propia modalidad de reparto hay otros muchos factores, como el aspecto fiscal, recepción en forma de efectivo o a modo de acciones, empleo del beneficio en inversiones, etc. Los distintos accionistas, como ya se ha anotado, tendrán desiguales preferencias, optando algunos por un alto dividendo y otros por uno menor, con el objeto de dedicar, en este último caso, una mayor parte del resultado a la práctica de inversiones creadoras de valor. O, de igual modo, otros antepondrán la recepción de acciones (antes que efectivo) como forma de pago de dividendos (*scrip dividend*) por las expectativas de aumento de valor futuro o por el efecto fiscal.

Sea como fuere, la compañía debe saber interpretar convenientemente todas estas líneas, y utilizar aquella política que mejor satisfaga sus fines, atrayendo, mediante el “efecto clientela”, a los clientes, valga la redundancia, que más se ajusten a su perfil. Consecuencia de ello, el inversor tendrá una amplia oferta donde elegir, cubriendo sus necesidades mediante la compra de acciones de entidades cuya política de dividendos y, en general, administración más convenga a sus intereses.

## **10. BIBLIOGRAFÍA**

Banco Santander. Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015, junto con el Informe de Auditoría [en línea]. Banco Santander. [fecha de consulta:

mayo 2017]. Disponible en:  
[http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es\\_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/Informacion-economico-financiera/Informe-Financiero-Anual.html](http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/Informacion-economico-financiera/Informe-Financiero-Anual.html)

Banco Santander. Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2014, junto con el Informe de Auditoría [en línea]. Banco Santander. [fecha de consulta: mayo 2017]. Disponible en:  
[http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es\\_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/Informacion-economico-financiera/Informe-Financiero-Anual.html](http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/Informacion-economico-financiera/Informe-Financiero-Anual.html)

BEL DURÁN, P. Política de dividendos [en línea]. Expansión, 2017. [fecha de consulta: abril 2017]. Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/politica-de-dividendos.html>

BLACK, F. SCHOLLES, M. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*. 1974, n. 1, p. 1-22.

BREALEY, MYERS, ALLEN. Principios de finanzas corporativas. McGraw Hill. 2015, p. 396. ISBN: 9786071513120.

GÓMEZ-BEZARES, F., APRAIZ, A. Política de dividendos. *Revista de Contabilidad y Dirección*. 2012, n. 15, p. 169.

GORDON, M. Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*. 1959, n. 41, p. 99-105.

HIGGINS, R. The Corporate Dividend-Saving Decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1972, n. 7, p. 1527-1541.

Iberdrola. Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2016 [en línea]. Iberdrola. [fecha de consulta: mayo 2017]. Disponible en:  
[https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es\\_ES/corporativos/docs/IA\\_CuentasAnualesConsolidadas2016.pdf](https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/IA_CuentasAnualesConsolidadas2016.pdf)



Iberdrola. Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2013 [en línea]. Iberdrola. [fecha de consulta: mayo 2017]. Disponible en: [https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es\\_ES/inversores/docs/IA\\_CuentasAnualesConsolidadas2013.pdf](https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/inversores/docs/IA_CuentasAnualesConsolidadas2013.pdf)

Iberdrola. Política de remuneración al accionista [en línea]. Iberdrola, 2016. [fecha de consulta: mayo 2017]. Disponible en: [https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es\\_ES/corporativos/docs/corporativo\\_dividendos.pdf](https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/corporativo_dividendos.pdf)

LEASE, R.C., KALAY, A., LOEWENSTEIN, U., JOHN, K., SARIG, O.H. Política de dividendos. *Gestión 2000*. 2000, p. 21-22. ISBN: 9788480885539.

LEASE, R.C., KALAY, A., LOEWENSTEIN, U., JOHN, K., SARIG, O.H. Política de dividendos. *Gestión 2000*. 2000, p. 23. ISBN: 9788480885539.

LEASE, R.C., KALAY, A., LOEWENSTEIN, U., JOHN, K., SARIG, O.H. Política de dividendos. *Gestión 2000*. 2000, p. 170-172. ISBN: 9788480885539.

LINTNER, J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earning and Taxes. *American Economic Review*. 1956, n. 46, p 97-113.

LINTNER, J. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *Review of Economics and Statistics*. 1963, p. 243-269.

LÓPEZ DE FORONDA PÉREZ, O. La política de dividendos de las empresas de Estados Unidos y Europa desde una perspectiva financiera e institucional. *Marcial Pons*. 2006, p. 62-63. ISBN: 9788497683333.

MENÉNDEZ PLANS, C., GUERRERO BONED, S. La controversia sobre la política de dividendos: revisión y síntesis. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. 1994, n. 80, p. 807-809.

MASCAREÑAS, J. La política de dividendos. *Universidad Complutense de Madrid*. 2011. ISSN: 1988-1878.

MILLER, M, MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. 1961, n. 34, p. 411-433.

PASTOR LLORCA, M.J. El efecto informativo del anuncio de dividendos en el mercado español. Universidad de Alicante. p. 545.

Real Academia Española. Dividendo [en línea]. Real Academia Española. [fecha de consulta: mayo 2017]. Disponible en: <http://dle.rae.es/?id=E0vV8gm>

Secretaría de Estado de Hacienda. Dirección General de Tributos. Consulta V2206-10 [en línea]. Secretaría de Estado de Hacienda, 2010. [fecha de consulta: mayo 2017]. Disponible en: <http://petete.minhafp.gob.es/consultas/tributos/consuvin>