



Universidad de Valladolid
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Grado en Administración y Dirección
de Empresas

**Trabajo Fin de Grado: Dividendo y valor en las
empresas españolas cotizadas**

Presentado por:

Jesús González Caballero

Tutelado por:

Gabriel de la Fuente Herrero

Valladolid, 30 de Junio de 2015

ÍNDICE

1.- INTRODUCCIÓN.....	2
2.- TIPOS DE REMUNERACIÓN DEL ACCIONISTA.....	4
2.1.-DIVIDENDO EN EFECTIVO.....	4
2.1.1.-Dividendo en efectivo con cargo a beneficios	4
2.1.2.-Dividendo en efectivo con cargo a reservas de libre disposición	5
2.2.-DIVIDENDO ELECCIÓN (<i>SCRIP DIVIDEND</i>) CON SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES	5
2.3.-OTROS TIPOS DE REMUNERACIÓN	6
3.-TEORÍAS SOBRE LA RELEVANCIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS	7
3.1.- MODELOS EN UN MERCADO DE CAPITALES PERFECTO.....	8
3.1.1.- Implicaciones del modelo de M.J.Gordon	8
3.1.2.-Irrelevancia de la política de dividendos (Miller y Modigliani).....	9
3.1.3.- Teoría del free cash flow.....	11
3.2.- IMPERFECCIONES DEL MERCADO	13
3.2.1.- Los impuestos y los costes de transacción.....	13
3.2.2.-Los costes de agencia y las oportunidades de crecimiento	15
3.2.3.-El efecto informativo de los dividendos (Teoría de las señales).....	17
4.- MODELO A ESTIMAR	19
5.-MUESTRA Y ANÁLISIS DESCRIPTIVO.....	21
6.-RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN	25
6.1.- ANÁLISIS POR TERCILES.....	25
6.3.- ANÁLISIS DE REGRESIÓN DEL MODELO ECONÓMICO PLANTEADO.....	27
7.-CONCLUSIONES.....	28
8.-BIBLIOGRAFÍA.....	30
9.- ANEXOS	33
ANEXO I: <u>SCRIP DIVIDEND DE IBERDROLA (2013)</u>	33
ANEXO II: <u>LISTADO DE EMPRESAS ANALIZADAS POR SECTORES (MERCADO CONTINUO)</u>	36
ANEXO III: <u>MATRICES DE CORRELACIÓN</u>	38

1.- INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas, la política de dividendos ha suscitado un gran interés dentro de las finanzas corporativas, hasta el punto de ser considerada como una de las tres principales decisiones financieras de la empresa. Este interés queda reflejado en el elevado número de trabajos de investigación, tanto teóricos como empíricos, que tratan de dilucidar, entre otras cuestiones, si la decisión de reparto de dividendos afecta al valor de la empresa y cuáles son los principales factores determinantes de la tasa de reparto de dividendos de las empresas.

Las respuestas propuestas en la literatura financiera revelan que, en mercados de capitales perfectos, la decisión de dividendo no afecta al valor de mercado de la empresa (Miller y Modigliani, 1961) y que, en presencia de determinadas imperfecciones, la forma elegida para retribuir a los accionistas de la empresa puede crear o destruir valor. Concretamente, condiciones tales como la discriminación fiscal de dividendos y ganancias de capital (Brenan, 1970), los costes de transacción (Higgins, 1972) o los problemas informativos (Bhattacharya, 1979) pueden provocar que los accionistas no sean indiferentes entre las distintas políticas de retribución y que, por ello, la decisión de dividendo afecta al valor de la empresa.

Sin embargo, la literatura financiera no ha conseguido todavía alcanzar un consenso sobre el efecto neto de los dividendos sobre el valor. Más bien al contrario, la relevancia del dividendo continua siendo un puzle sin resolver que llevan a Brealey, Myers y Allen a colocar esta cuestión en el lado de lo que todavía “no sabemos en finanzas” (Brealey, Myers y Allen, 2010). La evidencia empírica sobre las estrategias adoptadas por las empresas, que van desde el reparto nulo al reparto de todo el beneficio neto, no permite resolver la cuestión. Por el contrario, la disparidad de políticas indica que no existe una estrategia óptima universal y plantea nuevos interrogantes sobre los factores que pueden influir en las decisiones particulares adoptadas por cada empresa.

El presente trabajo aborda el estudio de la cuestión de la relevancia del dividendo, mediante la discusión de las principales teorías y el análisis empírico del caso de las empresas españolas cotizadas. La revisión de la literatura

financiera se realiza con el doble fin de conocer el estado actual de la cuestión y, de identificar algunas de las posibles variables influyentes en el reparto de dividendos (*payout*). El análisis parte del caso de mercados perfectos y considera sucesivamente la influencia de los impuestos, costes de transacción, costes de agencia y oportunidades de crecimiento. Las aportaciones más recientes de De Angelo y De Angelo (2006, 2007) desvelan que la demostración de irrelevancia del dividendo realizada por Miller y Modigliani (1961) sólo se verifica para el caso de un reparto óptimo consistente en distribuir todo el *Free Cash Flow* o un importe superior. El *Free Cash Flow* o flujo de caja discrecional es la parte de la renta generada por la empresa una vez descontados los desembolsos requeridos por las inversiones rentables ($VAN > 0$), de manera que un reparto inferior al *Free Cash Flow*, implicaría, por definición, la asignación de recursos a proyectos no rentables ($VAN < 0$). De ahí que la política de dividendos pueda afectar al valor de la empresa incluso en ausencia de imperfecciones.

Con el fin de analizar empíricamente la influencia del *Free Cash Flow* sobre el *payout* de las empresas cotizadas españolas, se estima un modelo Tobit que confronta los datos disponibles para ambas variables en una muestra de empresas cotizadas españolas en el año 2013. Junto con la variable del *Free Cash Flow*, el modelo incluye otras variables habituales en la literatura, tales como el tamaño de la empresa, las oportunidades de crecimiento, el endeudamiento y la liquidez.

La evidencia empírica analizada muestra que las empresas españolas han incrementado su ratio de *payout* (medido a partir del cociente del dividendo por acción entre el beneficio por acción) desde 2004 hasta la actualidad. La crisis afectó la política de dividendo de las empresas españolas, rompiendo la tendencia creciente del *payout*. Aparte de la influencia esperada de la variable tamaño en algunos de los períodos analizados, el análisis de los factores determinantes del dividendo no arroja resultados concluyentes.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. Tras este apartado introductorio, el siguiente epígrafe describe los principales tipos de remuneración del accionista. El tercer epígrafe recoge una breve revisión de la

literatura financiera sobre la política de dividendos. El cuarto epígrafe plantea algunas de las variables que pueden influir sobre el *payout*, en consonancia con las teorías analizadas anteriormente. El quinto epígrafe recoge el modelo econométrico a estimar, las características de la muestra escogida y un análisis descriptivo preliminar. Los resultados de la estimación se recogen en el sexto epígrafe, tras el cual se exponen las conclusiones más relevantes.

2.- TIPOS DE REMUNERACIÓN DEL ACCIONISTA

2.1.-DIVIDENDO EN EFECTIVO

2.1.1.-Dividendo en efectivo con cargo a beneficios

El dividendo en efectivo es la forma más habitual de remuneración de los accionistas. Este tipo de remuneración consiste en que los accionistas reciben una determinada cantidad en efectivo como consecuencia de la distribución del beneficio generado en el ejercicio. Al dividendo en efectivo se le considera un rendimiento del capital mobiliario por la Ley 35/2006, sobre el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas; ello significa que está sujeto a retención y el accionista recibe de forma líquida el dividendo neto. El pago del dividendo en efectivo se deriva de los resultados obtenidos por la empresa en cada ejercicio, lo que provoca que no sea una cantidad fija todos los años. A pesar de ello, la cuantía de los dividendos tiende a ser estable a lo largo del tiempo, al menos más estable que el beneficio.

El pago de dividendos con cargo a resultados puede presentar las siguientes modalidades:

- *Dividendo único*: se realiza un pago único al año.
- *Dividendo a cuenta*: es un anticipo a los socios de una parte de los beneficios del ejercicio. El artículo 277 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital determina quienes pueden acordar la distribución del dividendo a cuenta y que condicionantes deben cumplir.
- *Dividendo complementario*: es la diferencia entre dividendo total a pagar a los accionistas aprobado en la aplicación del resultado y la cantidad ya entregada en concepto de dividendo a cuenta.

- *Dividendo extraordinario*: se abona de manera adicional al ordinario, pero tiene carácter excepcional.

El efecto directo sobre el balance de la empresa del dividendo en efectivo con cargo a resultados es la reducción de los fondos propios en la misma cuantía que el importe bruto repartido. Además, en el activo se produce una reducción equivalente de la tesorería. El pago de este tipo de dividendo no modifica la estructura de propiedad de la empresa al no modificarse el capital social, pero incrementa el ratio de endeudamiento (Fondos Ajenos/Fondos Propios).

2.1.2.-Dividendo en efectivo con cargo a reservas de libre disposición

Este tipo de dividendo consiste en pagar a los accionistas una determinada cantidad en efectivo que proviene de las reservas de libre disposición¹. La finalidad es ofrecer a los accionistas una rentabilidad adicional a la obtenida mediante el pago de dividendos con cargo a beneficios.

El efecto sobre el balance es que se produce una reducción de las reservas de libre disposición y por consiguiente de los fondos propios en la misma cuantía que el dividendo repartido. Además, como en el caso anterior, se produce una disminución de la tesorería. Este tipo de dividendo no modifica la estructura de propiedad de la empresa al no modificarse el capital social, pero incrementa el ratio de endeudamiento.

2.2.-DIVIDENDO ELECCIÓN (*SCRIP DIVIDEND*) CON SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES

El dividendo elección o *scrip dividend* se caracteriza por la entrega de derechos de asignación que pueden ser utilizados bien para suscribir de forma gratuita acciones que procedan de una ampliación de capital liberada además, bien para venderlos (en el mercado o a la propia empresa) y transformarlos así en dinero líquido. El objetivo del *scrip dividend* es, por tanto, dar libertad al accionista para que elija la forma de remuneración que más le convenga.

¹ Las reservas de libre disposición son la parte de los beneficios no distribuidos que posee la empresa una vez cumplidas las obligaciones previstas por la ley y los estatutos respecto a la dotación de la reserva legal.

Los efectos del *scrip dividend* sobre el balance de la empresa dependen de las decisiones de elección de los accionistas, aunque, en todo caso, este tipo de dividendo reduce la salida de tesorería de la empresa, en la medida en que parte de los accionistas opten por suscribir las nuevas acciones. La emisión de nuevas acciones se hace con cargo a reservas de libre disposición, lo que implica desembolso nulo en el momento de la suscripción. La ampliación de capital no supone una modificación del patrimonio neto en su conjunto aunque si en su composición, es decir se produce un aumento en el capital social idéntico a la disminución de las reservas. Esta forma de remuneración del accionista, al contrario que las anteriores, modifica la estructura de poder de la empresa desde el momento que haya unos accionistas que opten por suscribir las nuevas acciones y otros que opten por el cobro en efectivo. El [anexo I](#) ilustra el funcionamiento del *scrip dividend* con el caso del dividendo elección de Iberdrola, S.A. en 2013.

2.3.-OTROS TIPOS DE REMUNERACIÓN

Otra de las alternativas que tienen las compañías para remunerar a los accionistas, además de las comentadas en los apartados anteriores, es el pago de efectivo con cargo a la reducción de capital. En el caso de empresas cotizadas, la compra se realiza en el mercado a través de una oferta pública de compra (OPA), en la que se anuncia el número de acciones que se quiere comprar y el precio de compra. Los accionistas tienen dos opciones: o vender las acciones a la empresa o mantenerlas en propiedad.²

El efecto de la recompra sobre el balance, es una reducción del capital social en el nominal amortizado y la aparición de una cuenta (autocartera) que aparece restando dentro del patrimonio neto (reducción de los fondos propios), hasta el momento en que son amortizadas, y la salida de tesorería por el importe desembolsado en la adquisición de las acciones (disminución del activo). La recompra de acciones modifica el grado de participación de los accionistas en la sociedad de forma proporcional a la parte de acciones vendidas a la empresa.

² En la legislación española la compra de acciones propias está sujeta a límites y no se permite mantener en autocartera más del 10% del capital social suscrito si la sociedad cotiza (artículo 509 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital).

Las razones que justifican la recompra de acciones están relacionadas con la información transmitida al mercado sobre la confianza de la empresa en el desarrollo del negocio (infravaloración de las acciones), aunque puede interpretarse como una señal de que no existen oportunidades de crecimiento. Las operaciones de recompra suelen inducir aumentos en el precio de la acción debido al aumento del beneficio por acción.

Aparte de la recompra de acciones, otras fórmulas de remuneración al accionista consisten en la devolución de la prima de emisión mediante pago en efectivo o mediante entrega de acciones³.

3.-TEORÍAS SOBRE LA RELEVANCIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

La teoría clásica del dividendo, también conocida como la “teoría del pájaro en mano”, sostenía que la política de dividendos influye sobre el valor de las acciones, es decir, es relevante. Uno de los primeros autores en estudiar el efecto de la política de dividendos fue Kirshman (1933), quien argumenta que la política de dividendos tiene un impacto positivo sobre el valor, mayor que la retención de los beneficios generados, debido a que la corriente de dividendos es un flujo cierto frente a las ganancias de capital que es un flujo con riesgo. Williams (1938) destaca el efecto valor del dividendo al plantear que el precio de la acción se obtiene descontado los flujos de dividendos esperados.

La literatura financiera posterior recoge gran cantidad de trabajos que defienden posturas muy diversas. El conjunto de estos trabajos puede clasificarse en dos grandes grupos. Por un lado, aquellos que estudian el efecto del dividendo en un contexto de mercados perfectos y, por otro lado, aquellos que analizan en qué medida alguna imperfección provocan un efecto sobre el valor.

³ Para obtener más información consultar [“Fórmulas de remuneración del accionista: significado implicaciones fiscales, contables y ejemplos”](#). *Revista BME*, nº195, II trimestre de 2013. [Última consulta: 21/06/2015].

3.1.- MODELOS EN UN MERCADO DE CAPITALES PERFECTO

3.1.1.- Implicaciones del modelo de M.J.Gordon

Gordon (1959) desarrolla un modelo de valoración de acciones basado en el descuento de los dividendos esperados a una tasa “k” adecuada al riesgo. La principal conclusión de este trabajo es que el valor de la empresa depende de los dividendos, existiendo una tasa de reparto óptima que maximiza el valor de la empresa.

Los supuestos de partida del modelo de Gordon son los siguientes:

- Los beneficios retenidos por la empresa son su única fuente de financiación, es decir, no tiene deuda.
- Tanto la tasa de retención de los beneficios, “b”, como la rentabilidad de los proyectos de inversión, “r”, son constantes en el tiempo.

A partir de estos supuestos, Gordon obtiene que el valor de la empresa responde a la siguiente expresión:

$$V_0 = S_0 = \frac{X_1*(1-b)}{k-rb} = \frac{DIV_1}{k-rb} \quad [1]$$

Dónde:

X_1 : renta generada por la empresa en el primer año.

DIV_1 : dividendo repartido en el primer año.

k: rentabilidad exigida por los accionistas.

b: tasa retención de los beneficios.⁴

r: rentabilidad esperada de los proyectos de inversión de la empresa.

Para determinar la relación entre valor y la política de dividendos, Gordon calcula la primera derivada parcial del valor de las acciones respecto a la tasa de retención, “b”, en la fórmula [1]. Como muestra la ecuación [2], el signo de la

⁴ Para poder aplicar el modelo es necesario que $rb < k$ si no fuera así el valor de las acciones sería infinito.

derivada depende de la relación entre la rentabilidad exigida por los accionistas (k) y la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión (r).

$$\frac{\partial V}{\partial b} = \frac{X_1 * (r - k)}{(k - rb)^2} \quad [2]$$

Si $r > k$ la derivada [2] es positiva, indicando que el dividendo es relevante pero afecta negativamente al valor de las acciones. En este caso, la política óptima de dividendos sería el reparto nulo ($payout=0$).

Si $r < k$ el dividendo es relevante y además afecta positivamente al valor de las acciones. La política óptima sería el máximo reparto de dividendos ($payout=1$).

Si $r = k$ la derivada [2] es igual a cero, lo que indica que la tasa de retención de los beneficios “ b ” no afecta al valor. En este caso, la política de reparto de dividendos es irrelevante, no afecta al valor de las acciones.

La principal limitación del modelo de Gordon, es que en su análisis de la influencia del *payout* en el valor de las acciones, no mantiene dada la decisión de inversión. Al contrario, su modelo plantea comparar el coste de capital de los fondos propios con la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión para determinar de manera simultánea si es conveniente repartir dividendo o invertir en los negocios de la empresa. Tal es así que si existen proyectos de inversión rentable, la decisión óptima es el reparto nulo de beneficios con el objetivo de realizar tales proyectos. En cambio, si no existen oportunidades de inversión rentables, la política óptima sería repartir todo el beneficio. De ahí que se pueda decir que el modelo de Gordon es más un modelo de inversión que un modelo de dividendo.

3.1.2.-Irrelevancia de la política de dividendos (Miller y Modigliani)

Miller y Modigliani (en adelante, MM) en su trabajo sobre la política de dividendos de 1961 demuestran que en mercado de capitales perfectos⁵, la decisión de repartir dividendos es irrelevante, es decir no afecta al valor de la

⁵ Los mercados de capitales perfectos se caracterizan porque los agentes son racionales, disponen de toda la información sin coste, no existen impuestos, tampoco existen costes de transacción, ni costes de agencia.

empresa. El valor de la empresa depende únicamente de las decisiones de inversión, es decir de su activo y su capacidad para generar beneficio. MM demostraron de forma analítica⁶ que cualquier impacto positivo en la riqueza de los accionistas provocado por el dividendo será compensado por la reducción en el precio ex dividendo de la acción.

MM presentan su proposición de irrelevancia del dividendo como un principio de conservación del valor en virtud del cual el valor de una acción al final de un periodo "t" es igual al valor actual de los dividendos distribuidos en el periodo más el precio ex dividendo de la acción al final del periodo. Los inversores serán indiferentes ante la política de dividendos siempre que el valor actual de los rendimientos futuros derivados de la retención de beneficios compense los dividendos a los que se renuncia.

En un trabajo posterior, Miller (1988) explicaría que "la proposición de irrelevancia del dividendo afirmaba únicamente que dada la decisión de inversión, la decisión sobre el dividendo no tiene efectos sobre el valor de las acciones. Después de todo, el efectivo adicional para financiar el mayor pago de dividendos debe proceder de algún lugar; y, fijada la inversión, ese lugar solamente podría ser la venta de una parte de la empresa. Siempre que se pueda suponer que los títulos vendidos se negocian a valores determinados por el mercado, entonces, tanto si el análisis se llevaba a cabo bajo condiciones de certidumbre como de incertidumbre, toda operación de pagar dividendos, dada la inversión podría ser vista simplemente como una permuta de valores iguales, en principio no muy diferente a sacar dinero de una libreta de ahorros".

El accionista es indiferente con respecto a la forma de obtener rentabilidad, ya sea en forma de dividendos o en forma de ganancias de capital. Ambas alternativas son perfectamente sustitutivas, porque los accionistas pueden construirse la corriente de liquidez deseada sin asumir coste alguno. Esta sustituibilidad perfecta implica que los accionistas no estarán dispuestos a pagar mayores precios por acciones con altos dividendos.

⁶ La demostración analítica de MM sobre la política de dividendos también se cumple para empresas con deuda, que no amplían capital y en aquellas que realizan recompra de acciones.

La demostración teórica de MM (1961) ha sido admitida por la mayoría de los autores posteriores como irrefutable en un contexto de mercados perfectos y ha servido de referencia para la literatura financiera posterior. La principal contribución del trabajo de MM (1961) fue descubrir cuáles pueden ser las condiciones que provocan la influencia del dividendo en el valor de la empresa. Al demostrar que la decisión de dividendo es irrelevante en mercados perfectos, muestran el camino a seguir en la investigación del problema: el estudio de las imperfecciones del mercado y su influencia sobre el dividendo y valor.

3.1.3.- Teoría del free cash flow

Transcurridos 45 años de la publicación del trabajo de MM (1961), De Angelo De Angelo (2006 y 2007) revisan la hipótesis de irrelevancia del dividendo sobre el valor para destacar un fallo en sus conclusiones. De Angelo y De Angelo argumentan que MM (1961) solo consideran las políticas de reparto de dividendos óptimas, es decir aquellas consistentes en repartir todo el Free Cash Flow (en adelante, FCF) o un importe superior. Por lo tanto, MM (1961) estaban excluyendo aquellas políticas de dividendos no óptimas, consistentes en un reparto inferior al FCF, que pueden afectar al valor de la empresa incluso en mercados perfectos.

Al intentar aislar la influencia de la política de dividendos sobre el valor de la empresa del resto de decisiones, MM plantean que tanto las decisiones de inversión como financiación están dadas. Esta premisa se introduce en una identidad contable en la que los orígenes de fondos (renta generada, y ampliaciones de capital) son iguales a las aplicaciones de fondos (dividendos y desembolso en nuevas inversiones). Por lo tanto, el dividendo a repartir en cada periodo se corresponde con la siguiente expresión:

$$\text{Dividendo} = \text{Renta generada} - \text{Desembolsos de inversiones (VAN>0)} + \text{Ampliaciones de Capital}$$

La diferencia entre la renta generada y el desembolso por las inversiones representa el FCF, es decir el efectivo que queda en la empresa una vez llevadas a cabo las inversiones rentables (VAN>0), y se consideran dados por

la decisión de inversión. Por lo tanto, MM (1961) concluyen que el dividendo repartido no influye en el valor de la empresa, ya que en todo momento se compensará con ampliaciones de capital. Es decir, implícitamente MM estaban asumiendo el reparto del FCF en su totalidad, en cuyo caso, se estaría excluyendo del análisis la posibilidad de retención de parte del FCF.

Si el dividendo supera al FCF, se utiliza todo el FCF para repartir dividendos y el resto de recursos se obtienen a través de ampliaciones de capital. Pero ¿qué ocurre si el dividendo es inferior al FCF? Si nos basamos en la identidad anterior habría que realizar reducciones de capital (mediante recompra de acciones, por ejemplo) en la misma cuantía que el dividendo, para mantener la igualdad. Pero en este caso se seguiría excluyendo una posible retención del FCF, porque lo que no se reparte en forma de dividendos, se distribuye a través de la recompra. No obstante, según DeAngelo y DeAngelo la política dividendos consistente en pagar un importe inferior al FCF supone acumular recursos que, por definición, solo pueden ser destinados a proyectos de inversión que no crean valor ($VAN=0$) o incluso lo destruyen ($VAN<0$), ya que en el FCF están incluidos todos los proyectos rentables ($VAN>0$). Las políticas de dividendos subóptimas tienen un efecto negativo sobre el valor de la empresa, incluso en mercados de capitales perfectos.

La conclusión a la que llegan De Angelo y De Angelo (2006) es que tanto la decisión de inversión como la de dividendos afectan al valor de la empresa. El valor de la inversión depende únicamente de los activos de la empresa y de su capacidad para generar renta. En cambio, el valor de la empresa está determinado por los flujos que perciben los accionistas, que dependen, de la decisión de inversión y de la de dividendos. Para De Angelo y De Angelo el valor de la empresa equivale al valor de la inversión solo para tasas de reparto óptimas.

Si se pretende que la decisión de reparto no afecte al valor se debe repartir todo el FCF a los accionistas en cada periodo y de forma perpetua. De Angelo y De Angelo, al igual que MM, sostienen que el momento y la forma de repartir dividendos son irrelevantes, no afectan al valor, pero siempre que se reparta como mínimo el FCF.

3.2.- IMPERFECCIONES DEL MERCADO

La relajación de algunos de los supuestos recogidos en los mercados de capitales perfectos como la no existencia de impuestos, costes de transacción o costes de agencia, ha dado lugar a una serie de teorías que defienden la influencia de la política de dividendos sobre el valor.

3.2.1.- Los impuestos y los costes de transacción

La existencia de un diferente tratamiento fiscal de los dividendos frente a las ganancias de capital ha llevado a numerosos autores a defender que los accionistas no son indiferentes entre las ganancias de capital y los dividendos. Brennan (1970) demuestra la influencia negativa del dividendo sobre el valor de las acciones (suponiendo un tratamiento fiscal desfavorable del dividendo frente a las ganancias de capital), y apuesta por la recompra de acciones como medio de retribución del accionista. Bajo este supuesto de asimetría fiscal, se produciría la penalización en el precio de las acciones con altas tasas de reparto de dividendo. Si los inversores tratasen de maximizar la rentabilidad después de impuestos exigirían, para un riesgo dado, una rentabilidad antes de impuestos mayor cuanto mayor fuese la cuantía del dividendo. Sin embargo, dado que el tratamiento fiscal es normalmente favorable a las ganancias de capital frente a los dividendos, sería de esperar que la mayoría de empresas no repartieran dividendos, algo que sin embargo no ocurre en la práctica.

Los primeros en analizar la posible influencia de las imperfecciones en la relación entre dividendo y valor fueron los propios MM (1961). Como punto y final a su análisis del dividendo, MM relajan el supuesto de mercado de capitales perfectos mediante la introducción de los impuestos y los costes de transacción. MM consideran varias clases de inversores: los que tienen preferencia por los dividendos frente a las ganancias de capital o viceversa y aquellos que se muestran indiferentes entre ambas formas de obtener rentabilidad. Este abanico de preferencias produce lo que MM denominan el “efecto clientela”. La empresa puede dirigirse a una clientela determinada con su política de dividendos, pero el dirigirse a una clientela u otra no tiene influencia sobre el valor de las acciones siempre y cuando todos los inversores puedan satisfacer sus preferencias, es decir encuentren acciones con los

dividendos deseados. Por lo tanto, no había ninguna razón para que unas acciones alcanzasen precios superiores a otras en virtud de su política de dividendo y a pesar del diferente trato fiscal.

Black y Scholes (1974) sostienen que las empresas reparten dividendos, a pesar de la asimetría fiscal, debido a la incertidumbre que genera, tanto en accionistas como directivos, el no conocer su efecto sobre el valor de las acciones. Miller y Scholes (1978) sostienen que es posible eliminar la asimetría fiscal en la cartera del accionista transformando los dividendos en ganancias de capital. Para ello el accionista debe endeudarse para adquirir acciones de tal forma que los intereses del endeudamiento personal (fiscalmente deducibles) sean iguales al dividendo recibido. Con esta estrategia, los accionistas eliminan el efecto de la asimetría fiscal y la política de dividendos no afectaría al valor de las acciones.

Otra forma de evitar el efecto de la asimetría fiscal sería el “arbitraje de dividendos”, que consiste en vender las acciones antes de la fecha ex-dividendo⁷ y así evitar el pago de impuesto para posteriormente recomprar las acciones. Esta estrategia tendría sentido si los costes de transacción fuesen suficientemente bajos y existiese certidumbre sobre el precio. Además, hay que

⁷ Existen cuatro fechas clave en el reparto de dividendos: la fecha de anuncio, de registro, ex-dividendo y la fecha de pago. La fecha de registro (*record date*) es la fecha en la que el inversor debe ser accionista de la empresa para poder recibir el dividendo. En la legislación española vigente puede ser cualquier día hábil antes de la fecha de pago, aunque con el límite del día hábil anterior a dicha fecha. La fecha ex-dividendo son los días laborales previos a la fecha de pago en cuales la acción se vende sin derecho a percibir el dividendo. Si la acción se vende en o después de la fecha ex-dividendo será el vendedor quien perciba el dividendo. En cambio, si se vende antes de esta fecha, será el comprador de la acción quien reciba el dividendo. El 7 de Octubre de 2015 comienza la aplicación de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de los valores, que pretende reducir el periodo de liquidación de las operaciones de tres a dos días hábiles, a partir de noviembre. Además, se van a modificar las fechas clave del reparto de dividendos (en efectivo). La principal novedad es que será necesario poseer las acciones al menos tres días hábiles antes de la fecha de pago para cobrar el dividendo, la fecha ex dividendo será los dos días hábiles anteriores a la fecha de pago. No obstante, entre el 7 de Octubre y el 27 de Noviembre de 2015 será necesario poseer las acciones al menos cuatro días hábiles antes de la fecha de pago para cobrar el dividendo.

tener en cuenta que el impuesto sobre los dividendos se paga cuando se cobran los mismos mientras que el impuesto sobre las ganancias de capital se paga en el momento de venta de las acciones.

Por un lado, la existencia de costes de transacción puede provocar que el reparto de dividendos sea desaconsejable, en la medida en que obligue a acometer ampliaciones de capital, en otro caso innecesarias, para financiar las oportunidades de inversión de la empresa, incurriendo por tanto en costes de emisión evitables (honorarios de notarios, registradores, comisiones...). No obstante, el reparto de dividendos puede estar justificado desde la perspectiva de los costes de transacción en los que tiene que incurrir el accionista para satisfacer sus necesidades de liquidez. En este caso, un dividendo inferior al deseado, obliga al accionista a soportar los costes adicionales asociados a la venta de las acciones necesarias. Por el contrario, un dividendo superior al deseado, obliga al accionista a incurrir en costes adicionales derivados de la reinversión del dividendo en la recompra de acciones.

Una forma de evitar los costes de transacción y “favorecer” el arbitraje de dividendos es el denominado dividendo flexible (*scrip dividend*) que ha ganado especial popularidad en los últimos años. Si el dividendo tiene un tratamiento fiscal desfavorable, los accionistas optarán por suscribir nuevas acciones en lugar del cobro del dividendo en efectivo, logrando posponer el pago del impuesto hasta la venta de las acciones. Si fuera al revés, los accionistas optarían entonces por el dividendo en efectivo.

3.2.2.-Los costes de agencia y las oportunidades de crecimiento

La existencia de información asimétrica se deriva, entre otras causas, de la separación entre la propiedad y la dirección en las grandes empresas. Esta información asimétrica se refleja en la diferente cantidad y calidad de la información disponible para los accionistas externos a la dirección (*outsiders*) y los directivos (*insiders*). Los accionistas externos a la dirección tienen acceso a la información contenida en las Cuentas Anuales publicadas por la empresa, pero apenas disponen de información sobre los futuros proyectos de inversión de la empresa, de los flujos de tesorería que se espera que generen o de los

posibles cambios en la estrategia empresarial que afectarán a su rentabilidad (Bhattacharya, 1979).

En presencia de información asimétrica, la divergencia de intereses entre accionistas y directivos puede derivar en comportamientos oportunistas que perjudiquen la eficiencia del conjunto de la empresa, comúnmente conocidos como problemas de agencia⁸. Por ejemplo, los directivos pueden priorizar el crecimiento de la empresa que asegure su estabilidad y permanencia en el cargo, mientras que los accionistas preferirán incrementar la rentabilidad con la inversión de la empresa.

En este contexto, la decisión de dividendo puede atenuar los problemas de información asimétrica tanto de selección adversa (*ex ante*) como de riesgo moral (*ex post*). Los problemas de selección adversa hacen referencia al “oportunismo precontractual” por el que la parte menos informada no es capaz de distinguir la buena o mala calidad de la información ofrecida por la parte más informada. La imposibilidad de los *outsiders* de verificar la “calidad” de los proyectos de inversión de la empresa, puede incentivar a los *insiders* a decantarse por proyectos de baja calidad que satisfacen sus propios intereses. Bajo esta premisa, los dividendos pueden ayudar a resolver los problemas de selección adversa al servir de señal que pueden emitir los *insiders* para transmitir información sobre los futuros cash-flows de la empresa a los *outsiders*.

Los problemas de riesgo moral hacen referencia al comportamiento oportunista que surge con posterioridad a la firma del contrato ante la dificultad de los *outsiders* para controlar las acciones realizadas por los *insiders*. En este contexto, un mayor reparto de dividendos supone reducir la discrecionalidad del directivo sobre FCF generado. Un menor reparto implicaría, por el contrario, que el directivo tiene más posibilidades de tomar decisiones de asignación ineficiente de recursos, es decir, de invertir en proyectos que no crean valor ($VAN=0$) o incluso lo destruyen ($VAN<0$) pero satisfacen sus intereses.

⁸ Los problemas de agencia derivados de la separación entre propiedad y dirección, la divergencia de intereses y la información asimétrica son el principal objeto de estudio de la teoría de la agencia cuyo origen se sitúa en el trabajo de Jensen y Meckling (1976).

En resumen, la teoría de la agencia establece que política óptima de dividendos es aquella que permite minimizar costes de agencia entre accionistas y directivos. Ello se consigue repartiendo el máximo dividendo posible que evite una acumulación excesiva de tesorería que permita su uso discrecional por parte del directivo. Una política de altos dividendos incrementa la frecuencia con la que los directivos acuden al mercado de capitales a captar fondos, sometiendo en todo caso la actuación de la empresa y de ellos mismos a la supervisión del mercado (Easterbrook, 1984). Esta política disciplina la conducta de los directivos ya que disminuye la probabilidad de realizar inversiones poco rentables que únicamente satisfacen sus propios intereses.

La determinación del dividendo óptimo que minimice los problemas de agencia depende, entre otros factores, de las futuras oportunidades de crecimiento (OC) de la empresa. En una empresa con bajas oportunidades de crecimiento, la retención del beneficio tendrá un efecto negativo sobre el valor de las acciones, pues su destino serán inversiones no rentables. Si por el contrario se reparten dividendos el efecto sobre el valor sería positivo, ya que supone reducir la probabilidad de asignaciones ineficientes (Jensen, 1986).

En definitiva, la utilización que haga la empresa de la variable FCF es relevante en la resolución del conflicto entre accionistas y directivos (costes de agencia) que se derivan del diferente grado de información del que disponen: el FCF debe ser repartido en su totalidad, si la empresa es eficiente y pretende maximizar el valor del accionista, para así reducir su uso discrecional por parte de la dirección.

3.2.3.-El efecto informativo de los dividendos (Teoría de las señales)

Dado que el directivo dispone de más información que los accionistas sobre la situación actual y perspectivas futuras de la empresa, los dividendos pueden desempeñar una función relevante en la resolución de los problemas de información asimétrica. Uno de los primeros trabajos en considerar el contenido informativo de los dividendos fue MM (1961). MM sostienen que el reparto de dividendo podría tener un efecto positivo en el valor de las acciones debido, no

a los dividendos por sí mismos, sino a las expectativas que generan sobre los futuros *cash-flows*, cuando los mercados son imperfectos.

Posteriormente, Miller (1988) reconoce que el reparto de dividendo puede servir, indirectamente, para transmitir al mercado información que todavía no está incorporada en el precio de los títulos respecto a las expectativas de los directivos con relación al futuro de la empresa. Un incremento del dividendo es señal de que se espera futuros incrementos en los beneficios que permitan sostener esos pagos (buenas noticias), mientras una reducción del dividendo indicará que se esperan futuras disminuciones de los beneficios que impedirán mantener el nivel actual de pagos (malas noticias). Diversos estudios empíricos y teóricos, tales como Bhattacharya (1979), Miller y Rock 1985, Miller y Scholes (1982) o Kalay (1980), abundan en la idea de que los dividendos envían una señal al mercado sobre las perspectivas futuras de la empresa.

La existencia de información asimétrica abre la posibilidad de comportamientos oportunistas por parte de los *insiders*, quienes estarán más dispuestos a emitir buenas noticias, que a transmitir malas noticias. De acuerdo con los intereses de los directivos, cabría esperar que el dividendo sólo se reduzca cuando no quede más remedio y se aumente ante el mínimo atisbo de mejora del resultado. Este hecho puede explicar la evidencia empírica sobre el diferente impacto en el precio de las buenas y las malas noticias, que indica que una disminución en el dividendo suele tener un mayor impacto en el precio que un aumento equivalente del dividendo.

Además, el carácter periódico del dividendo refuerza la función informativa del dividendo, ya que los *insiders* evitarán todo aumento de dividendo que no pueda ser mantenido en los siguientes años y sólo decidirán reducirlo cuando no existan perspectivas de mejora a largo plazo.

Los beneficios de la empresa también tienen un componente informativo, pero de menor intensidad ya que transmiten información sobre la situación actual de la empresa, pero no sobre las perspectivas futuras. Además, los beneficios son más manipulables que la tesorería y están sujetos a la normativa contable. Por su parte, la recompra de acciones también supone una salida de tesorería que puede vaticinar la mejora del futuro de la empresa y la infravaloración de las

acciones, sin embargo carecen de la naturaleza periódica del dividendo y están supeditadas a mayores restricciones por la legislación. Por último, los dividendos extraordinarios también pueden transmitir información sobre los futuros beneficios de la empresa, aunque por su carácter ocasional es menos efectivo que los dividendos ordinarios (Brickley 1983)

4.- MODELO A ESTIMAR

Con el fin de profundizar en el análisis de la decisión de dividendo, se plantea la estimación empírica del modelo que relaciona la variable dependiente *payout* con las variables independientes de liquidez, tamaño, crecimiento, endeudamiento y FCF.

Un mayor tamaño de la empresa puede agudizar los problemas de agencia a posteriori (riesgo moral), por lo que sería de esperar un mayor reparto de dividendos. Además, una mayor dimensión puede suponer un incremento de los problemas de información asimétrica y la utilización del dividendo como instrumento señalizador.

La existencia de oportunidades de crecimiento puede derivar en un menor reparto de dividendos. Por un lado, es de esperar una influencia negativa de las oportunidades de crecimiento sobre el ratio de *payout* debido a la mayor necesidad futura de fondos para financiar los nuevos proyectos de inversión. Por otro lado, las empresas en crecimiento tienen menor FCF y, por tanto, menores posibilidades de su uso discrecional por parte del directivo.

La política de endeudamiento puede influir en el grado de utilización de los dividendos para reducir los problemas de agencia. La deuda puede utilizarse como instrumento alternativo a los dividendos para “disciplinar” a los directivos, en la medida en que los pagos regulares de intereses y de amortización de la deuda incentivan el control del uso de los recursos disponibles. En consecuencia, es de esperar una relación inversa entre reparto de dividendos y nivel de endeudamiento.

La liquidez de la empresa incrementa la capacidad potencial de repartir dividendos, de modo que cuanto mayor y más estable en el tiempo sea la

liquidez, mayor será el ratio de *payout*. Además, la necesidad de mantener un mínimo de liquidez puede llevar a la empresa a no repartir dividendos a pesar de obtener elevados beneficios.

Finalmente, el FCF puede influir sobre el *payout*, dado que la relación entre FCF y dividendo determina la desviación respecto a la política óptima de dividendos en ausencia de imperfecciones. A su vez, la retención del FCF puede agravar los problemas de agencia al aumentar la probabilidad de que los directivos realicen una asignación ineficiente de recursos invirtiendo en proyectos de inversión que no crean valor ($VAN < 0$). En consecuencia, es de esperar que el incremento del FCF influya positivamente sobre el ratio de *payout*.

El modelo a estimar puede resumirse en la siguiente ecuación:

$$Payout_t = \beta_0 + \beta_1 * OC_t + \beta_2 * LEV_t + \beta_3 * TAMAN\tilde{O}_t + \beta_4 * FCF_t + \beta_5 * LIQ_t + \varepsilon_t \quad [3]$$

donde:

- *Payout_t*: es el cociente entre dividendo por acción (DPA) y el beneficio por acción (BPA).
- *OC_t*: representa las oportunidades crecimiento que se miden a partir del ratio de valoración (*Market to Book*) calculado como el cociente entre el precio de cotización⁹ y el valor contable por acción.
- *LEV_t*: es el ratio de endeudamiento (*leverage*) calculado como el cociente de fondos ajenos (pasivo corriente y no corriente) entre fondos propios.
- *TAMAN\tilde{O}_t*: se aproxima con el logaritmo neperiano del activo total.
- *LIQ_t*: es el ratio de liquidez calculado como el cociente de activo corriente entre pasivo corriente.
- *FCF_t*: representa la variable Free Cash Flow que se aproxima a partir del cociente de la variación relativa de las cuentas financieras (efectivo y equivalentes) entre la variación relativa de las cuentas de gastos¹⁰.

⁹ Se ha utilizado como precio de cotización el precio de cierre del 31 de diciembre.

¹⁰ Las cuentas de gastos engloban los gastos de explotación, los gastos financieros y el impuesto sobre beneficios.

- ε_t : es la perturbación aleatoria.

La metodología empleada para contrastar el modelo [3] es un análisis de regresión Tobit, dado que la variable dependiente (*payout*) está acotada entre dos valores, cero y uno. Para realizar esta estimación se utiliza el software econométrico *Eviews*.

5.-MUESTRA Y ANÁLISIS DESCRIPTIVO

La muestra objeto de estudio es el conjunto de empresas españolas que cotizan en el mercado continuo para las que existen datos suficientes en la base de datos *Amadeus Bureau van Dijk*. Del total de empresas que cotizan en mercado continuo se han escogido 97 con información financiera desde el año 2004 hasta el año 2013, ambos incluidos. Se han excluido a las empresas del sector financiero por su especial naturaleza. El [anexo II](#) recoge el listado de las empresas que componen la muestra y su clasificación por sectores.

La tabla 5.1 recoge la media, la mediana, el valor máximo y mínimo y la desviación típica para la variable *payout* en cada uno de los años del período analizado. El conjunto de la muestra presenta una media del ratio *payout* creciente desde 2004 (30,64%) a 2010 (193,66%). En 2011, el *payout* decrece de forma significativa (57,95%) para volver a aumentar en el año 2012 (65,59%) y en 2013 (85,15%). Idéntica evolución se refleja en la desviación típica del *payout*, que muestra que las diferencias entre empresas tienen a aumentar. Esta disparidad es debida principalmente a la influencia de los casos extremos.

	2004	2005	2006	2007	2008
Media	0,3064	0,3420	0,3664	0,4067	0,7154
Mediana	0,2518	0,2746	0,2586	0,3491	0,5187
Máximo	1,4426	1,3652	2,1120	3,2013	8,3750
Mínimo	0	0	0	0	0
Desv. típica	0,2672	0,2833	0,3741	0,4230	1,1059
Nº observa	52	55	63	72	65
	2009	2010	2011	2012	2013
Media	0,7985	1,9366	0,5795	0,6559	0,8515
Mediana	0,4348	0,3189	0,4864	0,3931	0,4148
Máximo	12,6667	39,5000	3,7448	9,5000	12,3333
Mínimo	0	0	0	0	0
Desv. típica	1,7214	6,7892	0,6578	1,3224	2,0152
Nº obs	57	58	65	51	54

Analizando la mediana vemos que el *payout* está influido por el ciclo económico, entre el 2004 y 2008 se producen aumentos de la mediana, desde 25,18% en 2004 hasta 51,87% en 2008. A partir de 2009, la mediana del *payout* comienza a descender pasando de un 43,48% hasta un 41,48% en 2013.

La tabla 5.2 recoge los estadísticos descriptivos de las variables explicativas del modelo para los años 2006 y 2013, respectivamente.

	Media	Mediana	Desviación típica	Máximo	Mínimo
TAMAÑO_2013	13,898	13,791	1,834	18,507	10,421
TAMAÑO_2006	14,061	14,125	2,020	18,593	10,274
OC_2013	4,231	2,826	5,747	45,305	0,632
OC_2006	2,168	1,248	3,234	23,05	-0,829
LEV_2013	2,162	1,864	4,768	13,470	-36,772

LEV_2006	2,851	1,563	12,051	98,167	-29,620
LIQ_2013	1,506	1,230	1,606	15,679	0,426
LIQ_2006	1,248	1,158	0,688	3,968	0,183
FCF_2013	12,110	1,078	77,243	623,111	-98,421
FCF_2006	-13,782	0,224	138,237	304,927	-1059,16

Los resultados de la tabla 5.2 muestran que el tamaño de las empresas de la muestra se ha mantenido más o menos constante alcanzado la mediana un valor de 13,79 y 14,13 en los años 2013 y 2006 respectivamente. Las oportunidades de crecimiento muestran un comportamiento “extraño”, siendo superiores en 2013 (mediana=2,83) frente a un valor de la mediana de 1,25 para 2006 cuando es de esperar un comportamiento a la inversa. Además, el leverage, la liquidez y el FCF presentan valores de la mediana superiores en 2013 frente a 2006. La mediana del FCF para 2013 toma el valor de 1,078, lo que indica que las empresas de la muestra están acumulando efectivo por encima de sus necesidades de gastos y puede ser un indicio de acumulación de recursos con una posible asignación ineficiente. En cambio, en 2006 el valor de la mediana¹¹ asciende a 0,22 lo que implica que las partidas de gastos son superiores a la partida de efectivo y por tanto no existen indicios de acumulación de FCF.

Las empresas de la muestra en términos de mediana tienen en 2013 mayor tamaño, poseen mayores oportunidades de crecimiento, están más endeudadas, tienen mayor liquidez y generan más FCF con respecto al año 2006.

A continuación, la tabla 5.4 compara el dividendo repartido por las empresas españolas según la etapa del ciclo económico. Podemos distinguir dos etapas en el período analizado: una etapa de expansión que abarca periodo 2004-2007, ambos incluidos y otra etapa de recesión desde 2008 hasta 2013, ambos incluidos.

¹¹ La diferencia de signo entre la media y la mediana puede deberse al diferente signo de los valores máximos y mínimos además de la elevada dispersión de los datos.

Tabla 5.4: Estadísticos descriptivos del <i>payout</i> según la etapa del ciclo económico		
	<i>Payout</i> medio(2004-2007)	<i>Payout</i> medio (2008-2013)
Media	0,3370	0,5544
Mediana	0,3338	0,5186
Máximo	1,0672	2,4758
Mínimo	0	0
Desviación típica	0,2152	0,4421

Estos resultados indican que las empresas españolas de la muestra presentan mayores tasas medias de reparto en la época contractiva que en la época expansiva¹². Aunque en principio pueda no parecer muy lógico, una posible razón de un mayor reparto en la etapa contractiva puede derivarse de la menor disponibilidad de oportunidades de crecimiento y el consiguiente incremento del FCF. Con el fin de comprobar si las diferencias son estadísticamente significativas, estimamos el siguiente modelo econométrico¹³:

$$Payout_t = \beta_1 * F_1 + \beta_2 * F_2 + \varepsilon_t \quad [4]$$

Siendo F_1 una variable ficticia que toma valor 1 si la observación corresponde a uno de los años del período 2004-2007 y toma valor cero para el resto de valores; y F_2 una variable ficticia que toma valor 1 si la observación corresponde a uno de los años entre 2008-2013 y el valor cero en caso contrario.

Tabla 5.4: Análisis de la existencia de diferencias significativas en el <i>payout</i> según la etapa del ciclo económico			
Variable	Coeficiente	Estadístico z	p-valor
F1	0,3261	6,7775	0,0000
F2	0,5502	9,4249	0,0000

¹² Ambas medias poseen una elevada desviación típica, un 21,52% y un 44,21% respectivamente, que muestra la elevada dispersión de las observaciones en ambos períodos, y en especial en el período de recesión.

¹³ El modelo planteado no incorpora término constante con objeto de no tener problemas de multicolinealidad. Además, solo se ha comprobado la hipótesis clásica de normalidad, la cual no se cumplía. La consecuencia es que los estadísticos t (student) y F (Snedcor) solo tienen validez asintótica.

Los resultados reflejados en la tabla 5.4 indican que las dos variables ficticias definidas anteriormente son estadísticamente significativas de forma individual, lo que implica que existen diferencias en el reparto de dividendos entre la fase expansiva y contractiva del ciclo. Además, la significación conjunta el estadístico $F=67,36698$ (con p-valor igual a cero) indica que las dos variables ficticias (F_1 y F_2) son significativas de manera conjunta.

6.-RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN

6.1.- ANÁLISIS POR TERCILES

Como primer paso en el análisis de la influencia de las variables explicativas propuestas sobre el *payout* de las empresas españolas, se analizan los valores medios de la muestra dividida en “terciles”, cada uno de los cuales formado por las empresas que alcanzan respectivamente un valor elevado, medio y bajo de cada variable explicativa. En consecuencia, para cada variable explicativa se estima el modelo econométrico¹⁴ siguiente:

$$Payout_t = \beta_1 * F_1 + \beta_2 * F_2 + \beta_3 * F_3 + \varepsilon_t \quad [5]$$

Donde F_1 , F_2 y F_3 son variables ficticias que toman el valor 1 si la variable explicativa toma valores “altos”, “medios” y “bajos” respectivamente y el valor 0 para el resto de los casos.

Los resultados de la estimación de la ecuación [5] se recogen en las tablas 6.1 y 6.2 para los años 2006 y 2013 respectivamente.

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico z	p-valor
Alto_LEV_2013	0,2188	0,5614	0,3898	0,6967
Medio_LEV_2013	0,6930	0,4947	1,4008	0,1613
Bajo_LEV_2013	0,9162	0,5419	1,6907	0,0909
Alto_TAMAÑO_2013	0,5636	0,4880	1,1550	0,2481
Medio_TAMAÑO_2013	0,1023	0,5613	0,1823	0,8583
Bajo_TAMAÑO_2013	1,1665	0,5275	2,2114	0,0270
Alto_OC_2013	-0,0364	0,5552	-0,0656	0,9477
Medio_OC_2013	0,9726	0,4574	2,1261	0,0335
Bajo_OC_2013	0,8116	0,6031	1,3457	0,1784

¹⁴ Solo se ha comprobado la hipótesis de normalidad, que no se cumple.

Alto_LIQ_2013	0,8342	0,4813	1,7333	0,0830
Medio_LIQ_2013	0,4556	0,4796	0,9499	0,3421
Bajo_LIQ_2013	0,5154	0,7364	0,6998	0,4840
Alto_FCF_2013	0,4389	0,4962	0,8845	0,3764
Medio_FCF_2013	0,2687	0,6537	0,4111	0,6810
Bajo_FCF_2013	0,9997	0,4862	2,0507	0,0403

Los resultados de la tabla 6.3 muestran la existencia de diferencias significativas en el *payout* de las empresas de menor tamaño, las empresas con niveles medios de oportunidades de crecimiento (valores medios de MB) y las empresas con bajos niveles de FCF. El resto de variables no presentan diferencias significativas. Estos resultados permiten afirmar que un tercio de las empresas de menor tamaño (menor activo total), que componen la muestra tienen tasas de reparto (*payout*) mayores al resto de empresas. Además, aquellas empresas que tomen valores “medios” de las oportunidades de crecimiento (ratio Market to Book) presentan también mayores tasas de reparto que el resto de empresas que componen la muestra. Por último, un tercio de las empresas que tomen valores “bajos” de FCF presentarán un *payout* superior al resto de empresas.

Tabla 6.2: Diferencias en el *payout* de las empresas divididas por terciles de las variables explicativas (2)

Variable	Coficiente	Error estándar	Estadístico z	p-valor
Alto_LEV_2006	0,3363	0,1019	3,3001	0,0010
Medio_LEV_2006	0,3314	0,0936	3,5408	0,0004
Bajo_LEV_2006	0,3320	0,0901	3,6853	0,0002
Alto_TAMAÑO_2006	0,3902	0,1035	3,7700	0,0002
Medio_TAMAÑO_2006	0,3642	0,0874	4,1675	0,0000
Bajo_TAMAÑO_2006	0,2513	0,0942	2,6680	0,0076
Alto_OC_2006	0,4010	0,1913	2,0966	0,0360
Medio_OC_2006	0,4131	0,0797	5,1819	0,0000
Bajo_OC_2006	0,2460	0,0788	3,1239	0,0018
Alto_LIQ_2006	0,3231	0,1048	3,0822	0,0021
Medio_LIQ_2006	0,2451	0,0876	2,7987	0,0051
Bajo_LIQ_2006	0,4355	0,0897	4,8530	0,0000
Alto_FCF_2006	0,3738	0,1071	3,4911	0,0005
Medio_FCF_2006	0,2842	0,0953	2,9819	0,0029
Bajo_FCF_2006	0,3467	0,0850	4,0782	0,0000

Los resultados de la tabla 6.2 muestran la existencia de diferencias significativas en el *payout* de las empresas de la muestra en función del tamaño de variables como el endeudamiento, el tamaño, las oportunidades de crecimiento, la liquidez y el FCF.

6.3.- ANÁLISIS DE REGRESIÓN DEL MODELO ECONÓMICO PLANTEADO

Los resultados de la estimación del modelo [3] para 2006 y 2013 aparecen recogidos en las tablas 6.3 y 6.4, respectivamente. El [anexo III](#) ilustra las matrices de correlación asociadas a ambas tablas.

Variable	Coeficiente	Error Estándar	Estadístico z	p-valor
OC	-0,0095	0,0144	-0,6601	0,5092
LEV	0,0071	0,0039	1,8314	0,0670
TAMAÑO	0,0179	0,0279	0,6401	0,5221
FCF	-0,0002	0,0003	-0,9276	0,3536
LIQ	0,0269	0,0810	0,3322	0,7398
Criterio de Akaike	1,2362			
Criterio Schwartz	1,5064			
Log likelihood	-23,2871			

Los resultados de la tabla 6.3 reflejan que las variables propuestas para explicar el *payout* de las empresas españolas cotizadas¹⁵ no resultan significativas ni de forma individual (nivel de significación igual a 5%) ni de manera conjunta (el estadístico F toma un valor de 1,1434 con un p-valor a 0,3528). Tanto el criterio Akaike como Schwartz toman valores pequeños lo que indica un buen ajuste del modelo.

A pesar de la ausencia de significación estadística, el signo de los coeficientes revela la relación esperada entre el *payout* y las variables de tamaño (positiva), oportunidades de crecimiento (negativa) y liquidez (positiva); y contraria a lo esperado en el caso de endeudamiento (se espera negativo y se obtiene positivo) y el FCF (se espera positivo y se obtiene negativo).

¹⁵ Se ha estimado la variable *payout* tanto para 2006 como para 2013 sin considerar aquellos valores superiores a dos (valores atípicos).

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico z	p-valor
OC	0,0117	0,0067	1,7440	0,0812
LEV	-0,0107	0,0248	-0,4326	0,6653
TAMAÑO	0,0805	0,0308	2,6108	0,0090
FCF	-0,0050	0,0035	-1,4432	0,1490
LIQ	0,0758	0,1053	0,7201	0,4714
Criterio Akaike	0,8116			
Criterio Schwarz	1,0792			
Log likelihood	-13,2891			

Los resultados recogidos en la tabla 6.4 muestran, en primer lugar, que existe una relación positiva estadísticamente significativa entre el tamaño de la empresa y su tasa de reparto de dividendos. Esta relación viene a confirmar la hipótesis de que las empresas de mayor tamaño suelen tener mayores problemas de agencia ex-post (riesgo moral) y por ello recurren en mayor medida al reparto de dividendos como medida para incrementar la frecuencia con la que se someten a la disciplina del mercado de capitales.

En segundo lugar, se observa una relación positiva aunque estadísticamente no significativa entre el *payout* y las variables de liquidez (conforme a lo esperado) y oportunidades de crecimiento (contraria a lo esperado); y negativa y estadísticamente no significativa del *payout* con las variables de endeudamiento (conforme a lo esperado) y el FCF (contrario a lo esperado).

Analizando la significación conjunta, el estadístico F toma un valor de 2,3224 con un p-valor asociado de 0,0593, que indica que las variables no son significativas en su conjunto. Tanto el criterio Akaike como Schwartz toman valores pequeños lo que indica un buen ajuste del modelo.

7.-CONCLUSIONES

Desde la formulación de la hipótesis de irrelevancia del dividendo por MM (1961), han sido muchos los trabajos de investigación que han tratado de explicar la relevancia del dividendo y qué factores pueden influir en su reparto. Bajo un supuesto de mercados perfectos, la política de dividendos es irrelevante, no afecta al valor, tal y como demostraron MM (1961), siempre y

cuando se reparta todo el FCF o un importe superior, como demuestran De Angelo y De Angelo (2006 y 2007).

La introducción de imperfecciones de mercado, tales como impuestos, costes de transacción y costes de agencia, rompen el supuesto de irrelevancia del dividendo. En primer lugar, la existencia de impuestos y de un trato fiscal discriminante de los dividendos frente a las ganancias de capital, lleva a que los accionistas no sean indiferentes en cuanto a la forma de retribución. Sin embargo, existen argumentos a favor de la neutralidad del dividendo basados en el “efecto clientela” (MM, 1961) y las “estrategias” de ajuste fiscal (Miller y Scholes, 1978), de arbitraje de dividendos o incluso de diseño del *payout* (scrip dividend). Los costes de transacción provocan distorsiones adicionales que exigen ajustar el dividendo de manera conjunta con las futuras necesidades de financiación de la empresa y a las preferencias de liquidez del accionista.

En segundo lugar, la existencia de costes de agencia entre accionistas y directivos justifica la existencia de una política de dividendos como mecanismo de control de los directivos, que reduce el uso ineficiente del FCF. Además, la teoría de las señales sostiene que el reparto de dividendos transmite información al mercado acerca de las perspectivas futuras de inversión, que permite reducir los problemas de agencia entre accionistas y directivos. Según esta teoría, la política de dividendos debe ser estable en el tiempo y ajustada a la situación económico-financiera de la empresa. Aunque existen otras formas de transmitir información al mercado, como son los beneficios, la recompra de acciones; sin embargo carecen de la fiabilidad y el alcance de los dividendos.

En el análisis de la política de dividendo de las empresas españolas cotizadas en el período 2004-2013 muestra dos etapas claramente diferenciadas: una etapa de expansión hasta 2008, coincidiendo con el ciclo económico expansivo, en el que tanto el *payout* como las diferencias entre empresas aumentan de manera constante; y otra de recesión desde 2009, en la que se observa una brusca reducción del *payout*, su volatilidad y cierta tendencia a retomar la senda de crecimiento.

El análisis de los factores determinantes del *payout* no arroja resultados claros. Algunos de los resultados de la estimación parecen corroborar la teoría de la

agencia, como es el hecho de que el *payout* se encuentre positivamente relacionado con el tamaño, aunque solo se cumple para el modelo estimado en 2006. El resto de las variables analizadas (endeudamiento, FCF, oportunidades de crecimiento, y ratio de liquidez) no se muestran estadísticamente significativas para explicar el *payout*, a pesar de su relevancia en la literatura financiera previa.

8.-BIBLIOGRAFÍA

Azofra, V. (1986): "Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, nº 1, pp. 257-274.

Azofra, V. y De la Fuente, G. (2008): "La huella indeleble de Modigliani y Miller: MM (1958-2008)", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. 63, nº194, pp. 373-401.

Azofra, V. y López, Ó. (2007): "Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde una perspectiva internacional. Evidencia empírica internacional", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, nº 33, pp. 95-126.

Bhattacharya, S. (1979): "Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 259-270.

Black, F. y Scholes, M. (1974): "The effects of the dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 1, pp. 1-22.

Berk, J.; DeMarzo, P. y Harford, J. (2010): "Fundamentos de finanzas corporativas", Pearson Educación, Madrid.

Brealey, R.; Myers, S.C y Allen, F. (2010): "Principios de Finanzas Corporativas", McGraw-Hill, México.

Brenan, M.J. (1970): "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy", *The Journal of Finance*, vol. 45, pp. 993-1018.

Brickley, J.A. (1983): "Shareholder Wealth, Information Signalling, and the Specially Designated: An Empirical Study", *Journal of Financial Economics*, vol. 12, pp.187-209.

De Angelo, H. y De Angelo, L. (2006): "The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem", *Journal of Financial Economics*, vol. 79, pp 293-315.

De Angelo, H. y De Angelo, L. (2007): "Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why", *Journal of Financial Economics*, pp. 11-27.

Díez, J.L. y De Foronda, Ó. (2001): "La política de dividendos de las empresas españolas: un ajuste parcial al objetivo de reparto", *Cuadernos de Estudios Empresariales*, vol. 11, pp. 141-159.

Gómez- Bezares, F. y Apraiz, A. (2012): "Política de dividendos", *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol.15, pp. 166-183.

Fernández, E. (1999): "La polémica de la señalización: Beneficios vs Dividendos", *La gestión de la diversidad: XIII Congreso Nacional, IX Congreso Hispano-Francés*, vol. 1, ISBN: 84-95301-10-5, pp. 557-566.

Fórmulas de remuneración del accionista: significado, implicaciones fiscales contables y ejemplos, *Revista BME*, nº195, II trimestre 2013.

González, F. (1996): "El efecto precio de la política de dividendos: Hacia una integración de los paradigmas de señales y agencia", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 25, nº88, pp. 581-606.

Gordon, M.J. (1959): "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, Mayo, pp. 99-105.

Higgins, R.C. (1972): "The Corporate Dividend-Saving Decision", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, marzo, pp. 1527-1541.

Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nº4, pp. 305-360.

Jensen, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, nº76, pp. 323-339.

Kirshman, J.E. (1933): "Principles of Investment", McGraw-Hill, Nueva York.

López, F.J. y Rodríguez, J.A. (1999): "La decisión de dividendos en la empresa española: un contraste de teorías alternativas", *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, nº3, pp. 29-44.

López, F.J. y Saona, P. (2007): "Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, nº31, pp.119-146.

Lozano, M.^a y Restrepo, J.P. (2005): "El impacto de la liquidez corporativa sobre el valor de las decisiones de la empresa", *Documento de trabajo "Nuevas tendencias en dirección de empresas*, nº8, pp.1-28.

Menéndez, C. y Guerrero, S. (1994): "La controversia sobre la política de dividendos: revisión y síntesis", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 24, nº80, pp. 793-816.

Miller, M.H. (1988): "The Modigliani-Miller Propositions after thirty years", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nº4, pp. 99-120. Traducido por Piñera.M (2009), *Revista Asturiana de Economía*, nº43, pp. 7-35.

Miller, M.H. y Modigliani, F. (1961): "Dividend, policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business*, nº34, octubre, pp. 411-433.

Miller, M y Rock, K. (1985): "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 1031-1051.

Miller, M.H. y Scholes, M. (1978): "Dividend and Taxes", *The Journal of Financial Economics*, vol. 6, diciembre, pp. 333-364.

Núñez, M. (1994): "Factores influyentes en el reparto de dividendos: Análisis de regresión aplicado a la Bolsa de Madrid (1)", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 24, nº78, pp. 33-69.

Palacín, M^a.J. y Di Pietro, F. (2011): “El valor informativo de los dividendos en las empresas españolas”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 20, nº2, pp. 9-21.

Rodríguez, J.M. (1987): “Discusión teórica y evidencia empírica acerca de la política de dividendos (Una larga saga en pliego de cordel)”, *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, nº2, pp. 9-34

Rodríguez, J.M. (1988): “La decisión de distribuir dividendos: investigación empírica en la gran empresa española”, *Investigaciones económicas*, nº2, pp. 243-258.

Williams, J.B. (1938): “The Theory of Investment Value”, *Harvard University Press*. Cambridge, MA.

9.- ANEXOS

ANEXO I

SCRIP DIVIDEND DE IBERDROLA (2013)

Iberdrola SA es una empresa que además del dividendo en efectivo tradicional utiliza el dividendo flexible mediante dos ampliaciones de capital liberado al año, con objeto de remunerar a sus accionistas.

El 22 de junio de 2012, la Junta General de Accionistas de Iberdrola aprueba la primera ampliación de capital liberada, correspondiendo a cada acción un derecho de asignación gratuita (en adelante, DAG). Las condiciones de la ampliación son que se necesitan 28 DAG para adquirir una acción nueva. El máximo número de acciones previstas a emitir y su importe nominal ascienden a 219.246.178 y 164.434.633 €, respectivamente. El número de acciones de Iberdrola antes de la ampliación asciende a 6.138.893.000. Los DAG son negociables en Bolsa entre el 3 y el 17 de enero de 2013, durante dicho plazo los propietarios de 2.154.744.961 acciones deciden vender sus DAG a Iberdrola a un precio prefijado de 0,14€/DAG por lo que el importe adquirido asciende a 308.128.529 €. El resto de acciones (3.984.148.039) se acogen a la ampliación. Las condiciones de ampliación son que se necesitan 28 DAG para

adquirir una acción nueva. Finalmente, el número de acciones que se emiten en esta ampliación asciende a 142.291.000.

En esta primera ampliación, los propietarios de un 35,10% de las acciones deciden vender sus DAG a Iberdrola, SA con objeto de recibir dinero en efectivo. El resto de accionistas (64,90%) optaron por acudir a la ampliación con sus DAG y adquirir las nuevas acciones.

El 22 de marzo de 2013, la Junta General de Accionistas de Iberdrola aprueba la segunda ampliación de capital liberada. Las condiciones de la ampliación son que se necesitan 30 DAG para adquirir una acción nueva. Los DAG serán negociables en la Bolsa de Valores entre el 3 y el 17 de Julio de 2013, ambos inclusive. Una vez finalizado este periodo los DAG se convertirán en acciones de nueva emisión, salvo que sus propietarios decidan vendérselos a Iberdrola o al mercado. En el momento de la ampliación el nº de acciones en circulación de Iberdrola es de 6.130.435.584. Los accionistas propietarios de 2.844.253.055 acciones deciden vender sus derechos a Iberdrola a un precio prefijado de 0,13 €/DAG. Por lo tanto, el importe adquirido asciende a 369.752.897,15 €, que supone una salida de tesorería destinada a remunerar al accionista. El nº de acciones que se acogen a la ampliación asciende a 3.286.182.529 por consiguiente el nº de acciones emitidas asciende a 109.539.416.

En esta segunda ampliación, los propietarios de un 46,40% de las acciones decidieron vender sus DAG a Iberdrola, SA para recibir dinero en efectivo. En cambio, los propietarios del 53,60 % de las acciones acudieron a la ampliación.

El dividendo pagado más la adquisición de DAG recogidos en el Estado de Flujos de Efectivo (en adelante, EFE) debe coincidir con el dividendo por acción bruto pagado que aparece en páginas como Invertia y Expansión multiplicado por el número de acciones con derecho al mismo en cada momento.

Tabla 9.1: Dividendo pagado por Iberdrola en 2013				
Fecha	Tipo	Dividendo por acción	Sobre acciones	Importe
03/01/2013	A cuenta 2013	0,14 €	2.154.744.961	308.128.529 €
03/07/2013	A cuenta 2012	0,03 €	6.130.435.584	183.913.068 €
03/07/2013	A cuenta 2012	0,13 €	2.844.253.055	369.752.897 €
Total		0,30 €		861.794.494 €

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Invertia y Expansión.

Tabla 9.2: Salida de caja de dividendo según el Estado de Flujos de Efectivo	
Compra de DAG	677.881.000 €
Dividendo pagado	183.771.000 €
Total dividendo pagado	861.652.000 €

Fuente: Estado de Flujos de Efectivo consolidado (2013).

En las tablas 9.1 y 9.2 se puede apreciar que se cumple la igualdad comentada en el párrafo anterior ya que la salida de caja en forma de dividendo coincide con el importe repartido.

Según la base de datos de Amadeus el dividendo por acción bruto de Iberdrola para el año 2013 asciende a 0,03 €, importe que coincide con el aprobado por el Consejo de Administración en la propuesta de reparto de resultados. No obstante, este dato no refleja el dividendo que realmente ha pagado Iberdrola, SA, ya sea en forma de efectivo o través del scrip dividend. El dividendo que considera Amadeus es diez veces inferior al real. Esta diferencia tan significativa se puede deber a que la base de datos Amadeus no considera la compra de DAG como dividendo, cuando si lo es en realidad, ya que se está remunerando al accionista en dinero en efectivo.

ANEXO II

LISTADO DE EMPRESAS ANALIZADAS POR SECTORES (MERCADO CONTINUO)

Sector Petróleo y Energía		Sector de Bienes de Consumo	
1	Repsol SA	52	Barón de Ley SA
2	Enagas SA	53	Bodegas Riojanas SA
3	Endesa SA	54	CIA Vinícola Norte España SA
4	Gas Natural SDG SA	55	Deoleo SA
5	Iberdrola SA	56	Ebro Foods SA
6	Red Eléctrica Corporación SA	57	Natra SA
7	Fersa Energías Renovables	58	Pescanova, SA
8	Montebalito SA	59	Viscofan SA
9	Solaria energía y medio ambiente	60	Adolfo Domínguez SA
Sector Materiales Básicos, Industria y Construcción		61	Dogi SA
10	Acerinox SA	62	Inditex SA
11	CIE Automotive SA	63	Adveo Group International
12	Lingotes Especiales SA	64	Ence Energía y Celulosa SA
13	Tubacex SA	65	Iberpapel Gestión SA
14	Tubos reunidos SA	66	Miquel y Costas& Miquel SA
15	Azkoyen SA	67	Papeles y Cartones Europa SA
16	Construcción y Auxiliar Ferrocarriles(CAF) SA	68	Almirall SA
17	Elecnor SA	69	Biosearch SA
18	Gamesa Corporación Tecnológica SA	70	FAES Farma SA
19	Nicolas Correa SA	71	Grifols SA
20	Zardoya OTIS SA	72	Laboratorios farmacéuticos Rovi SA
21	Acciona SA	73	Laboratorios Reig Jofre, SA

22	ACS	74	Prim SA
23	CIA Levantina y edificación obras públicas(CLEOP) SA	75	Zeltia SA
24	Ferrovial SA	76	Vidrala SA
25	Fomento de construcciones y contratas SA	Sector Servicios de Consumo	
26	Grupo Empresarial San José SA	77	Codere SA
27	OHL, SA	78	Melia Hotels International SA
28	SACYR, SA	79	NH Hotel Group
29	Cementos Portland Valderrivas	80	DIA, SA
30	Uralita SA	81	AtresMedia SA
31	ERCROS SA	82	Mediaset SA
32	Abengoa, SA	83	PRISA
33	Applus Services SA	84	Vocento SA
34	Duro Felguera SA	85	AENA
35	Fluidra SA	86	Vértice Trescientos Sesenta Grados, SA
36	GAM(General de Alquiler de Maquinaria),SA	87	International Consolidat Airlines Group
37	Inypsa, SA	88	Abertis Infraestructuras SA
38	Técnicas reunidas SA	89	Clinica Baviera SA
Sector Tecnología y Telecomunicaciones		90	Funespaña SA
39	Grupo Ezentis SA	91	Prosegur SA
40	Telefónica SA		
41	Amadeus it holding SA		
42	Amper SA		
43	Indra Sistemas SA		
44	Tecnocom SA		
Sector servicios financieros e inmobiliarios			
45	Sotogrande, SA	92	Martinsa-Fadesa, SA

46	Corporación Financiera Alba SA	93	Nyesa Valores Corporación
47	Inmobiliaria Colonial SA	94	Reyal Urbis
48	Inmobiliaria del Sur SA	95	BME SA
49	Quabit Inmobiliaria SA	96	Testa Inmuebles en Renta SA
50	Realia Business SA	97	Urbas grupo financieros SA
51	RentaCorporación Real State, SA		

ANEXO III

MATRICES DE CORRELACIÓN

Tabla 9.7: Matriz de correlaciones para el modelo [3] (2013)

	PAYOUT_2013	OC_2013	FCF_2013	LEV_2013	TAMAÑO_2013	LIQ_2013
PAYOUT_2013	1	-0,0222	-0,1293	0,2842	0,1475	-0,0513
OC_2013		1	0,0595	0,2497	0,0500	-0,1057
FCF_2013			1	0,0423	-0,0711	-0,0385
LEV_2013				1	0,3034	-0,1685
TAMAÑO_2013					1	-0,4084
LIQ_2013						1

Tabla 9.8: Matriz de correlaciones del modelo [3] (2006)

	PAYOUT_2006	OC_2006	FCF_2006	LEV_2006	TAMAÑO_2006	LIQ_2006
PAYOUT_2006	1	0,2046	-0,2041	0,1104	0,31285	-0,1644
OC_2006		1	-0,0595	0,1237	-0,0452	-0,1066
FCF_2006			1	-0,0725	-0,1077	0,4171
LEV_2006				1	0,5491	-0,4885
TAMAÑO_2006					1	-0,4876
LIQ_2006						1