



Universidad de Valladolid
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

***LA INFLUENCIA DE LOS DIVIDENDOS SOBRE LA
VALORACION BURSATIL DE LAS
EMPRESAS.CASO IBEX-35.***

Autora: Cristina Tornadijo García

Tutora: Begoña Villarroya Lequericaonandia

SEPTIEMBRE 2012

INDICE

PARTE I

1 INTRODUCCION

2 MARCO TEORICO

2.1. Introducción

2.2. Política de dividendos: similitudes y diferencias bajo una perspectiva global

2.3 Algunas teorías

3. ASPECTOS INFLUYENTES EN LA POLITICA DE DIVIDENDOS ADOPTADAS POR LAS SOCIEDADES

PARTE II

4 LOS CAMBIOS EN LA POLITICA DE DIVIDENDOS: EL MODELO DE LINTNER

5 POLITICA DE DIVIDENDOS Y PROBLEMAS DE AGENCIA: ANALISIS DE ALGUNOS DE LOS ESTUDIO PRINCIPALES.

6 POLITICA DE DIVIDENDOS Y OTRAS VARIABLES

7 TRABAJO EMPIRICO

7.1 Hipótesis

7.2 Estudio empírico

7.3 Resultados del estudio empírico

8. CONCLUSIONES



ANEXO I

ANEXO II

FUENTES



PARTE I

1. INTRODUCCION

2 MARCO TEORICO

2.1. Introducción

2.2. Política de dividendos: similitudes y diferencias bajo una perspectiva global

2.3 Algunas teorías

3 ASPECTOS INFLUYENTES EN LA POLITICA DE DIVIDENDOS ADOPTADAS POR LAS SOCIEDADES

PARTE I

1 INTRODUCCION

La valoración bursátil de las sociedades está condicionada por muchos factores como las expectativas que otorga el mercado de crecimiento a las sociedades, los dividendos repartidos, sus valores contables como la solvencia, liquidez, endeudamiento, entre otros.

En este trabajo nos vamos a centrar en el reparto de dividendos de las sociedades. El objetivo será, por un lado, ver si el reparto de los dividendos por si solo tiene relevancia en la valoración de las acciones y, por otro lado, ver si el pago de dividendos está más valorado en el mercado en el caso de las empresas que tengan un elevado ratio pay-out o si por el contrario se valoran más en el mercado a aquellas empresas que presenten una disminución de su ratio pay-out. Para llegar a los objetivos voy a realizar un estudio empírico sobre una muestra de 35 empresas, las empresas que cotizan en el IBEX-35, que va a consistir en el análisis de las correlaciones de las variables utilizadas mediante el Coeficiente de correlación de Pearson.

Este trabajo está dividido en dos partes. La primera parte comienza con una breve introducción para continuar hablando en el segundo punto del marco teórico y posteriormente de los aspectos influyentes en la política de dividendos que adoptan las empresas.

En la segunda parte se recopilan los estudios previos a este, posteriormente se realiza el trabajo empírico seguido de sus conclusiones.

En último lugar el trabajo presenta los anexos I y II donde se recogen las tablas correspondientes al estudio y las fuentes donde aparecerán recogidos toda la bibliografía y recursos online.

2 MARCO TEORICO

2.1 Introducción

Toda empresa debe tomar ciertas decisiones a la hora de decidir cuál será la cuantía de dividendos a pagar a sus accionistas.

Una buena elección de la política de dividendos es muy importante en una empresa, por ello los directores financieros prestan especial atención a ella, porque, entre otros motivos, los inversores tendrán en cuenta los dividendos pagados por una empresa para decidir si invertir en ella o no, tanto por lo que podrán obtener de ellos, como por el valor que aportarán a la cotización de acciones.

El precio de las acciones aumenta en función del incremento del pago de dividendos pero también, un pago alto de dividendos, puede originar una menor inversión o un aumento en el endeudamiento de la empresa por tener que buscar financiación ajena.

Este es otro de los motivos por el cual los directores financieros tienen en cuenta el reparto del dividendo, ya que este reparto afectará a la estructura de endeudamiento de la empresa y con ello a su estrategia de crecimiento.

Para comprender mejor las decisiones sobre la política de dividendos, Frankfurter y Wood (1997) realizan un estudio sobre la historia de las políticas de dividendos desde la aparición de las primeras empresas con accionistas como propietarios.

Estos autores destacan que ya a principios del siglo XVI, los capitanes de los barcos mercantes de Gran Bretaña y Holanda empezaron a vender a los inversores derechos sobre la retribución financiera de sus viajes. Al final de los viajes, los ingresos derivados de la venta de las mercancías se dividían entre los participantes en proporción a su propiedad en la empresa. Estas distribuciones eran, de hecho, pagos que liquidaban la empresa.

A finales del siglo XVI, estos derechos sobre los resultados del viaje empezaron a cotizarse en el mercado.

Sin embargo, según fue pasando el tiempo, los propietarios empezaron a darse cuenta de que la completa liquidación del activo al final de cada viaje era ineficiente. Los costes de puesta en marcha y de liquidación en cada proyecto eran elevados.

El concepto de empresa sin una vida finita perduró y produjo la primera regulación del pago de dividendos derivados solamente de los beneficios.

En 1700 el parlamento británico ya había establecido modelos que regulaban los pagos de dividendos. El éxito de la estructura de propiedad compartida mediante acciones en las empresas navieras se contagió a multitud de otras industrias emergentes a finales del siglo XVII, como por ejemplo, a la minería, la banca, la venta al por menor y las empresas públicas.

2.2 Política de dividendos: similitudes y diferencias bajo una perspectiva global

Los dividendos son importantes en países donde las empresas se estructuran en general como organizaciones que cotizan en bolsa. Sin embargo, los entornos económicos varían en el mundo en términos de leyes, regulaciones y derechos de aduana.

En consecuencia las políticas de dividendos difieren de país a país. Así por ejemplo, la frecuencia de los pagos de dividendos en empresas estadounidenses es de 3 meses frente al año de las empresas europeas.

La información que se proporciona al mercado al igual que la variedad de códigos fiscales, que cambian con frecuencia a medida que se producen reformas tributarias en los distintos países, también tienen un efecto importante sobre la política de dividendos.

Pese a las diferencias en las características (tamaño, rentabilidad, frecuencia,..) de los flujos de dividendos de las empresas de distintos países, y a la gran variedad de leyes fiscales, regulaciones e instituciones, podemos señalar algunas similitudes entre las políticas de dividendos de distintos países. En concreto, el alisamiento de los dividendos parece ser una tendencia entre los directivos en cualquier parte del mundo.

Leithner y Zimmermann (1993) analizaron los flujos de dividendos en cuatro países europeos: Alemania, Reino Unido, Francia y Suiza. Observaron como los test de los ratios de variación respaldaron la hipótesis de que los directivos intentan alisar la variación temporal de los dividendos en los cuatro países. Para estudiar los ratios de pago objetivo a largo plazo en estos cuatro países, estos autores utilizaron un valor de inversión de mercado sustituto de los beneficios permanentes y encontraron que aparecía una relación a largo plazo entre los dividendos y los valores de mercado en el reino Unido, pero no en los otros países estudiados.

2.3 Algunas teorías

Modigliani y Miller (1961) publicaron un artículo en el que asumieron que en un mercado perfecto de capitales, las decisiones óptimas de inversión son independientes de la forma en que dichas inversiones se financien y, por tanto, también de la política de distribución de beneficios, que para ellos, era irrelevante. En otras palabras, un pago de dividendos superior a los dividendos residuales no puede incrementar la riqueza del accionista (todas las políticas de dividendos son equivalentes): no hay ninguna política particular que pueda aumentar (o disminuir) la riqueza de los accionistas frente a otra política.

Esta conclusión no fue bien recibida en el mundo financiero puesto que el conocimiento establecido en esos momentos sostenía que una política de dividendos gestionada sí tenía un impacto sobre el precio de las acciones y sobre la riqueza de los accionistas.

Estos autores se enfrentaron a la cuestión de la relevancia de la política de dividendos enmarcando su análisis en el contexto de un mercado de competencia perfecta pero en la realidad, el mercado no es exactamente perfecto ya que existen impuestos, costes de transacción, fallos de información..., lo que ha provocado que hayan surgido otra serie de teorías más acordes a la realidad que están recogidas a continuación.

Teoría de los dividendos residuales

Esta teoría recoge que debido a la existencia de los costes originados por la emisión de acciones, a las empresas les supone un mayor coste la obtención de dinero mediante autofinanciación que mediante los beneficios no distribuidos.

El resultado de los costes de emisión es la eliminación de la indiferencia existente entre emitir acciones para costear el pago de los dividendos y la financiación interna. Por ello, los pagos de dividendos solo se llevarán a cabo si los beneficios no son utilizados en su totalidad para propósitos de inversión, esto es, solo se efectuará el reparto cuando queden beneficios después de fijar la política de inversiones que llevará a cabo la empresa.

Esta teoría se basaría en los siguientes puntos:

- A. Mantener estable el ratio de endeudamiento
- B. Aceptar un proyecto de inversión solo si su valor actual es positivo.
- C. Financiar el desembolso originado por los nuevos proyectos procedentes de los fondos propios, en primer lugar, utilizando financiación interna y posteriormente mediante la emisión de nuevos títulos
- D. Los beneficios sobrantes se repartirán como dividendos.

Teoría de la clientela

En un mercado que fuera eficiente los inversores podrían crear su propia política de dividendos comprando o vendiendo acciones según quisieran obtener más o menos rentabilidad que la obtenida vía dividendos repartidos por las empresas, pero cuando hay costes de transacción, el comprar o vender títulos resulta más caro al accionista que tiene que pagar esos costes además de pagar los impuestos por recibir los dividendos o plusvalías en el caso de la venta de títulos.

Como consecuencia de la existencia de estos costes de transacción, esta teoría recoge que los accionistas podrían no estar interesados en adquirir o vender las acciones que les permitan diseñar su propia política de dividendos. De tal forma que los inversores buscarán aquellas empresas que a través de su política de dividendos se consigan ajustar lo máximo posible la política que se crearía el propio inversor.

Teoría del valor informativo de los dividendos

Para esta teoría los cambios en la política de dividendos facilitan información al mercado de valores. Un incremento en los dividendos esperados puede ser interpretado como una buena noticia. Una disminución de los dividendos podría indicar malas noticias. Su total exclusión, sería el síntoma de que algo grave ocurre a la empresa.

El precio de los títulos, en un mercado eficiente, muestra a los accionistas toda la información que hay disponible para que puedan invertir en la empresa, pero, en la realidad, los inversores no conocen todo sobre de los flujos de caja esperados. Los mejores informados son los directivos y de su capacidad para comunicar la información al mercado, en cierto modo, dependerán las buenas estimaciones del valor intrínseco de las acciones.

Teoría de los costes de agencia

Esta teoría muestra como son varios los conflictos de intereses potenciales que pueden estar implicados en las decisiones empresariales. Los conflictos en los que me voy a centrar son los surgidos entre accionistas y prestamistas y entre directivos y accionistas.

- **Accionistas frente a prestamistas**

Los accionistas y los prestamistas comparten el valor de los flujos de caja generados por las operaciones de las empresas.

Los prestamistas tienen derecho a recibir pagos de intereses periódicamente y a recibir el valor completo de su derecho, al vencer la deuda. Los accionistas, como reclamantes residuales, tienen derecho a todo el valor restante una vez hayan sido satisfechas las obligaciones con los prestamistas.

A los accionistas les gustaría recibir el máximo dividendo posible. Estos pagos de dividendos hacen que el flujo de caja de los prestamistas sea más arriesgado ya que el valor de los activos utilizados para devolver la deuda se ven disminuidos.

Los prestamistas, por su parte, preferirán retener el máximo valor de la empresa posible hasta que su deuda esté pagada en su totalidad, lo que significa, que optan por minimizar el pago de dividendos.

Siendo conscientes de que los incentivos de los accionistas para apropiarse del valor es pagando excesivos dividendos, los prestamistas restringen la capacidad de los accionistas de pagar dividendos. Esta limitación se lleva a cabo mediante la introducción de cláusulas en los contratos de deuda que restringen los pagos de dividendos.

Además de las restricciones directas sobre el pago de dividendos, también se imponen restricciones indirectas sobre la capacidad de los accionistas de pagar dividendos. Un ejemplo es el requisito de un valor mínimo de los capitales propios.

- Accionistas frente a directivos

Los accionistas son los propietarios de la empresa, pero la dirección controla sus operaciones día a día. Esta separación es a menudo una consecuencia de las exigencias de una economía de escala: para ser capaz de ofrecer un producto o servicio de forma eficiente, las organizaciones tienen que operar a gran escala, con un tamaño que no puede ser financiado por unos pocos directivos-propietarios. En consecuencia, la mayoría de las grandes empresas están financiadas por un gran y variado grupo de inversores, que delegan la toma de decisiones a directores profesionales. A menudo estos directivos no contribuyen con capital a la empresa más allá de su capital humano.

En teoría los directivos son nombrados por el consejo de administración para que sirvan como agentes de los accionistas. Se supone que los consejos controlan la actuación de los directores para asegurar que sus decisiones vayan de acuerdo con los intereses de los accionistas.

Los directivos deben lograr alcanzar el objetivo de llevar al máximo el valor de la empresa algo que se hace más costoso debido a la salida de recursos vía dividendos.

Un pago de dividendos elevado fuerza a los directivos a recaudar fondos de los mercados financieros con más frecuencia de la que sería necesaria en caso de pagar menos dividendos. Esto ocasiona que el coste en financiación sea más elevado que si la propia empresa se autofinanciase y supone un obstáculo a los directivos en la obtención de sus objetivos.

Teoría de las expectativas

Esta teoría parte de la idea de que lo importante en las economías, no es tanto lo que sucede actualmente, como lo que se espera que suceda. En la fecha en que la empresa realiza el anuncio de los dividendos a repartir, el mercado ya se ha formado unas expectativas sobre los mismos que se verán reflejadas de forma automática en el precio de las acciones de la empresa de tal forma, que cuando se anuncia un reparto de los dividendos, si éstos coinciden con lo que el mercado estaba esperando, no se producirá variación alguna en el precio de los títulos. Pero, si el anuncio del reparto es mayor de lo esperado por el mercado, el precio ascenderá y si se anuncia menos el precio de las acciones caerá.

3 ASPECTOS INFLUYENTES EN LA POLITICA DE DIVIDENDOS ADOPTADAS POR LAS SOCIEDADES

Son varias las imperfecciones que presenta el mercado y que afectan a las decisiones de los directivos que deben adaptarlas para enfrentarse a ellas de la mejor manera posible. Aspectos tales como los impuestos que afectan a las ganancias obtenidas por las empresas, la información que se transmite con los pagos de dividendos, etc. son objeto de estudio en este apartado.

Impuestos

Las empresas pueden conocer mucho sobre sus accionistas quienes en general se pueden clasificar en:

- Inversores que prefieren plusvalías,
- Inversores que prefieren ingresos en dividendos, e
- Inversores neutrales a nivel fiscal.

Esta clasificación se efectúa teniendo en cuenta que los inversores tienen tendencia a seleccionar la inversión en empresas que distribuyan sus dividendos de la forma que mejor se ajusta a sus circunstancias. Así, los inversores con elevadas tasas de impuestos deberían preferir empresas con

pagos de dividendos reducidos o inexistentes. En cambio, para los inversores empresariales, que pagan impuestos por los beneficios obtenidos, debería preferir los ingresos a las plusvalías.

Para los inversores neutrales a nivel fiscal (inversores como fondos de pensiones, fundaciones benéficas, etc.), los impuestos no deberían dictaminar ninguna preferencia por la política de dividendos de una empresa. Sin embargo, algunos inversores de fiscalidad neutral pueden estar restringidos al consumo de sus ingresos (por ejemplo, dividendos) y no estarles permitida la venta de acciones para generar capital. Las instituciones que tengan estas restricciones puede que prefieran invertir en empresas con patrones de dividendos predecibles.

Debido a la importancia de las consideraciones fiscales al ahora de tomar una decisión de política de dividendos, los directores financieros deberían estar muy atentos a los cambios en la fiscalidad. Cualquier cambio sustancial puede dictaminar un giro en la política de dividendos. Los directivos deben conocer tanto a sus inversores como a la normativa fiscal. La situación tributaria, por lo tanto, es el primer lugar a investigar en busca de pistas acerca de la política de dividendos apropiada para una empresa que busque inversores.

Costes de agencia

En el apartado anterior hemos hablado de la teoría de agencia donde hemos visto los problemas entre los accionistas y los directivos. Estos problemas vienen originados por la diferencia de intereses entre estos dos grupos. Lo que los accionistas quieren es que la empresa reparta el máximo de los resultados en forma de dividendos mientras que lo que los directivos buscan es poder conseguir su objetivo, que la empresa alcance su máximo valor. Este último objetivo es algo más difícil de conseguir si el reparto de dividendos es alto puesto que la empresa deberá acudir al mercado a financiarse y esto le originará unos costes mayores que si se autofinanciara, además de tener que renunciar a la realización de inversiones que llegarían a ser muy rentables para la empresa.

Las empresas deberían adoptar una política de dividendos que permita la implementación de una política de inversión que maximice el valor en el mercado. En general, las empresas no deberían pagar menos dividendos de los aconsejables. Los fondos retenidos deberían destinarse a la inversión en proyectos que superen la regla del VAN. Tener demasiado capital ocioso, es una mala inversión.

Los directivos experimentan un conjunto normal de tentaciones humanas. Por un lado, si la retribución y/o el prestigio del directivo depende del tamaño o de las ventas de la empresa, existe la tentación de sobreinvertir, es decir, de invertir en proyectos con VAN negativo o de adquirir otras empresas que no sean estratégicamente rentables.

Por otro lado, el pago excesivo de dividendos y la infravaloración en proyectos con VAN positivo también pueden conllevar problemas. Estos problemas pueden resolverse mediante contratos de obligaciones que limiten los pagos de dividendos.

Cuando los directivos negocian las limitaciones de dividendos con los acreedores, intentan obtener el equilibrio óptimo entre una futura flexibilidad de dividendos y la protección del acreedor y deberán tener en mente las consecuencias de estas restricciones de dividendos en relación a sus opciones futuras.

Las investigaciones empíricas indican que las empresas en crecimiento y las empresas con mucha deuda eligen restricciones de dividendos más estrictas y pagan menos dividendos.

Las empresas con poca deuda, también deberían negociar condiciones de dividendos menos restrictivas en comparación con las empresas con niveles elevados de deuda.

Para las empresas con gran crecimiento, poca deuda y muchos accionistas, los dividendos son relativamente más importantes a la hora de controlar conflictos de agencia potenciales entre directivos y accionistas. Los pagos de dividendos fuerzan a una empresa (y en especial a una empresa con gran crecimiento) a



dirigirse a los mercados de capital con más frecuencia. El control efectuado por los mercados de capital limita la capacidad de los directivos de tomar medidas en beneficio propio. Pero si los directivos poseen un porcentaje significativo de las acciones existentes, sus intereses están más alineados con los de los accionistas que sólo poseen unas pocas acciones.

Información asimétrica

Cualquier cambio en el reparto de dividendos va a transmitir información más o menos relevante al mercado. Parte de los estudios que hay sobre dividendos, se centran en averiguar qué efectos tiene en el mercado el anuncio de cambios en el reparto de los dividendos. Muchos estudios han documentado aumentos importantes en el precio de las acciones ante anuncios de aumentos de dividendos frente a grandes caídas del precio de las acciones cuando las empresas reducen dividendos. Por ello los directivos deber conocer de antemano la reacción que el mercado va a tener ante el conocimiento de cierta información.

El mercado infiere mensajes distintos en relación a los distintos tipos de dividendos. Por ejemplo, el mercado presenta una reacción más fuerte ante aumentos de los dividendos regulares que ante incremento de los dividendos especialmente diseñados, llamados “dividendos extra o especiales”.

Las disminuciones del flujo de caja libre no deberían ir acompañadas de reducciones de dividendos, a no ser que se espere que en el futuro se mantengan niveles bajos de flujo de caja libre. Los inversores interpretan las reducciones de dividendos como malas noticias, y los precios de las acciones caen en picado cuando éstos son anunciados.

De forma análoga, los directivos deberían tener cuidado con los grandes aumentos de dividendos, de nuevo, para evitar la posibilidad de posteriores reducciones de dividendos. Si el flujo de caja libre se ve incrementado y se prevé que siga esta tendencia, se deberían graduar los incrementos de dividendos a lo largo del tiempo.



Mientras quede clara la interpretación del mercado acerca de la causa subyacente de los cambios en los dividendos, no podemos saber si tales cambios serán recibidos con reacciones destacables en el mercado. Esta observación respalda el esfuerzo de suavizar los dividendos a lo largo del tiempo en relación a los flujos de caja libre esperados.

Coste de transacción

Los inversores pueden recibir dinero vía dividendos o vía venta de las acciones y ello conlleva asumir costes de transacción. Estos costes se podrían evitar si los inversores se agruparan y eligieran a las empresas que más se ajusten a sus preferencias en cuanto a los flujos de caja, de tal forma que los inversores con más ingresos preferirán invertir en empresas que un reparto menor de dividendos para evitar esos costes de transacción, Por ello, aquellos inversores con mayores ingresos van a tener preferencia por invertir en sociedades que realicen un menor reparto de sus dividendos para minimizar estos costes, mientras que aquellos inversores con inferior capacidad adquisitiva, van a preferir un flujo de dividendos elevado y estable, como medio principal de sus consumos diarios y, por lo tanto, elegirán aquellas empresas con un flujo de dividendos elevado y estable.

Para una empresa en crecimiento, en la que las necesidades de inversión son elevadas y en la que la volatilidad de los flujos de caja operativos puede ser importante, es probable que los flujos de caja residuales sean bajos e incluso negativos y erráticos. Se aconseja que estas empresas retrasen sus pagos de dividendos hasta que se pueda sostener un nivel de pago con tranquilidad. Se puede ir incrementando este pago de forma gradual según la tasa de crecimiento y los requisitos de inversión.

Para la empresa madura, los niveles de pago deberían ser más generosos, pero también estables alrededor de los residuales esperados.



Costes de creación

Los costes de creación favorecen una política residual. Como ya se ha comentado, estos costes de creación pueden ser importantes para pequeñas empresas y emisiones de acciones. Por lo tanto, las pequeñas empresas deberían pagar líquido solo si los flujos de caja operativos superan los niveles de inversión previstos.

Gestionar los dividendos provocaría, casi sin duda alguna, un mayor nivel de costes de creación. La utilización de una política de dividendos residual supone que las empresas no pueden predecir los flujos de caja libres. Si una empresa puede predecir que los flujos de caja operativos serán positivos en este periodo pero negativos en periodos posteriores, puede que quiera reservar parte de este excedente para minimizar costes de creación futuros.

Esta decisión puede verse como una decisión básica: elegir entre pagar o retener el flujo de caja libre.



PARTE II

4 LOS CAMBIOS EN LA POLITICA DE DIVIDENDOS: EL MODELO DE LINTNER

5 POLITICA DE DIVIDENDOS Y PROBLEMAS DE AGENCIA: ANALISIS DE ALGUNOS DE LOS ESTUDIO PRINCIPALES.

6 POLITICA DE DIVIDENDOS Y OTRAS VARIABLES

7 TRABAJO EMPIRICO

7.2 Hipótesis

7.3 Estudio empírico

7.4 Resultados del estudio empírico

8. CONCLUSIONES

PARTE II

4 LOS CAMBIOS EN LA POLITICA DE DIVIDENDOS: EL MODELO DE LINTNER

Lintner (1956) fue el primero en analizar el contenido informativo que proporcionan los dividendos, alegando que los cambios en los dividendos contienen información sobre los resultados futuros de la empresa, puesto que las sociedades solo aumentarán el reparto de los dividendos cuando crean que de forma duradera en el tiempo sus resultados también aumentarán.

Llevó a cabo un estudio clásico sobre cómo los directivos estadounidenses toman sus decisiones de dividendos. Revisó con atención la literatura financiera que trataba sobre la política de dividendos y elaboró una lista de quince variables que se consideraban importantes a la hora de tomar decisiones de dividendos. Entre estas variables estaban el tamaño de la empresa, las inversiones en fábricas y maquinaria, la disposición o aversión a utilizar financiación externa, el uso de los dividendos en acciones, la estabilidad de los beneficios y la propiedad por parte de grupos de control.

A continuación eligió una muestra de más de 600 empresas industriales. A partir de esa muestra, eligió 28 empresas para realizar entrevistas de seguimiento a fondo. Aunque estas empresas no eran representativas estadísticamente, sí proporcionaron la diversidad que Lintner perseguía en términos de las quince variables listadas.

Realizó entrevistas con muchos de los directivos responsables de las decisiones de dividendos en cada una de estas 28 empresas. Estas entrevistas se centraban en los elementos concretos que afectaban a las decisiones de dividendos especialmente cuando estos cambiaban.

Para la mayoría de las empresas la primera pregunta que se planteaba al considerar una decisión sobre dividendos era si deberían cambiarse los dividendos existentes. Una vez convencidos de que un cambio en los

dividendos era deseable, los directivos se formulaban una segunda pregunta: ¿cuál tendría que ser la magnitud del cambio de dividendos?

Lintner advirtió una importante resistencia al cambio de dividendos y una preocupación por el incremento excesivo de los mismos.

Los directivos demostraron tener la visión consensuada de que los accionistas prefieren una tasa estable y que el mercado valora más la estabilidad y el crecimiento gradual. Por esta razón, consideraban que tener que invertir en un cambio de dividendos no era deseable. Solo se realizaba un incremento de dividendos cuando la dirección creía que se podría sostener en el futuro. Por tanto, las previsiones de beneficios futuros jugaban un papel importante en la decisión de dividendos de un cierto periodo. Solo se realizaba una reducción de dividendos si no se esperaba superar las circunstancias adversas rápidamente; los directivos presentaban una fuerte aversión a las reducciones de dividendos.

Lintner encontró que los directivos creían necesitar un indicador financiero tangible que justificara los cambios en los dividendos. También observó como los beneficios dominaban frente a los demás factores, incluyendo los requisitos de inversión, como base de la toma de decisiones de dividendos.

Tenían la noción de una participación justa en relación a las peticiones de dividendos de sus accionistas. La mayoría de las empresas poseían un porcentaje de pago (pay-out), o dividendos por acción divididos por beneficios por acción que era ideal u objetivo. No obstante, este nivel objetivo, solo era eso, un nivel hacía el cual dirigirse pero no una restricción año tras año.

En su muestra, Lintner observó que los niveles de pago objetivos variaban entre el 20 y el 80 por ciento de los beneficios y que el 50 por ciento era el objetivo más común.

Los directivos desarrollaban sus niveles de pago objetivo y sus factores de ajuste a lo largo del tiempo. Entre otros factores, estos parámetros venían determinados por las previsiones de crecimiento de la empresa, el movimiento cíclico de las oportunidades de crecimiento de la empresa, las necesidades de capital para operar y los flujos de caja internos. Una vez establecidos estos parámetros, los directivos conservaban sus niveles de pago y factores de ajuste objetivo durante largos periodos de tiempo. Las inversiones actuales y

las necesidades de capital no tendían a afectar a las decisiones de dividendos presentes.

Si los flujos de caja internos eran insuficientes para cubrir tanto los dividendos como los requisitos de inversión, Lintner concluyó que los directivos examinaban la necesidad real de las inversiones propuestas. Los directivos recaudaban capital externo para financiar inversiones o cancelarlas o aplazarlas. Lintner concluyó que los dividendos representaban la variable principal y de decisión activa sobre la inversión, y que no eran una consecuencia de las inversiones.

Por lo tanto, a la hora de decidir los cambios de dividendos, los directivos miraban los beneficios actuales y les aplicaban su nivel de pago (pay-out) objetivo. Los beneficios actuales por el nivel de pago objetivo menos los dividendos del último periodo determinaban el posible cambio de dividendos.

En España Palacín Sánchez (2005) realizó un trabajo sobre las empresas del IBEX-35 en el periodo comprendido entre los años 1993 a 2004 y basándose en el método de Lintner, el dividendo se explica en función del beneficio del periodo y del dividendo retardado. La metodología que utiliza Palacín Sánchez (2005) es una regresión de mínimos cuadrado para estimar el mejor modelo de política de dividendos. Los resultados que obtiene son que definir la política de dividendos en términos de tasa de reparto es muy frecuente al igual que tener un cierto objetivo de dividendo por acción.

Diez Esteban y López de Foronda Pérez (2001) en su trabajo, quieren verificar si las empresas orientan su política de dividendos hacia el mantenimiento de una tasa de reparto del beneficio y con ello quieren plantear el modelo de Lintner (1956). El estudio realizado se hizo sobre una muestra de 113 empresas de carácter no financiero y en el periodo comprendido entre 1990 a 1997. El análisis de este trabajo se realiza mediante la metodología de datos de panel que permite conocer de forma individual los valores a lo largo del tiempo de una serie de variables.

Los resultados obtenidos en este estudio son que las empresas de mayor tamaño, rentables y con proyectos de inversión, tienden a bajar su pay-out para poder financiar dichas inversiones con los recursos que generen afirmando así la relación entre la inversión y la decisión de dividendos.

Brickley (1983) en su estudio examina el impacto sobre la valoración de las acciones de los DIVIDENDOS ESPECIALMENTE DISEÑADOS (DEDs), o dividendos extra y especiales. La lógica del análisis de Brickley es que los cambios en los dividendos regulares, que reflejan la política de dividendos de la dirección, pueden aportar más información que los DEDs, puesto que estos últimos son destinados por la propia dirección como dividendos temporales. Los resultados obtenidos muestran que la reacción de los inversores ante los DEDs es más débil que ante cambios comparables en los dividendos regulares. Además, también demuestra, que los cambios de beneficios derivados de los cambios en los dividendos regulares son más pronunciados que los cambios de beneficios derivados de los DEDs.

La escena global extraída del estudio de la reacción ante los anuncios de dividendos es que los accionistas y los prestamistas perciben los dividendos como un medio de transferencia de activo de los fondos empresariales comunes, a la propiedad exclusiva de los accionistas. Estas transferencias enriquecen a los accionistas a expensas de los prestamistas y demás acreedores.

5 POLITICA DE DIVIDENDOS Y PROBLEMAS DE AGENCIA: ANALISIS DE ALGUNOS DE LOS ESTUDIOS PRINCIPALES.

Todos los proveedores de capital de la empresa (accionistas, obligacionistas...) y de trabajo (dirección y otros empleados), comparten los resultados de las actividades de la empresa.

A todas estas clases de agentes en relación con la empresa les llamaremos propietarios con derechos. No obstante, puesto que los accionistas son los propietarios de la empresa, sus intereses dominan (o deberían dominar) las

acciones de la dirección. Los otros propietarios con derechos suelen tener mucha menos influencia sobre las decisiones de la empresa. Esta disparidad de influencia se conoce como relación de agencia. En una relación de agencia, una parte es responsable de las decisiones que afectan a muchas otras clases de propietarios con derechos, incluidos aquellos que toman decisiones.

Varios son los conflictos de intereses que pueden estar implicados en las decisiones empresariales. Los dos tipos más importantes de relación de agencia son las ocasionadas entre accionistas y prestamistas y entre dirección y accionistas.

Eckbo y Verma (1994) estudiaron la relación entre concentración de propiedad accionarial y política de dividendos en Canadá.

La hipótesis de la que se partió fue, que ante una heterogeneidad de intereses, la política de dividendos viene determinada por quien posee el poder de voto. Destacaron que en Canadá, donde en general los propietarios hacen un mayor seguimiento de sus empresas, los propietarios extraen los beneficios de los flujos de caja libres y pagan impuestos elevados sobre los dividendos. Al mismo tiempo, los accionistas empresariales suelen estar exentos de pagar impuestos sobre los dividendos líquidos.

Estos autores encontraron mayores rentabilidades por dividendos para las empresas con una concentración de accionistas empresariales, y menores rentabilidades por dividendos para empresas con mayor poder de voto por parte de sus propietarios.

En consecuencia, y en coherencia con la hipótesis de Eckbo y Verma (1994), los propietarios y los accionistas empresariales tenían preferencias opuestas en cuanto a los dividendos líquidos. La política de dividendos resultante reflejaba el poder relativo de cada grupo para anteponer sus preferencias frente a otras.

Una contribución a la literatura de agencia desde una perspectiva internacional fue la ofrecida por La Porta, Lopez-de-Silena, Shleifer y Vishny (1997).

Según estos autores, mediante el pago de dividendos, los empresarios devuelven beneficios de la empresa a sus accionistas minoritarios en lugar de explotarlos en beneficio privado.

Realizaron la hipótesis de una relación entre política de dividendos, y la protección ofrecida por el sistema legal a agentes externos a la empresa o a los accionistas minoritarios en alguno de los siguientes casos:

- 1).Que los dividendos sean el resultado de un sistema eficaz de protección legal en el cual los accionistas minoritarios utilicen sus poderes legales para forzar a las empresas a pagar dinero, o
- 2).Que los dividendos sean un sustituto de la protección legal que confía en las necesidades de recaudación de financiación externa de la empresa.

Estas últimas empresas no son capaces de emitir acciones sin proporcionar un pago rutinario de dividendos. En otras palabras: los dividendos protegen a los inversores en un entorno en el que tienen poca protección legal.

En el estudio empírico, La Porta y otros examinaron 4103 empresas en 33 países. Dividieron los países en dos categorías: países con una fuerte protección legal para los accionistas minoritarios y países en los que la protección legal de los inversores era débil. Entonces compararon las políticas de dividendos de las empresas de los dos tipos de países.

Los investigadores encontraron evidencias que respaldaban la primera hipótesis. Las empresas que operan en países con mayor protección legal pagan, de media, mayores dividendos. Por otra parte, las empresas con un crecimiento más rápido en estos países pagan unos dividendos relativamente inferiores a los que pagan empresas con un crecimiento menor. Presumiblemente lo hacen, porque sus accionistas están bien protegidos por el sistema legal y están dispuestos a esperar dividendos futuros si la empresa posee buenas oportunidades de inversión. En cambio, en los países con

menos protección legal, los inversores exigen el pago de dividendos siempre que pueden obtenerlos.

Una de las principales hipótesis de Modigliani y Miller (1961) acerca “de la irrelevancia de los dividendos”, es que todas las decisiones que no afectan a los dividendos (las decisiones operativas, de inversión y demás financieras de la empresa) son independientes de la política de dividendos de la empresa. Aunque se admite que se trata de una hipótesis de simplificación, podemos entender los efectos de la decisión de política de dividendos sobre la valoración de las acciones de forma más sencilla sin omitir las influencias de otras decisiones importantes de la dirección que puedan afectar al precio de las acciones.

Esta hipótesis implica que cuando se pagan dividendos, las acciones de las empresas se conservan a su nivel objetivo mediante la puesta en circulación de acciones ordinarias adicionales.

En la práctica, sin, embargo, pocas veces las empresas emiten acciones para compensar los pagos de dividendos y conservar una estructura de capital constante. Por otro lado, la política de dividendos puede afectar a la composición del activo, la estructura de capital, los planes de inversión, al valor de sus acciones y a los acuerdos contractuales entre accionistas y gestores de la empresa.

Por su parte, Easterbrook (1984) sugirió que los dividendos pueden ayudar a reducir los costes de agencia entre los propietarios de la empresa y aquellos que tienen el control.

El punto de partida de su teoría es la observación de que cuando la propiedad de la empresa está dispersada, los inversores particulares tienen pocos incentivos para controlar a la dirección. Defiende que los pagos de los dividendos fuerzan a los directivos a recaudar fondos de los mercados financieros con más frecuencia de la que sería necesaria en caso de no pagar dividendos. De esta forma los dividendos ponen a los directivos bajo el ojo crítico de profesionales externos como banqueros, abogados y auditores.



Los directivos están más controlados por estos profesionales externos si se pagan dividendos y por ello, aquellos directivos que pagan dividendos, tienen menos posibilidades de seguir sus propios intereses contrarios a los de los accionistas.

El autor también sugiere que los dividendos pueden ser útiles a los accionistas para forzar a los directivos a tomar ciertas medidas que no tomarían por sí mismos aumentando el apalancamiento de la empresa. Los accionistas se benefician del beneficio del riesgo que supone la deuda. Una forma de aumentar este riesgo es incrementando el apalancamiento de la empresa; por ejemplo, pagando dividendos y disminuyendo el capital de la empresa.

Se supone que los directivos, como agentes de los accionistas, escogen el máximo apalancamiento permitido. Sin embargo, el valor del capital humano de los directivos va ligado a la supervivencia de la empresa, por lo tanto, la diversidad de los directivos es menor que la de los inversores y soportan mucho más el riesgo único de la empresa, el cual los accionistas pueden diversificar.

Easterbrook (1984) defiende que los dividendos pueden reducir la capacidad de los directivos de mantener el apalancamiento de un nivel demasiado bajo. Al reducir continuamente el valor del capital retenido en la empresa, los dividendos limitan la capacidad de los directivos de reducir el apalancamiento de la empresa. De esta manera los dividendos no permiten a los directivos tomar medidas en su favor que sean costosas para los accionistas.

Basándonos en los costes de agencia, las explicaciones de Easterbrook implican tres relaciones entre políticas de dividendos y características de la empresa:

- Las empresas con grandes accionistas, en especial cuando éstos están implicados en la gestión de sus empresas, necesitan poco control por parte de profesionales externos; los grandes accionistas ya tienen muchos motivos para controlar ellos mismos a la dirección. Por lo tanto,

podemos esperar que las empresas menos controladas paguen menos dividendos que las más propicias a conflictos de intereses entre directivos y accionistas.

- Las empresas con poca deuda no notan muchos cambios si la dirección reduce el apalancamiento; de por sí, éste ya es pequeño, así que la seguridad añadida para los prestamistas al reducirse el apalancamiento aún es más mínima. Por tanto, los accionistas de empresas con poco apalancamiento exigen poco los pagos de dividendos como medio de conservación del apalancamiento. Por esa razón cabe esperar que empresas con poco apalancamiento, como las de gran crecimiento, paguen pocos dividendos.
- Las empresas con gran apalancamiento también son aquellas en las que el desplazamiento del valor es potencialmente costoso. Podemos esperar que estas empresas paguen muchos dividendos.

En otras palabras, el análisis de Easterbrook sugiere una relación positiva entre el apalancamiento y los pagos de dividendos.

Los denominados problemas de agencia, entre propietarios y gestores, también son objeto de estudio. En este tema se centra el trabajo de Gutiérrez Urzúa (2007). La muestra objeto de su estudio está compuesta por las 98 principales empresas chilenas. El estudio está realizado entre los años 2001 a 2005. Tras la realización de una regresión de mínimos cuadrados observa una relación directa entre el ratio de pago de dividendos y la concentración de la propiedad lo que le lleva a pensar que la política de dividendos se está utilizando para lanzar información al mercado, para mostrar que al accionista minoritario se le trata de forma justa.

Para finalizar con la exposición de la uno de los principales autores que aún quedaría pendiente de mencionar a Jensen (1986), que expuso otro argumento basado en los costes de agencia en relación a la conveniencia de los dividendos, que es parecido en esencia al análisis de Easterbrook (1984).

Este autor parte del punto en el que los directivos pueden escoger las medidas que mejor sirvan a sus intereses en lugar de a los accionistas. También afirma que la liquidez es el activo que los directivos pueden utilizar mejor en su favor. Los directivos con grandes cantidades de liquido excedente o dinero no necesario para inversiones con VAN positivo, pueden utilizar este capital de forma distinta a los intereses de los accionistas; por ejemplo, para adquisiciones inoportunas.

En estas condiciones, los mejores intereses de los accionistas pueden ser servidos si se minimiza la liquidez no necesaria para la inversión. El análisis implica que los dividendos, que extraen capital sobrante de las manos de los directivos, benefician a los accionistas. Aumentar el apalancamiento, que supone un aumento de los pagos de intereses rutinarios, es otra forma de reducir la cantidad de liquidez bajo el control de la dirección.

6 POLITICA DE DIVIDENDOS Y OTRAS VARIABLES

Varios son los estudios que se han realizado a lo largo de los años acerca de la política de dividendos comparándolos con distintas variables. El estudio de las políticas de dividendos, del endeudamiento, del riesgo empresarial y de la estructura de la propiedad en relación a las características de la compañía, han sido profusamente tratadas en la literatura científica. Sin embargo, la mayoría de los estudios que se han realizado, analizan estas variables de forma independiente.

Friend y Lang (1988) afirman que los consejeros y directivos con una alta participación en la empresa procurarán implantar bajos niveles de endeudamiento, ya que éste aumenta los costes de quiebra y por tanto, el riesgo de los gestores.

La influencia del endeudamiento en el riesgo ha sido abundantemente tratada en la literatura científica. De tal forma que aquellas empresas con una mayor tasa de endeudamiento tienen más posibilidades de no poder hacer frente a los pagos cuando llegue el vencimiento y por tanto presentan un mayor riesgo para

el inversor. Por otro lado, también es posible que este tipo de sociedades tengan un mayor control por parte de los acreedores sobre la labor directiva, y de esta forma presenten un menor riesgo para los propietarios externos.

En cuanto a la influencia del riesgo sobre la propiedad, caben dos hipótesis diferentes. Por un lado, las empresas que operan en mercados arriesgados son más difíciles de controlar externamente. Así, se hace más necesario el uso de la contratación accionarial de los consejeros y directivos para aunar los intereses de éstos y de los propietarios externos.

Por otro lado, un elevado nivel de riesgo también puede alejar la idea a los propietarios de alcanzar una participación elevada en la compañía, ya que una alta variabilidad en el rendimiento les puede suponer repercutir de una forma significativa en su riqueza personal.

Pero el efecto de la propiedad en el riesgo de la empresa también puede presentar algún posible efecto inverso. La alineación de los intereses entre propietarios externos y gestores, debido a la participación de éstos en el capital de la compañía, puede llevarles a la realización de políticas más arriesgadas ya que, al incrementarse el riesgo, se produce una transferencia de riqueza de los acreedores a los accionistas. Además, el poder que se consigue al ser propietario, puede ser utilizado por e para hacer valer las decisiones de estos dentro de la empresa. De esta forma, es más probable que la estrategia propuesta por un gestor con un elevado poder presente un riesgo mayor que si dicha decisión es tomada por consenso.

Mínguez Vera (2006), relaciona en su trabajo, de forma conjunta, el riesgo empresarial, el endeudamiento, el reparto de dividendos y la propiedad de los consejeros. La muestra objeto de su análisis está formada por 65 empresas no pertenecientes al sector financiero que cotizaban en el Mercado Continuo durante el periodo comprendido entre los años 1995 a 2000. A través de la metodología de Mínimos Cuadrado en Tres Etapas busca posibles relaciones entre estas variables analizadas. Los resultados que obtiene, ponen de manifiesto en primer lugar, que el riesgo es inferior en compañías que presentan un mayor pago de dividendos e igualmente observa, que dicho pago

afecta de forma negativa al endeudamiento ya que las empresas con más beneficios necesitan menos financiación ajena. Respecto a la propiedad de los consejeros, hay que observar que no influyen significativamente en el pago de dividendos debido a las relaciones contrarias que los problemas de agencia ocasionan entre propietarios y gestores.

Arrazola Vacas (1996) se centra en analizar hasta qué punto la distribución de beneficios puede tomarse como un indicador de que las empresas tienen holgura financiera, es decir, si la política de dividendos seguida por las empresas, es rígida o se ajusta a sus necesidades de financiación. Tras realizar un análisis de 617 empresas una de las cosas que observa es que el mantenimiento de una situación de endeudamiento elevado, reduce la distribución de dividendos aunque, cuanto mayor sean los beneficios de las empresas, menor será esta reducción de dividendos.

Los trabajos de Chen y Steiner (1999) y Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) confirman una influencia negativa de la política de dividendos en el endeudamiento. Hay varios estudios como los de Meric, Kyj, Meric y Lacke (2002) Jensen, Solberg y Zorn (1992) sobre la influencia del endeudamiento realizados a lo largo de los años donde se ve que aquellas empresas más endeudadas tienen una mayor probabilidad de no hacer frente a los pagos en su vencimiento y por tanto presentan un mayor riesgo para el inversor.

Rees (1997) analizó la relevancia que tienen los dividendos, la deuda y las inversiones de capital de una muestra constituida por 2.720 empresas del Reino Unido durante el periodo 1987-1995. Con el objetivo de estudiar la relevancia valorativa de los dividendos, Rees (1997) descompone los resultados del ejercicio en ganancias retenidas y dividendos, argumentando que los dividendos pueden ayudar a predecir los futuros resultados de las empresas.

Los resultados que se obtuvieron demostraron la relevancia que tienen los dividendos sobre la valoración de las acciones por el mercado de capitales, observándose también una pérdida de relevancia del beneficio en las empresas

que muestran una alta rentabilidad de los fondos propios, o que obtienen pérdidas, lo cual justifica que el mercado atribuya una mayor relevancia valorativa a los dividendos cuando otras variable influyen a parte de los resultados dado estos no constituyen una buena aproximación de los beneficios futuros. Y por otra parte, obtiene una mayor relevancia valorativa en las empresas pequeñas, lo cual atribuye al contexto en el que se desarrollan lo cual favorece la utilización por los directivos de los dividendos como mecanismo de transmisión de información creíble al mercado sobre la calidad de los proyectos de inversión.

Giner y Rees (1999) en un trabajo posterior, estudiaron si la relevancia de las magnitudes contables se modificaron tras la reforma contable llevada a cabo en España en 1989-1991 con el objetivo de adaptar la regulación contable española a las directivas procedidas de la Comunidad Económica Europea.

El modelo utilizado para contrastar lo anterior, es el resultado de añadir al modelo que propuso Rees (1997) los dividendos, lo cual equivale a descomponer el resultado en ganancias retenidas y dividendos.

Tras aplicar el modelo a 742 empresas no financieras que cotizaron en la Bolsa de Madrid en el periodo 1986-1995, llegaron a la conclusión de que el poder explicativo del modelo, así como la relevancia de los resultados, es similar en el período anterior a la reforma y posterior a la misma, observándose, sin embargo, un incremento de la relevancia de los fondos propios y una disminución de la relevancia de los dividendos, hasta el punto de que en el periodo 1992-1995 dejan de ser relevantes.

Hand y Ladsman (1999) estudiaron la valoración que para el mercado tienen los dividendos. Investigaron si el pago de dividendos en un ejercicio disminuye los resultados del ejercicio siguiente, estando por lo tanto de forma negativa valorados por el mercado, o por el contrario, los dividendos, dada la existencia de información asimétrica entre accionistas externos y directivos, son valorados positivamente por el mercado, bien porque se utilicen por los directivos como una señal creíble y costosa de los resultados futuros a obtener por la empresa, habida cuenta de la imposibilidad de los inversores externos de conocer de

modo fiable dichas oportunidades, o bien porque pagando dividendos, se estará evitando, en la medida de lo posible, el empleo indebido por parte de los directivos de flujos de tesorería.

La muestra utilizada estaba compuesta por 103.932 empresas que cotizaron en la NYSE, AMEX o NASDAQ, durante el periodo de 1974-1996. Dicha muestra se dividió en función del signo obtenido en los resultados y atendiendo a si la empresa ha pagado o no dividendos. Para lograr el objetivo propuesto en el trabajo, se elaboró un modelo de valoración en el que el valor de mercado viene explicado por los fondos propios, el resultado, los dividendos y las variaciones del capital.

El resultado del estudio mostró que los dividendos están mejor valorados por el mercado y que se valoran más los dividendos de las empresas que presentan pérdidas que los de las empresas que presentan beneficios.

Otro autor, Fernández (1999) sostiene que dado que los dividendos suponen una salida de recursos de la empresa, solo las empresas que posean liquidez suficiente podrán afrontar la salida de tesorería derivada del pago de los dividendos, con lo que aumenta la credibilidad de la señal enviada ya que las empresas que mantengan esta característica a medio y largo plazo podrán obviar una reducción de dividendos, limitándose de esta manera su uso para transmitir información falsa al mercado, pues si se produce un intento de engañar al mercado solamente podrán mantenerse a corto plazo, pues el carácter periódico del pago de dividendos impide ocultar malas noticias, lo que al mismo tiempo supone una ventaja de esta señal.

Brief y Zarowin (1999) compararon la relevancia que tiene un modelo formado por los fondos propios y los dividendos repartidos con otro formado por los fondos propios y los resultados obtenidos. Estos autores afirmaron que dado que los dividendos repartidos por las empresas proporcionan información sobre los resultados futuros que se puedan obtener, el contenido informativo incremental de los mismos con respecto a los resultados dependerá del mayor o menor número de componentes transitorios que pueda tener el resultado.



Estos autores llegaron a dos expresiones, una en la que el valor de mercado venía dado por los fondos propios y los resultados, y otra, en donde el valor de mercado se explicaba sobre la base de los fondos propios y dividendos, demostrando a su vez en qué contexto los dividendos pudieran llegar a ser más relevantes que los resultados.

Utilizaron una muestra constituida por empresas americanas que cotizaron durante el periodo 1978-1997, 113.490 observaciones totales, de las que aproximadamente un 43% pagaron dividendos en el horizonte temporal estudiado.

Los resultados obtenidos en el estudio ratificaron que cuando se elige la totalidad de la muestra, los resultados tienen menor relevancia que cuando la muestra que se estudia está formada solamente por las empresas que pagan dividendos. También se pudo confirmar que el modelo que estaba formado por los fondos propios y resultados explicaba de manera similar que el constituido por los fondos propios y los dividendos. A su vez, en las empresas con número de componentes transitorias en el resultado, los dividendos poseían mayor poder explicativo que los resultados, pero el modelo formado por los fondos propios y los dividendos tiene casi el mismo poder explicativo que el formado por los fondos propios y los resultados

Por otro lado, García-Ayuso y Monterrey (1998) aportaron evidencias empíricas de la existencia de sesgos significativos en las estimaciones del valor intrínseco de la empresa en presencia de política de dividendos. Llegaron a la conclusión de que aquellas empresas con políticas consistentes en el reparto de dividendos elevados resultan infravaloradas. Esto puede ser consecuencia de la percepción que los inversores tienen del dividendo como una señal de resultados futuros elevados.

Las empresas con un ratio elevado de dividendos por unidad de beneficio obtenido, son empresas sobre las que se espera mayores resultados en el futuro, de manera que su elevado valor intrínseco justifica el elevado reparto de dividendos, de tal forma que los dividendos constituirán una señal más creíble, por lo que estará más valorada por el mercado

Por otra parte, las empresas que presentan elevado ratio pay-out pueden ser empresas que bajo la teoría de agencia, poseen una menor tasa de crecimiento y, por lo tanto, no demanden nuevo capital, que por lo tanto soportan altos costes de agencia, y por pagan dividendos acorde a lo que sus accionistas quieren con el objetivo de reducir dichos costes de agencia llegando que cada unidad repartida se valora más por el mercado.

Lonie y Power (1996) afirman que una de las principales deficiencias del ratio pay-out, como forma de trasladar información al mercado, es precisamente el hecho de que en un único valor se combine información acerca de los dividendos repartidos por las empresas y las ganancias obtenidas por estas, con lo cual los efectos originados por las variaciones producidas en estas últimas variables quedarían ocultas.

A pesar de los numerosos estudios sobre la relevancia de la política de los dividendos de las empresas no se ha logrado encontrar una respuesta universal sobre el impacto de los dividendos en la valoración de las acciones.

7 TRABAJO EMPIRICO

La muestra objeto del estudio está compuesta por las 35 empresas pertenecientes al Mercado Continuo a fecha de Julio de 2012. Siendo el periodo del análisis, el comprendido entre los años 2008 y 2011.

Los datos relativos al pago de dividendos se han obtenido de la información que estas empresas presentan en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los datos referidos a la última cotización de las acciones de cada una de las empresas del IBEX-35 se han obtenido de la Web:

< <http://www.bolsamadrid.es> >

Los datos económico financieros de cada empresa se han obtenido de las cuentas anuales de cada empresa y de cada año.

El objeto de estudio de este trabajo va a consistir en ver cómo valora el mercado el pago de dividendos y si el pago de dividendos esta mas valorado en el mercado en el caso de las empresas que tengan un elevado ratio de pay-out o si por el contrario se valoran más en el mercado a aquellas empresas que presenten una disminución de su ratio pay-out.

Para la realización de este trabajo se utilizan las siguientes variables:

ROE (return on equity)	Es un ratio que mide la rentabilidad obtenida por la empresas sobre sus fondos propios.
ROA (return on assets)	Es un ratio que mide la rentabilidad obtenida por una empresa sobre sus activos.
PAY-OUT	Ratio indicativo de la política de dividendos que sigue la empresa. Es el resultado de dividir los dividendos entre el beneficio después de impuestos.
BDI	Beneficio después de impuestos.



PER (Price earning ratio)	Es un ratio que indica el tanto de descuento que aplican los inversores para actualizar las ganancias futuras esperadas. Es el resultado de dividir el valor de la cotización de la acción entre el beneficio después de impuestos.
DIVIDENDOS	Total de dividendos repartidos por cada una de las empresas cada uno de los años estudiados.
COTIZACION	Cotización de las acciones de las empresas en cada uno de los años.
LIQUIDEZ	Es un ratio que mide la capacidad que tiene la empresa para transformar sus activos en liquidez para afrontar sus deudas más próximas.

La parte empírica, que consiste en un análisis de correlación de las variables está realizada con el programa SPSS18.

7.1 Hipótesis

Las hipótesis planteadas en este trabajo son las siguientes:

Los dividendos son relevantes para explicar el valor de mercado de las acciones.

Como consecuencia de los problemas de agencia que se originan entre la propiedad y el control de las empresas se llega a un segundo problema, la asimetría de la información, esto es, la diferente información que pueden llegar

a poseer los directivos respecto a los accionistas a propósito de la situación futura de la empresa.

Los directivos utilizan los dividendos como un medio para transmitir información al mercado sobre los beneficios futuros de la empresa, dando así una imagen positiva a los inversores cuando se produce un reparto de dividendos elevado.

Los dividendos se valoran más cuando las empresas presentan un elevado ratio pay-out.

Los dividendos se valoran más cuando un incremento de estos es acompañado por una disminución del ratio pay-out.

7.2 Estudio empírico

El estudio empírico realizado consiste en un análisis de correlación de las variables anteriores mediante el Coeficiente de correlación de Pearson año a año.

Con este análisis de correlación lo que se mide es la intensidad de la relación entre dos variables cuantitativas. Es un método estadístico que utiliza la media y la varianza, etc.

El Coeficiente de correlación de Pearson (r) puede tomar valores entre -1 y $+1$. Su valor será mayor cuanto mayor sea la correlación entre las variables.

- $r=0$: No existe correlación
- $r>0$ (positivo): Al aumentar una de las variables también aumenta la otra.
- $R<0$ (negativo): Al aumentar una de las variables disminuye la otra.

La muestra objeto del estudio está compuestas por las 35 empresas que cotizan en el IBEX-35 y las variables a analizar son: ROE, ROA, PAY-OUT, BDI, PER (Price earning ratio), DIVIDENDOS, COTIZACION, LIQUIDEZ

En el ANEXO I se muestran la tabla con los estadísticos descriptivos de cada variable y de cada año y en el ANEXO II están recogidas las tablas de correlación de cada año.

7.3 Resultados del estudio empírico.

En las tablas de correlaciones de los años 2008, 2009, 2010 y 2011 se puede observar que:

- El ratio de liquidez, con la variable que está más correlacionada en el año 2008 es con el ratio ROE, que es la rentabilidad que ha obtenido una empresa sobre sus fondos propios. La correlación es positiva, de 0.574, lo que indica que ambas variables se mueven en el mismo sentido, cuando el ratio de liquidez aumenta (disminuye), el ratio ROE aumenta (disminuye).

La segunda variable con la que más correlación tiene el ratio de liquidez es con el resultado y con los dividendos, 0.155 y 0.167 respectivamente, también con signo positivo.

Con la variable cotización se muestra una correlación negativa del -0.193 lo que indica que las variables se mueven en sentido inverso, es decir, cuando el ratio de liquidez aumenta (disminuye) la cotización disminuye (aumenta).

Respecto al año 2009 con la variable que está más correlacionada vuelve a ser al igual que en el año 2008 con el ratio ROE, La correlación esta vez es un poco más débil pero sigue siendo de carácter positivo, de 0.490.

La segunda variable con la que más correlación tiene el ratio de liquidez es con la variable dividendos y posteriormente con los resultados al igual que en el año anterior.

Con la variable cotización se muestra una correlación algo más fuerte que en el año 2008 y también de carácter negativo, de -0.208, lo que indica que las variables continúan comportándose en sentido inverso, es decir, cuando el ratio de liquidez aumenta (disminuye) la cotización disminuye (aumenta).

En el año 2010, el ratio de liquidez sigue manteniendo la más alta correlación con el ratio ROE.

Respecto a la variable cotización, se mantiene similar al año 2009, con un -0.276 de correlación. Sigue manteniendo ese signo negativo que indica que cuando la cotización aumenta (disminuye) el ratio de liquidez disminuye (aumenta).

Con referencia a la variable resultados sigue más o menos igual, con una correlación de 0.141 mientras que la de la variable dividendos se ha visto disminuida.

El año 2011 sigue comportándose de forma similar al año 2010.

- La cotización del año 2008 está, como he indicado en el punto anterior, relacionada con el ratio de liquidez de manera inversa aunque no de forma muy importante.

La variable con la que mas correlacionada está es con el ratio pay-out La correlación es positiva, de 0.126 lo que indica que ambas variables se mueven en el mismo sentido.

En el año 2009 está, continúa manteniendo una correlación, con el ratio de liquidez de manera inversa pero esta vez con un ligero aumento respecto al año anterior.

La segunda variable con la que está más correlacionada, a diferencia del año anterior, es con el ratio ROA La correlación es positiva, de 0.386 lo que indica que ambas variables se mueven en el mismo sentido.

El año 2010 presenta unas correlaciones similares a las del año 2009 respecto a la variable cotización.

Respecto al año 2011 la correlación que presenta la cotización respecto a la liquidez sigue siendo negativa, pero esta vez con algo más de importancia, llegando al -0.179.

La variable con la correlación mayor sigue siendo la variable ratio ROA aunque su correlación ha disminuido un poco y ha adquirido peso la correlación con la variable ratio pay-out llegando al 0,208. Ambas correlaciones con signo positivo.

- La variable ratio pay-out en el año 2008 a parte de la correlación con la cotización, explicada en el apartado anterior, hay una variable con la que muestra una correlación más alta.

Esta es la variable dividendos con la que muestra una correlación de 0,333 con signo positivo. Con la variable resultado, la correlación es negativa aunque débil, de -0.65 concretamente.

Respecto al año 2009 la correlación con la variable cotización ha disminuido pero sea visto aumentada la correlación con la variable ratio ROA con la que muestra una correlación de 0,291 con signo positivo.

Respecto a la variable dividendos la correlación es más débil pero también positiva y con la variable resultados la correlación es de carácter negativo.

Durante el año 2010 la correlación más significativa es la que hay con la variable dividendos que llega a ser de 0.238.

La variable resultado aumenta su correlación de forma negativa.

Respecto a la variable cotización, la correlación vuelve a aumentar aunque ligeramente.

Observando el año 2011, vemos que la variable cotización ha vuelto a aumentar su correlación con el ratio pay-out llegando al 0.208.

La variable ratio ROA sigue manteniendo su valor positivo aumentando hasta el 0.316 y variable dividendos ve incrementada su correlación hasta llegar al 0.323.

- La variable ratio PER durante el 2008 muestra una correlación alta con la variable resultados, de 0.328, y de carácter positivo, de tal forma que ambas se mueven en la misma dirección.

Con las variables cotización y ratio pay-out muestra una correlación de carácter negativo de -0.162 y -0.258 respectivamente, lo que indica un comportamiento inverso de estas variables respecto a la variable ratio PER.

Esta variable en el año 2009 muestra una correlación más elevada que el año anterior con la variable resultados, de 0.531.

Con el resto de variables mantiene una correlación similar a la del año anterior.

El año 2010 presenta unas correlaciones similares a las del año 2009. Este año, la correlación con la variable resultados se ha visto aumentada aún más, hasta llegar al 0.751.

Durante el año 2011 todo se mantiene más o menos parecido con las correlaciones del año anterior.

- El ratio ROA en el 2008, con las variables que presenta una correlación más alta es con la variable ratio ROE y con la variable dividendos, con un 0.264 y con un 0.231 respectivamente, de signo positivo.

Con la variable resultados también presenta una correlación positiva de 0.145 al igual que con la variable cotización y ratio ROE.

En el año 2009 muestra correlaciones más fuertes con varias variables como la cotización o el ratio pay-out. Ambas continúan manteniendo su signo positivo igual que el año anterior pero han aumentado su correlación hasta llegar al 0.386 y 0.291 respectivamente.

En el año 2010 la situación que se muestra es similar a la del 2009 salvo en el caso de la correlación con el ratio pay-out que descienda de forma ligera.

Durante el 2011 el ratio ROE presenta la correlación más alta con un 0.673.

- La siguiente variable, el ratio ROE, presenta, en el año 2008, correlaciones significativas con cuatro variables. La correlación más fuerte es con el ratio de liquidez como está comentado en el apartado del ratio de liquidez con un 0.574

Las otras dos correlaciones más altas que presenta son las correspondientes a la variable dividendos y a la variable resultado, 0.431, 0.372 respectivamente. Todas ellas con signo positivo luego me está indicando que todas se mueven en el sentido del ratio ROE.

El siguiente año, el año 2009, el ratio ROE, presenta correlaciones significativas con cuatro variables. La correlación más fuerte sigue siendo con el ratio de liquidez con un 0.490

Las otras tres correlaciones altas que presenta son las correspondientes a los ratio de pay-out con un signo negativo, dividendos y resultado que continúan manteniendo ese signo positivo que en el 2008.

En el año 2010 la correlación con el ratio de liquidez disminuye hasta llegar al valor 0.167 y también lo hacen el resto de las variables pero siguen manteniendo su signo.

Durante el año 2011 las correlaciones vuelven a alcanzar valores similares a los del año 2008 y 2009 con la diferencia de que la variable ratio de liquidez ya no destaca por encima de las otras variables, ahora su correlación es similar a la del resto de las variables.

- La variable dividendos en el año 2008 presenta una alta correlación con la variable resultados, un 0.621 de correlación. Su signo es positivo luego ambas variables se mueven en el mismo sentido.

Esta variable también presenta correlaciones positivas, altas con las variables ratio ROE con una correlación de 0.431 y con la variables ratio pay-out presenta una correlación algo inferior pero también positiva de 0.333.

El año 2009 es similar al 2008. La correlación con la variable resultado aumenta hasta llegar a 0.766 manteniéndose el resto de variables más o menos constantes.

Lo mismo ocurre con los años 2010 y 2011. Las variables presentan una correlación similar a los años anteriores con la diferencia de que la variable resultado ya no destaca tanto como los años anteriores y se ha situado con una correlación similar al resto de variables que mantienen su signo.

- Respecto a la variable resultados, en el año 2008, como se indica en el párrafo anterior, está muy correlacionada con la variables dividendos, un 0.621 de correlación.

Este año, casi todas las variables presentan una correlación positiva salvo la correlación con el ratio pay-out que aunque de forma débil, tienen un signo negativo.

Respecto al año 2009 encontramos la misma situación que el año anterior con la diferencia de que la correlación con el ratio PER destaca por encima del resto llegando a tomar un valor de 0.531 al igual que también destaca la variable dividendos como se menciona en el punto anterior.

La situación del año 2010 varía un poco. La correlación con la variable dividendos deja de ser la más fuerte para dejar paso a la correlación con el ratio PER que alcanza un valor de 0.751.

La situación del año 2010 se repite casi de la misma manera en el año 2011.

En general podemos observar que la correlación que hay entre la variable cotización y la variable dividendos no es muy elevada, pero si mantiene un signo positivo en los cuatro años lo que indica que ambas variables se mueven de la misma manera.

Esto me indica, que la variable dividendos por sí sola no influye mucho en la variable cotización pero sí que es cierto que cuando los dividendos aumentan, la cotización lo hace también.

Otra variable que afecta a la cotización es la variable ratio ROA. Este ratio representa la rentabilidad que la empresa obtiene de sus activos. Luego si la empresa obtiene una buena rentabilidad el mercado lo acoge como algo positivo.

La variable ratio pay-out muestra una correlación positiva a lo largo de los años y cada año va haciéndose más significativa, en cambio, la variable resultados muestra una correlación negativa, esto es que los dividendos están aumentando más que los resultados.

Al observar la variable ratio pay-out, la variable cotización, y la variable dividendos de forma conjunta, puedo observar las tres variables muestran signos positivos, es decir, mirándolo desde la perspectiva de la variable pay-out puedo observar que:

La correlación ratio pay-out con dividendos es positiva

La correlación ratio pay-out con la cotización es positiva.

Esto me indica que las tres variables se mueven en el mismo sentido, si una aumenta la otra lo hace también.

Respecto con el ratio de liquidez muestra una relación negativa. Los dividendos suponen una salida de recursos por parte de la empresa y en teoría solo aquellas empresas con una liquidez suficiente podrán afrontar este pago de dividendos, y mantenerlos de forma constante a lo largo del tiempo, pero si el ratio de liquidez no es elevado, el mensaje positivo que se intenta transmitir al mercado a largo plazo no se mantendrá, puesto que las empresas no podrán soportar un pago tan alto de dividendos. Por ello es posible, que esta correlación negativa sea consecuencia de un ratio de liquidez bajo y por ello el mercado lo toma como algo negativo.

8 CONCLUSIONES.

Los dividendos líquidos como mecanismo de pago de fondos son un método importante para recompensar a los accionistas de cualquier parte del mundo en donde las empresas coticen en bolsa. Sin embargo, los panoramas económicos difieren de país en términos de leyes, regulaciones y aranceles. Por lo tanto, las políticas de dividendos varían entre los países en términos de relevancia, de frecuencia de los pagos, del tamaño de los dividendos y del proceso de toma de decisiones.

Los distintos tipos de impuestos, los costes de creación y lanzamiento, los honorarios de los intermediarios bursátiles, los conflictos de intereses entre directivos y accionistas, y las diferencias de información entre la gente dentro y fuera de la empresa hacen muy difícil una conclusión convincente acerca del impacto de la política de dividendos sobre el precio de las acciones.

En este trabajo he planteado varias hipótesis, por un lado, está la hipótesis de si los dividendos son relevantes para explicar el valor de mercado de las acciones; y por otro lado, si Los dividendos se valoran más cuando un incremento de estos es acompañado por una disminución del ratio pay-out o por un aumento de este ratio pay-out.

Tras la realización del análisis de las correlaciones entre las variables mediante el Coeficiente de Correlación de Pearson, las conclusiones a las que he podido llegar es que, a pesar de que en algunos casos las correlaciones no sean muy fuertes, los dividendos por si solos no son muy influyentes en la cotización de las acciones. Es necesario tener en cuenta otras variables como el ratio ROA.

Una segunda conclusión a la que he podido sacar es que los dividendos están mejor valorados por el mercado cuando el ratio pay-out es mayor.

Esto puede ser consecuencia de empresas que bajo la teoría de agencia, se caracterizan por poseer baja tasa de crecimiento y, por lo tanto, baja demanda de nuevo capital, que por lo tanto soportan altos costes de agencia, y que precisamente acuden al pago de dividendos con el objeto de reducir dichos costes de agencia.



Es difícil, por lo tanto, creer en una política de dividendos óptima de forma generalizada ya que cada empresa, se ve afectada de forma diferente por cada una de las imperfecciones del mercado.

Lo que sí que es cierto es que la política de dividendos puede influir en la riqueza de los accionistas y, por lo tanto, merece que los directivos presten una atención especial a esta política.



ANEXO I

Estadísticos descriptivos

	LIQUIDEZ					COTIZACION				
	2008	2009	2010	2011	2011	2008	2009	2010	2011	
MEDIA	1.106	1.243	1.170	1.218		16,473	19,581	17,091	14,488	
MEDIANA	0,995	0,969	1,008	1,005		12,600	15,420	13,285	12,340	
DESVIACION TIPICA	0,614	1,122	0,744	0,835		16,093	17,550	14,375	14,900	
MINIMO	0,379	0,174	0,209	0,197		2,400	1,550	2,070	1,740	
MAXIMO	3,0891	6,351	4,250	4,856		89,000	91,010	56,030	66,730	



Estadísticos descriptivos

	PAY-OUT					PER				
	2008	2009	2010	2011		2008	2009	2010	2011	
MEDIA	0,542	0,4527	0,9924	0,596		0,019	0,018	0,02	0,021	
MEDIANA	0,543	0,430	0,564	0,543		0,017	0,019	0,021	0,019	
DESVIACION TIPICA	0,351	0,656	1,834	0,660		0,02	0,017	0,009	0,018	
MAXIMO	-0,404	-1,893	0,001	-0,739		0,125	0,210	0,091	0,087	
MINIMO	1,267	2,798	9,012	3,457		0,000001	0,00001	0,00001	0,00001	

Estadísticos descriptivos



	ROA				ROE			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
MEDIA	5,203	3,693	3,539	3,455	22,916	23,59	23,258	16,100
MEDIANA	3,539	3,193	3,030	2,972	25,240	19,00	17,350	16,925
DESVIACION TIPICA	5,001	3,580	3,330	4,277	11,414	17,494	26,803	19,589
MAXIMO	-0,877	-6,633	-1,968	-9,588	-3,740	-10,06	2,98	-61,000
MINIMO	22,298	15,862	17,721	17,753	43,760	64,00	157,000	58,000

Estadísticos descriptivos



	DIVIDENDOS					RESULTADO				
	2008	2009	2010	2011		2008	2009	2010	2011	
MEDIA	0,634	0,361	0,402	0,390		0,165	0,958	0,825	0,737	
MEDIANA	0,151	0,154	0,253	0,201		0,101	0,260	0,308	0,219	
DESVIACION TIPICA	0,134	0,121	0,148	0,124		0,130	0,155	0,145	0,169	
MAXIMO	0,000	0,000	0,000	0,000		-0,592	-0,592	0,00	-0,303	
MINIMO	0,762	0,327	0,4938	0,394		0,198	1,025	0,892	0,779	



ANEXO II

Correlaciones año 2008

	Liquidity ratio 2008	COTIZACION 2008	PAY-OUT (FONDOS REPARTIDOS)2008	PER 2008	ROA % 2008	ROE % 2008	DIVIDENDOS 2008	RESULTADO NETO 2008
Liquidity ratio 2008	1	-,193	,033	,005	-,014	,574**	,155	,167
	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,299 31	,854 33	,977 33	,937 33	,001 32	,388 33	,354 33
COTIZACION 2008	-,193	1	,126	-,162	,095	-,108	,024	,069
	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,299 31	,500 31	,383 31	,610 31	,569 30	,898 31	,712 31
PAY-OUT (FONDOS REPARTIDOS)2008	,033	,126	1	-,258	,147	,179	,333	-,065
	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,854 33	,500 31	,148 33	,416 33	,328 32	,058 33	,719 33
PER 2008	,005	-,162	-,258	1	-,101	-,008	-,058	,328
	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,977 33	,148 33	,383 31	,575 33	,966 32	,750 33	,062 33
ROA % 2008	-,014	,095	,147	-,101	1	,264	,231	,118
	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,937 33	,416 33	,575 33	,145 33	,145 32	,197 33	,513 33
ROE % 2008	,574**	-,108	,179	-,008	,264	1	,431*	,372*
	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,001 32	,328 32	,966 32	,145 32	,014 32	,014 32	,036 32
DIVIDENDOS 2008	,155	,024	,333	-,058	,231	,431*	1	,621**
	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,388 33	,058 33	,750 33	,197 33	,014 32	,014 33	,000 33
RESULTADO NETO 2008	,167	,069	-,065	,328	,118	,372*	,621**	1
	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,354 33	,719 33	,062 33	,513 33	,036 32	,000 33	,000 33



Correlaciones año 2009

	Liquidity ratio 2009	COTIZACION 2009	PAY-OUT (FONDOS REPARTIDOS)2009	PER 2009	ROA % 2009	ROE % 2009	DIVIDENDOS 2009	RESULTADO NETO 2009
Liquidity ratio 2009	1	-.208	-.008	.033	.006	.490**	.082	.084
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.262	.967	.855	.976	.005	.649	.644
	N	31	33	33	32	31	33	33
COTIZACION 2009	-.208	1	.010	-.176	.386*	.038	-.072	-.143
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.262	.955	.343	.032	.841	.701	.442
	N	31	31	31	31	30	31	31
PAY-OUT (FONDOS REPARTIDOS)2009	-.008	.010	1	-.112	.291	-.309	.070	-.087
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.967	.955	.536	.106	.091	.697	.632
	N	33	33	33	32	31	33	33
PER 2009	.033	-.176	-.112	1	-.077	-.078	-.042	.531**
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.855	.536	.343	.677	.676	.818	.001
	N	33	33	33	32	31	33	33
ROA % 2009	.006	.386*	.291	-.077	1	.118	.334	.173
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.976	.106	.677	.062	.527	.062	.344
	N	32	32	32	32	31	32	32
ROE % 2009	.490**	.038	-.309	-.078	.118	1	.346	.236
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.005	.091	.676	.527	.056	.056	.201
	N	31	31	31	31	31	31	31
DIVIDENDOS 2009	.082	-.072	.070	-.042	.334	.346	1	.766**
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.649	.697	.818	.062	.056	.056	.000
	N	33	33	33	32	31	33	33
RESULTADO NETO 2009	.084	-.143	-.087	.531**	.173	.236	.766**	1
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.644	.632	.001	.344	.201	.000	.000
	N	33	33	33	32	31	33	33



Correlaciones año 2010

	Liquidity ratio 2010	COTIZACION 2010	PAY-OUT (FONDOS REPARTIDOS)2010	PER 2010	ROA % 2010	ROE % 2010	DIVIDENDOS 2010	RESULTADO NETO 2010
Liquidity ratio 2010	1	-.276	-.111	.074	.071	.167	-.029	.141
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.126	.540	.684	.694	.354	.875	.435
	N	32	33	33	33	33	33	33
COTIZACION 2010	-.276	1	.071	-.191	.371*	.108	.032	-.186
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.126	.698	.296	.037	.556	.860	.309
	N	32	32	32	32	32	32	32
PAY-OUT (FONDOS REPARTIDOS)2010	-.111	.071	1	-.096	-.025	.018	.238	-.164
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.540	.698	.597	.891	.922	.183	.362
	N	33	32	33	33	33	33	33
PER 2010	.074	-.191	-.096	1	-.066	-.045	-.065	.751**
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.684	.597	.296	.715	.806	.718	.000
	N	33	33	32	33	33	33	33
ROA % 2010	.071	.371*	-.025	-.066	1	-.144	.412*	.166
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.694	.891	.715	.423	.423	.017	.355
	N	33	33	33	33	33	33	33
ROE % 2010	.167	.108	.018	-.045	-.144	1	.268	.140
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.354	.922	.806	.423	.423	.132	.437
	N	33	33	33	33	33	33	33
DIVIDENDOS 2010	-.029	.032	.238	-.065	.412*	.268	1	.457**
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.875	.183	.718	.017	.132	.457**	.008
	N	33	33	33	33	33	33	33
RESULTADO NETO 2010	.141	-.186	-.164	.751**	.166	.140	.457**	1
	Correlación de Pearson							
	Sig. (bilateral)	.435	.362	.000	.355	.437	.008	.008
	N	33	33	33	33	33	33	33



Correlaciones año 2011

	Liquidity ratio 2011	COTIZACION 2011	PAY-OUT (FONDOS REPARTIDOS) 2011	PER 2011	ROA % 2011	ROE % 2011	DIVIDENDOS 2011	RESULTADO NETO 2011
Liquidity ratio 2011	1	,179	,105	,102	,084	,351*	,000	,057
		,303	,548	,559	,632	,039	,998	,745
	35	35	35	35	35	35	35	35
COTIZACION 2011	,179	1	,208	,141	,385*	,045	,089	,040
	,303	,208	,230	,421	,022	,798	,609	,819
	35	35	35	35	35	35	35	35
PAY-OUT (FONDOS REPARTIDOS) 2011	,105	,208	1	,150	,316	,306	,323	,045
	,548	,230	,390	,390	,065	,074	,059	,796
	35	35	35	35	35	35	35	35
PER 2011	,102	,141	,150	1	,032	,051	,046	,724**
	,559	,421	,390	,856	,856	,773	,795	,000
	35	35	35	35	35	35	35	35
ROA % 2011	,084	,385*	,316	,032	1	,673**	,271	,121
	,632	,022	,065	,856	,000	,000	,116	,487
	35	35	35	35	35	35	35	35
ROE % 2011	,351*	,045	,306	,051	,673**	1	,306	,249
	,039	,798	,074	,773	,000	,000	,074	,149
	35	35	35	35	35	35	35	35
DIVIDENDOS 2011	,000	,089	,323	,046	,271	,306	1	,518**
	,998	,609	,059	,795	,116	,074	,001	,001
	35	35	35	35	35	35	35	35
RESULTADO NETO 2011	,057	,040	,045	,724**	,121	,249	,518**	1
	,745	,819	,796	,000	,487	,149	,001	,001
	35	35	35	35	35	35	35	35

FUENTES

BIBLIOGRAFIA

Arrazola Vacas, M. (1996): <<Estructura Financiera y Actividad Real: estudios Empíricos con datos de empresas españolas.>> Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense de Madrid

Brickley, M. (1983): <<Shareholder Wealth, Information Signaling, and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study>>. Journal of Financial Economics 12 p. 187-210

Brief, R.P. y Zarowin, P. (1999): <<The value relevance of dividends, earning and book value>>. Working Paper. University of New York.

Chen, C. R. y Steiner, T. L. (1999): <<Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy>>, Financial Review, 34, p. 119-136.

Diez Esteban, J.M. y Lopez de Foranda Pérez, O.(2001): <<La política de dividendos de las empresas españolas: un ajuste parcial al objetivo de reparto>>.Cuadernos de Estudios Empresariales, 11, Universidad de Burgos.

Easterbrook, E. (1984): <<Two Agency-Cost Explanations of Dividends>>. American Economic Review 74: p. 650-659

Eckbon, E., Verma, S. (1994): <<Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy>>. Journal of Corporate Finance 1:p. 33-62

Fernández González, E. (1999): <<La polémica de señalización: beneficios versus dividendos>>. Jornadas de AEDEM, Logroño (La Rioja).

Frankfurter, G. and Wood, R. (1997): <<*The Evolution of Corporate Dividend Policy*>>. Journal of Financial Education 23: p. 16-33

Friend, I. y L. H. P. Lang (1988): <<*An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure*>>, Journal of Finance, 43, p. 271-282.

García-Ayuso Covarsí, M. y Monterrey Mayoral, J. (1998): <<*El modelo de valoración Edwards-Bell-Ohlson (EBO): Aspectos Teóricos y Evidencia Empírica*>>. Revista Española de Financiación y Contabilidad 96: p. 751-785

García-Borbolla Fernández, A. (2006): <<*La relevancia valorativa de los dividendos y los factores determinantes de la política de dividendos. Un análisis empírico a nivel europeo*>>, Cádiz: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Cádiz, (2006). 194p. ISBN: 84-9828-069-9

Gutiérrez Urzúa, M. (2007): <<*Política de dividendos y teoría de agencia. Evidencia en empresas chilenas*>> Universidad Complutense de Madrid.

Hand, J. y Landsman, W. (1999): <<*The pricing of dividends in equity valuation*>>. Working Paper. University of North Carolina..

Jensen, M. (1986): <<*Agency Cost of Free Cash Flow*>>. American Economic Review 76 :p. 323-329

La Porta, R., López de Silena, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1997): <<*Capital Markets and Legal Institutions*>>. Working Paper.

Lease, R.C., Kalay, A., Loewenstein, U., John, K., y Sarig, O.H. (2001): <<*Política de dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa*>>, Barcelona: Ediciones Gestión 2000, S.A., 222p. ISBN: 84-8088-553-X

Leithner, S. and Zimmermann, H. (1993): <<*Market Value and Aggregate Dividends: A Reappraisal of Recent test, and Evidende from European Markelts*>>. Journal of Economics and Statistics 129: p. 99-119

Lintner, J. (1956): <<*Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*>>. American Economic Review 46: p. 97-113

Lonie, A.A. y Power, D.M. (1996): <<*Dividend Payout and the Dividend-Signalling Phenomenon* >>. Department of Accounting and Business Finance, University of Dundee.

Meric, G.; Kyj, L.; Meric, I. y C. Lacke (2002): <<*Simultaneous determination of capital structure, dividend policy, and insiders ownership in Japanese corporation*>>, Financial Management Association (FMA) International Congress, Copenhagen.

Minguéz Vera, A., (2006):<< *Política de dividendos, riesgo, endeudamiento y estructura de propiedad: Un análisis para el mercado español.*>> Universidad Politécnica de Cartagena.

Modigliani, E. y Miller, M. (1961): <<*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares* >>. Journal of Business 34: p. 411-433

Palacín Sánchez, M.J. (2005): <<*La política de dividendos en las empresas del IBEX-35*>> Universidad de Sevilla.

Rees, W.P. (1997): <<*The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models* >>. Journal of Business Finance and Accounting 24 (7)

Rees, W.P. y Giner, B. (1999): <<*On the asymmetric recognition of good and bad news in France, Germany and the United Kingdom* >>. Journal of Business Finance and Accounting 1: p.1285-1331

RECURSOS ON LINE

Abengoa, S.A.: *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.abengoa.es/corp/web/es/accionistas_y_gobierno_corporativo/informes_anuales/

Abertis Infraestructuras, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.abertis.com/memoria-e-informe-anual/var/lang/es/idm/119>

Acciona, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.acciona.es/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/memoria-anual>

Acerinox, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.acerinox.es/Inversores/Informacion_economico-financiera/Memoria_e_informe_anual/?_setlocale=es

ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.grupoacs.com/index.php/es/c/accionistaseinversores_informeanual

Amadeus it Holding, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:* http://www.investors.amadeus.com/english/quarterly_financial_info/

Arcelormittal, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:* <http://www.arcelormittal.com/corp/investors/financial-reports>

Bando Popular Español, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.grupobancopopular.com/ES/AccionistasInversores/InformacionEconomicaFinanciera/Paginas/inicio.aspx>

Banco Sabadell, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<https://www.grupbancsabadell.com/es/XTD/INDEX/?url=/jsps/bswebs/accio.jsp?menuid=9638&language=es>

Banco Santander, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Relacion-con-Inversores.html#

Bankia, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.bankia.com/es/informacion-para-accionistas-e-inversores/informacion-financiera>

Bankinter, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/inf_financiera_cnmv/hechos_rel evantes_cnmv

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/financials/reports/index.jsp>

Bolsa de Madrid:

http://www.bolsamadrid.es/esp/mercados/acciones/accind1_1.htm

Bolsas y Mercados Españoles, SHMSF, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.bolsasymercados.es/esp/inf_legal/inf_legal_marcos.htm

Caixabank, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.caixabank.com/informacionparaaccionistaseinversores/informacioneconomicofinanciera/informeannual_es.html

Comisión Nacional del Mercado de Valores:

<http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

DIA-Distribuidora Int. de Alimentos, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.diacorporate.com/diawebapp/web/informacion-para-accionistas/informacion-financiera.jsp>

Enagas, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.enagas.com/cs/Satellite?cid=1142417698163&language=es&pagename=ENAGAS%2FPage%2FENAG_listadoComboAnio

Endesa, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.endesa.com/es/accionistas/infoeconomica/home>

Fomento de Construcción y Contratas, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.fcc.es/fccweb/accionistas-e-inversores/informacion-financiera/informacion-publica-periodica/index.html>

Ferrovial, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.ferrovial.com/es/Accionistas-e-Inversores/Informacion-Financiera>

Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.gamesacorp.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/>

Gas Natural SDG, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.gasnaturalfenosa.com/es/inicio/accionistas+e+inversores/informacion+economica/1285338473206/informes+anuales.html>

Grifols, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.grifols.com/portal/en/grifols/public_periodic_information

International Airlines Group: *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.es.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240950&p=irol-reportsannual>

Iberdrola S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<https://www.iberdrola.es/webibd/corporativa/iberdrola?IDPAG=ESWEBACCINFANFINAN&codCache=13469235819729791>

Industria de Diseño Textil, S.A. “INDITEX” *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

http://www.inditex.com/es/accionistas_e_inversores/relacion_con_inversores/informes_anuales

Indra Sistemas, S.A., SERIE A *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.indracompany.com/accionistas/memoria-y-cuentas-anuales>

Mapfre, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.mapfre.com/corporativo/accionistas/es/cinformativo/informacion-financiera.shtml>

Mediaset España Comunicación, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.mediaset.es/inversores/es/Presentacion-resultados>

Obrascon Huarte Lain, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*

<http://www.ohl.es/Plantillas/grid2.aspx?IdA=121&IdF=192&IdL=98&idM=441&nvl=1>

Red Eléctrica Corporación, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:* http://www.ree.es/accionistas/informe_anual.asp



Repsol YPF, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:* http://www.repsol.com/es_es/corporacion/accionistas-inversores/

Sacyr Vallehermoso, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*
<http://www.gruposyv.com/syv/Door.do?OPERATION=gestor&FUNCTION=34&id1=121&locale=es>

Técnicas Reunidas, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*
<http://www.tecnicasreunidas.es/es/informacion-para-accionistas-e-inversores/informacion-financiera/>

Telefónica, S.A. *Cuentas anuales años 2008, 2009, 2010 y 2011 disponibles en:*
http://info.telefonica.es/es/shareholders_investors/html/home/index.shtml