

TÍTULO: LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN LAS EMPRESAS DEL IBEX-35

María José Palacín Sánchez, palacin@us.es, Universidad de Sevilla

RESUMEN

En este artículo se pretende estudiar qué objetivos en política de dividendos son los que más se imponen en las principales empresas cotizadas españolas. Para ello, partimos de la evidencia empírica disponible, en la que Lintner (1956) sigue ocupando un papel muy destacado, y de las variables declaradas por las empresas para definir su política de dividendos. El estudio se centra en las compañías que forman parte del IBEX-35 y en el periodo comprendido entre 1993 y 2004, y la metodología utilizada es la regresión por mínimos cuadrados para estimar el mejor modelo de política de dividendos de cada empresa. Los resultados reflejan que definir el objetivo en política de dividendos en términos de tasa de reparto es muy frecuente y que tener un cierto objetivo de dividendo por acción es también una práctica habitual.

PALABRAS CLAVE: política de dividendos, ratio de pay-out.

ABSTRACT:

This paper examines the dividend policy of individual firms. The models of dividends that we want to test are defined in the context of Lintner's model (1956). Our sample consists of Spanish firms quoted in the Stock Market during the period 1993-2004. The regressions on the firm data provide consistent evidence on dividend models for individual firms. The empirical results show that the firms usually have a long term payout ratio and that the continuity of dividends is a factor that influences their dividend policy.

KEYWORDS: dividend policy, payout ratio.

1. INTRODUCCIÓN

Una de las decisiones financieras clásicas, que debe abordar cualquier empresa, es la cuantía de dividendo que va a repartir a sus accionistas. En general, los directores financieros prestan mucha atención a la elección de la política de dividendos de la empresa, porque, entre otros motivos, los inversores consideran la variable dividendos a la hora de decidir en qué activos financieros invierten para adoptar su mejor decisión. Esto es así, tanto por la incidencia de los dividendos sobre su riqueza directa, como por el posible efecto de los mismos sobre la cotización de las acciones. Además, el reparto del dividendo es un factor importante a tener en cuenta dentro de la política de financiación de la empresa, ya que afecta a su estructura de endeudamiento, y por tanto, es un elemento de primer orden en la estrategia de crecimiento de la empresa. No obstante, dar respuestas definitivas sobre por qué las empresas reparten dividendos y por qué los inversores los quieren es muy

complicado, constituyendo este tema lo que Black (1976) llamaba el puzzle de los dividendos, en el que tenemos muchas piezas que no parecen encajar.

Los investigadores en finanzas han estudiado la política de dividendos seguida por las empresas, siendo muy abundantes los estudios teóricos y empíricos desarrollados sobre el tema desde mitad del siglo pasado hasta la actualidad. Mientras un grupo de trabajos se ha centrado en analizar el efecto de la política de dividendos sobre el valor de mercado de las acciones, para llegar a concluir sobre la relevancia o irrelevancia de esta decisión financiera y poder prescribir la política de dividendos óptima de cualquier empresa, otros estudios han intentado identificar sus factores determinantes, al objeto de poder modelizar el comportamiento real de las empresas en materia retributiva.

Nuestra investigación se circunscribe dentro de esa segunda línea y más próxima a lo que sería la corriente representada por Lintner, que se centra en la esencia de la política de dividendos, o lo que son los objetivos perseguidos por la empresa al definir dicha política, frente a la línea de investigación representada por otros estudios que pretenden hacer una identificación exhaustiva de las variables que influyen en la política de dividendos. A pesar de que las aportaciones de Lintner (1956) a la política de dividendos son ya todo un clásico, no es menos cierto que son múltiples los estudios extranjeros [(Fama y Babiak (1968), Fama y French (2002), Aivazian, Booth y Cleary (2006)] y nacionales [Gutiérrez, Rodríguez y Valleado (1989), Espitia y Ruiz (1995), Giner y Salas (1995), Díez y López (2001) y García y Larrán (2005)], que parten de su planteamiento.

En este trabajo vamos a estudiar qué objetivos en política de dividendos son los que más se imponen en nuestras empresas. Para identificar los objetivos más relevantes en política retributiva partimos de la evidencia empírica disponible y de las variables declaradas por las empresas. Con los objetivos seleccionados definimos tres modelos de política de dividendos, que nos permiten verificar si la dirección de la empresa orienta su política de dividendos hacia el mantenimiento de una tasa de reparto (pay-out) del beneficio, en estado puro o ajustada parcialmente según propuso Lintner, o hacia la fijación de una tasa de crecimiento del beneficio.

La investigación que desarrollamos presenta ciertas peculiaridades. En primer lugar, se intenta modelizar el comportamiento individual de la política de dividendos de las principales empresas cotizadas españolas para descubrir qué objetivo inspira realmente la política retributiva de cada empresa. En segundo lugar, las variables consideradas: el beneficio del periodo y el dividendo del periodo anterior. Ya que, además de formar parte del modelo clásico de Lintner, son las variables que normalmente utilizan las empresas para definir sus objetivos en política de dividendos. Por último, el estudio se centra en las empresas que forman parte del IBEX-35 y en el periodo comprendido entre 1993 y 2004, por lo que la muestra seleccionada es representativa del mercado cotizado español y además, el periodo es lo suficientemente amplio como para identificar tendencias.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En la sección segunda se exponen los principales estudios empíricos que revelan las claves de la política de dividendos seguida por las empresas. En la sección tercera, se definen los modelos a contrastar, la muestra de empresas y la metodología empleada en el análisis empírico. En la cuarta se exponen los resultados y por último, se establecen las conclusiones.

2. MARCO TEÓRICO: LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DE LAS EMPRESAS

La línea de investigación en finanzas sobre política de dividendos que pretende estudiar cómo formulan realmente las empresas su política de reparto del beneficio y qué objetivo les guía, tiene como trabajo clásico

más representativo el de Lintner (1956). Según las entrevistas realizadas por este autor, la política de dividendos partía de la existencia de un ratio objetivo de pay-out a largo plazo, y luego, los dividendos se iban ajustando a él, pero evitando cambios bruscos. Con el modelo de Lintner, el dividendo se explica en función del beneficio del periodo y del dividendo retardado.

Con posterioridad han sido muchos los estudios empíricos que se han realizado siguiendo la línea de Lintner. La metodología utilizada permite clasificar estos trabajos, así por un lado, están aquéllos que se han centrado en estudiar la decisión de dividendos en muestras de empresas normalmente cotizadas utilizando técnicas de regresión más o menos complejas y, por otro lado, los estudios que han usado la técnica de la encuesta a los directivos para saber qué es lo que guía su decisión en materia retributiva.

En el primer grupo, podemos mencionar el trabajo de Fama y Babiak (1968), que fue el primero en proporcionar evidencia consistente sobre el modelo de Lintner en empresas individuales, cotizadas, norteamericanas. Más recientemente, y sobre datos agregados de empresas, Choe (1990), Dewenter y Warther (1998) y Fama y French (2002) confirman nuevamente para el mercado norteamericano, pero para periodos de análisis posteriores, el modelo de ajuste parcial de Lintner.

Estudios realizados en otros países como el Reino Unido, Marsh (1992), Francia, McDonald, Jacquillat y Nussenbaum (1975), o varios países europeos¹, García-Borbolla y Larrán (2005) han observado como el beneficio corriente y el dividendo pasado explican bien la política de dividendos de las empresas. Sin embargo, en Alemania Goergen, Renneboog, y Correia da Silva (2005) contrastan que aunque el beneficio del periodo sigue siendo una variable relevante, la política de dividendos en las empresas alemanas es más flexible que la que se desprende del modelo de Lintner, lo mismo ocurre con las japonesas cuando Dewenter y Warther (1998) comparan las empresas de dicho país con las norteamericanas.

En España, también se han realizado esfuerzos para modelizar el comportamiento de las empresas en materia de dividendos siguiendo la línea de Lintner. Sobre empresas individuales y para el periodo 1980-1992, Espitia y Ruiz (1995) tomaron las variables relevantes del modelo de Lintner con alguna variante y las combinaron de diversas formas, con la intención de determinar qué modelo define mejor la política de dividendos de las empresas españolas; al final, la conclusión fue que el modelo de ajuste parcial de Lintner en estado puro tenía una presencia residual en la muestra. Sobre datos agregados, Arrazola, de Hevia y Mato (1992) para un periodo comprendido entre 1963-1988, Giner y Salas (1995) entre 1982 y 1987, y Díez y López (2001) durante 1990 a 1997, confirman que los dividendos dependen de los dividendos pasados y del beneficio corriente² aunque otras variables relacionadas con las inversiones y la financiación de la empresa también son importantes. En esta línea, Rodríguez, de Andrés y Lorca (2003), en los años 1998 y 1999, observan que en las empresas cotizadas españolas el objetivo de mantener los dividendos estables es lo que prima frente a la posibilidad de repartir todos los años el mismo porcentaje del beneficio. Por último, y para muestras sectoriales, Gutiérrez, Rodríguez y Valleado (1989) contrastaron que la política de dividendos de las entidades financieras había pasado de un modelo de ajuste parcial a un modelo de ajuste automático donde el objetivo en materia retributiva venía marcado por un ratio objetivo de pay-out; y Alonso Rivas (1982) contrasta para una muestra de empresas eléctricas que el modelo de Lintner plantea ciertas limitaciones. En general, el modelo de Lintner en estado puro

¹ La muestra incluye a Alemania, España, Francia, Holanda, Suiza, Reino Unido e Italia. Italia es el único país en el que la importancia de las variables del modelo de Lintner no se confirma.

² Aunque Giner y Salas utilizan la variable cash-flow y no el beneficio, y Díez y López toman el ROE como medida del beneficio.

y, por extensión, los objetivos en política de dividendos que se desprenden del mismo no parecen funcionar del todo en las empresas españolas.

En el segundo grupo de estudios, que han empleado la técnica de la encuesta al igual que Lintner, podemos citar a Baker, Farrelly y Edelman (1985), que realizaron entrevistas a directores financieros de empresas norteamericanas que formaban parte del NYSE y que confirmaron la importancia del dividendo pasado y del beneficio como determinantes de la política de dividendos, aunque aparecen nuevas variables. Más recientemente, Baker y Powell (1999) y Baker, Powell y Veit (2002) sobre empresas cotizadas en el NYSE y NASDAQ, vuelven a ratificar la importancia de los objetivos en política de dividendos que se desprenden del modelo de Lintner, debido a la relevancia que sigue teniendo la continuidad del dividendo. En este sentido, los directivos creen que el mercado valora más la estabilidad del dividendo por acción que la del ratio de pay-out.

La fórmula de la encuesta también se ha utilizado en otros países, en concreto, en el Reino Unido. En dicho país, Allen (1992) ratifica el uso de un ratio objetivo de reparto del beneficio. Además, otro factor que influye en la política de dividendos es el deseo de mantener estable el dividendo.

Por último, destacar el trabajo de Brav, Graham, Harvey y Michaely (2005), en el que han realizado entrevistas a directores financieros de empresas estadounidenses en los primeros años de este nuevo siglo. Con respecto a la cuestión de cuál es su objetivo en política de dividendos, una minoría afirma que definen su objetivo en términos de pay-out (28%), mientras que la mayoría tienen un objetivo en términos de dividendos por acción o de su crecimiento (67%). Por tanto, aunque la política de dividendos sigue estando definida a largo plazo, ahora, en comparación con la época en la que Lintner hizo su encuesta, parece que existen más objetivos potenciales y que los directivos no se ajustan de manera tan estricta a los mismos.

En España, no se han realizado encuestas sobre estas cuestiones en las compañías. No obstante, atendiendo tanto a las declaraciones que han realizado las empresas cotizadas en las presentaciones que hacen a los inversores y que publican en sus páginas web, como a los hechos relevantes comunicados a la CNMV, en el periodo comprendido de 1993 a 2004, un 49 por ciento de las empresas del Ibex-35 se marcan un cierto objetivo para su ratio de reparto, apareciendo en segundo lugar la definición de la política de dividendos en función del dividendo por acción o más bien de su crecimiento, con un 25% de las empresas (tabla 1). No obstante, en este periodo han sido bastantes las empresas (29%) que no han hecho público su objetivo de dividendos a largo plazo.

Tabla 1: Política de dividendos declarada por las empresas del IBEX-35 en algún año entre 1993-2004

Objetivo política de dividendos	Nº empresas	%
Pay-out	10	29%
Pay-out + Dividendo por acción	4	11%
Pay-out + Otras variables	3	9%
Dividendo por acción o su crecimiento	5	14%
Rentabilidad por dividendo	2	5,5%
Otras variables	1	2,5%
No objetivo declarado	10	29%
Total	35	100%

Fuente: Elaboración propia.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO: MODELO, MUESTRA Y METODOLOGÍA

3.1. PLANTEAMIENTO DE LOS MODELOS Y DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

La evidencia empírica analizada y los objetivos declarados por las empresas del IBEX-35 (tabla 1) nos llevan a considerar dos variables fundamentales a la hora de definir la política de dividendos: el dividendo pasado (DPA_{t-1}) y el beneficio corriente (BPA_t):

$$DPA_t = f(DPA_{t-1}, BPA_t)$$

La cuestión, ahora, es definir el modelo de política de dividendos que mejor se ajusta a cada empresa en función del objetivo de dividendos seguido por la misma. Los modelos que proponemos son tres. El primero responde a un modelo de ajuste parcial del dividendo al ratio de pay-out que define la empresa como objetivo a largo plazo, por lo que la estabilidad del dividendo es también un objetivo importante (este modelo sigue al esquema básico de Lintner). Los otros dos modelos responden a un proceso de ajuste inmediato al objetivo de la política de dividendos definido por la empresa tanto en términos de tasa de reparto (modelo II) como de crecimiento del dividendo (modelo III). Estos tres modelos los definimos de la siguiente manera:

- Modelo de ajuste parcial (I) : modelo de Lintner:

$$DPA_t = \alpha_1 + \beta_1 BPA_t + \beta_2 DPA_{t-1} + v_t$$

- Modelo del beneficio (II):

$$DPA_t = \alpha_2 + r BPA_t + v_t$$

- Modelo del dividendo (III):

$$DPA_t = \alpha_3 + c DPA_{t-1} + v_t$$

Siendo:

- DPA_t : el dividendo por acción en el periodo t.
- DPA_{t-1} : el dividendo por acción en el periodo t-1.
- BPA_t : el beneficio neto por acción en el periodo t.
- r: objetivo para el coeficiente de reparto del beneficio del periodo.
- $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: son las constantes de cada modelo, y su presencia reflejaría las reticencias de las empresas a disminuir o eliminar los dividendos.
- $\beta_1 = b \times r$ y $\beta_2 = 1 - b$, siendo b la velocidad de ajuste desde el dividendo del período al dividendo deseado.
- c: objetivo de crecimiento del DPA.
- v_t : perturbación aleatoria de los distintos modelos.

Los tres modelos de regresión son lineales. Y en principio, se espera que todos los parámetros de los modelos sean positivos según la interpretación económica de estas ecuaciones.

Con respecto a nuestra propuesta de modelización debemos hacer dos precisiones:

- a) No hemos definido un modelo de dividendos en función de la rentabilidad por dividendo porque dicha variable está afectada por elementos que están fuera del control de los directivos y como declaran Fama y French (2002), posiblemente este ratio sea poco representativo de la política de dividendos. Además, la presencia de dicha variable como definitoria de la política de dividendos declarada por las empresas cotizadas españolas es residual.
- b) El hecho de no incluir más variables retardadas es debido a que, por un lado, eso reduciría mucho los grados de libertad del modelo debido al reducido número de datos disponibles y, por otro lado,

las empresas no hacen referencia a tal circunstancia y, como ya hemos declarado en anteriores ocasiones, queremos ajustarnos en la medida de lo posible a lo que hacen y dicen las empresas.

Según los modelos definidos, las variables que hemos necesitado para realizar el estudio de la muestra de empresas españolas han sido el dividendo por acción y el beneficio por acción. Con relación a la definición de las variables debemos hacer las siguientes aclaraciones. En primer lugar, el dividendo por acción lo entendemos como reparto con cargo a beneficios generados o retenidos, por lo que las cantidades entregadas a los accionistas con carácter extraordinario, sin intención de continuidad, o en concepto de devolución de aportaciones no se han tenido en cuenta. En segundo lugar, el beneficio por acción lo hemos definido a partir del beneficio consolidado después de impuestos y minoritarios, es decir, el beneficio neto atribuido a la sociedad matriz. En tercer lugar, los beneficios y los dividendos por acción han sido ajustados en caso de desdoblamiento de acciones (*splits*) realizados por las empresas en estos años. Por último, los valores en “euros” son nominales y, por tanto, no se han ajustado a la inflación.

3.2. MUESTRA Y FUENTES DE INFORMACIÓN

Las empresas elegidas para modelizar su política de dividendos han sido las que forman parte del IBEX-35 y como dicho índice va variando su composición cada seis meses, se han tomado las sociedades que lo integraban en enero de 2006. Y el periodo de estudio elegido ha sido el comprendido entre 1993 y 2004, que es lo suficientemente amplio como para poder apreciar tendencias en la política de dividendos particular de las empresas.

No obstante, la muestra final considerada se ha reducido debido a que tan sólo 20 empresas soportan todo el periodo de estudio. Por otro lado, de estas sociedades se ha prescindido de las que o tenían pérdidas o no repartían dividendos algún año, en concreto Indra, Telefónica y NH Hoteles. Finalmente el estudio se ha centrado en 17 empresas, que definen, no obstante, una muestra representativa, tal como refleja la tabla 2, donde se aprecia que las empresas consideradas alcanzan el 33 por ciento de toda la capitalización del mercado continuo, y lo que es más importante, las mismas reparten casi el 60 por ciento del dividendo generado por las sociedades del SIBE.

Tabla 2: Representatividad de la muestra

IBEX-35 (muestra considerada)	Capitalización 30-1-06	Dividendo total repartido en 2004
	<i>millones de euros</i>	<i>miles de euros</i>
ABERTIS	11.865	264.159
ACCIONA	6.533	106.129
ACERINOX	3.431	223.842
ACS	10.110	137.621
ALTADIS	9.201	254.899
B. POPULAR	12.519	414.252
BANKINTER	3.709	81.675
BBVA	56.356	1.498.757
BSCH	75.051	1.837.273
ENDESA	25.092	781.571
FCC	6.927	176.982
GAS NATURAL	10.648	317.921
IBERDORLA	21.123	692.390
METROVACESA	5.751	75.799
REPSOL YPF	27.237	610.432
SACYR VALLE	5.756	95.288
UNION FENOSA	9.445	181.223
TOTAL MERCADO CONTINUO	908.855	13.586.322
TOTAL 17 EMPRESAS	300.753	7.750.213
17 empresas/mercado continuo	0,33	0,57

Fuente: Elaboración propia.

Para la obtención de la información hemos recurrido a las siguientes fuentes:

- La página web de la Bolsa de Madrid: proporciona datos sobre el dividendo por acción repartido por las empresas.
- La página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A través de las cuentas auditadas de las empresas, se puede obtener el beneficio consolidado neto asignado al grupo y el número de acciones en circulación de las empresas.
- La página web particular de las empresas, que permite complementar los datos obtenidos y conseguir información sobre la política de dividendos declarada por las sociedades.

3.3. METODOLOGÍA

El método seguido consiste en estimar para cada empresa, por mínimos cuadrados ordinarios, los tres posibles modelos que pueden formarse con las variables explicativas elegidas, para con posterioridad elegir el modelo que mejor explique su patrón de dividendos. No obstante, para llegar a este momento es necesario que los modelos, o más bien los residuos, no presenten problemas de autocorrelación, muy normales cuando se trabaja con series temporales como es nuestro caso, ni de heterocedasticidad. Cuando la regresión realizada es múltiple, se debe también estudiar los posibles problemas de colinealidad entre las variables independientes involucradas. Por último, y en función de la significatividad individual y conjunta de los coeficientes de regresión y de la bondad del ajuste, se elige el mejor modelo.

Los test que se han realizado para alcanzar los objetivos han sido el de Durbin y Watson para identificar problemas de autocorrelación; el test de White para contrastar la presencia de heterocedasticidad en la perturbación aleatoria; el test de la t de Student para contrastar la significatividad individual de los coeficiente de

regresión; el test de la F de Fisher para contrastar la linealidad de la relación entre la variable dependiente y las independientes. Y por último, el coeficiente de determinación ajustado se ha empleado como medida descriptiva de la bondad del ajuste del modelo. Los programas informáticos utilizados para realizar el estudio han sido el SPSS y el Eviews.

4. RESULTADOS

La tabla 3 muestra los resultados empíricos obtenidos con la estimación por mínimos cuadrados ordinarios del mejor modelo de política de dividendos para cada una de las 17 empresas y durante el periodo 1993 a 2004.

Tabla 3: Modelos explicativos de la política de dividendos de cada empresa

Abertis	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	0,406	32,004	0,000
	Bt	0,078	3,797	0,004
	R ² ajustado	0,549	Sig. F	0,004
	Durbin- Watson	2,412	Sig. White	0,9078
Acciona	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,134	-2,062	0,069
	Bt	0,271	2,809	0,02
	Dt-1	0,645	2,907	0,017
	R ² ajustado	0,967	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	2,349	Sig. White	0,0406
Acerinox	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	0,018	0,650	0,532
	Bt	0,09	2,701	0,024
	Dt-1	0,634	3,599	0,006
	R ² ajustado	0,737	Sig. F	0,01
	Durbin- Watson	1,741	Sig. White	0,8040
ACS	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,0164	-1,219	0,254
	Bt	0,077	1,939	0,084
	Dt-1	1,008	5,049	0,001
	R ² ajustado	0,963	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	1,180	Sig. White	0,02817
Altadis	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,061	-0,787	0,452
	Bt	0,549	4,907	0,001
	Dt-1	0,155	0,815	0,436
	R ² ajustado	0,805	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	2,593	Sig. White	0,0729
Banco Popular	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,149	-1,497	0,165
	Bt	0,554	13,356	0,000

	R ² ajustado	0,941	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	2,159	Sig. White	0,419
Bankinter	Variable	Coficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,18	-0,525	0,613
	Bt	0,136	3,940	0,003
	Dt-1	0,833	15,405	0,000
	R ² ajustado	0,986	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	1,078	Sig. White	0,145
BBVA	Variable	Coficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,13	-0,504	0,627
	Bt	0,206	3,539	0,06
	Dt-1	0,697	5,386	0,000
	R ² ajustado	0,926	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	2,960	Sig. White	0,0606
BSCH	Variable	Coficiente	t-Student	Sig
	Constante	0,026	0,616	0,551
	Dt-1	0,944	5,201	0,000
		R ² ajustado	0,703	Sig. F
	Durbin- Watson	2,451	Sig. White	0,120
Endesa	Variable	Coficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,109	-1,250	0,243
	Bt	0,315	2,258	0,050
	Dt-1	0,598	3,676	0,005
	R ² ajustado	0,955	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	2,289	Sig. White	0,0599
FCC	Variable	Coficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,039	-0,525	0,611
	Dt-1	1,365	8,063	0,000
		R ² ajustado	0,853	Sig. F
	Durbin- Watson	2,389	Sig. White	0,1694
Gas Natural	Variable	Coficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,075	-0,716	0,492
	Bt	0,150	2,098	0,065
	Dt-1	0,773	3,003	0,15
	R ² ajustado	0,602	Sig. F	0,009
	Durbin- Watson	1,4	Sig. White	0,0554
Iberdrola	Variable	Coficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,067	-3,372	0,007
	Dt-1	1,210	29,779	0,000
		R ² ajustado	0,988	Sig. F
	Durbin- Watson	1,343	Sig. White	0,2302
Iberdrola	Variable	Coficiente	t-Student	Sig
	Constante	0,162	10,043	0,000
	Bt	0,428	22,889	0,000

	R ² ajustado	0,979	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	0,652	Sig. White	0,0416
Metrovacesa	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	0,015	0,343	0,739
	Dt-1	1,094	14,705	0,000
	R ² ajustado	0,951	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	1,010	Sig. White	0,0342
Repsol YPF	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	0,21	3,691	0,004
	Bt	0,130	2,715	0,022
	R ² ajustado	0,367	Sig. F	0,022
	Durbin- Watson	1,606	Sig. White	0,2056
Sacyr-Valle	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	0,075	10,555	0,000
	Bt	0,174	20,099	0,000
	R ² ajustado	0,973	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	1,595	Sig. White	0,047
Unión Fenosa	Variable	Coeficiente	t-Student	Sig
	Constante	-0,014	-0,747	0,474
	Bt	0,031	2,894	0,018
	Dt-1	1,033	18,012	0,000
	R ² ajustado	0,983	Sig. F	0,000
	Durbin- Watson	2,167	Sig. White	0,4078

En primer lugar, si nos fijamos en el coeficiente de determinación ajustado, que nos permite valorar de manera conjunta la bondad del ajuste, es bastante satisfactorio en la mayoría de las modelizaciones realizadas. En catorce de las empresas estudiadas alcanza valores superiores al 70 por ciento, incluso, es superior al 90 por ciento en diez empresas; y en sólo tres compañías: Abertis, Gas Natural y Repsol-YPF, las variables independientes consideradas explican entre un 37 y un 60 por ciento de la varianza de la variable dependiente, dividiendo por acción.

Otra cuestión destacable de nuestro estudio es que en todas las empresas de la muestra se ha identificado una relación lineal significativa entre la variable dependiente y las independientes consideradas: el beneficio por acción corriente, el dividendo por acción del periodo precedente o ambas a la vez. Si bien para Acerinox y Repsol-YPF, esta relación lineal es significativa para un alfa del 1 por ciento.

Las dos variables independientes estudiadas, que se desprenden de los objetivos de dividendos declarados por las empresas, son casi igual de importantes en la modelización desarrollada. Mientras el dividendo retardado influye en 13 empresas, el beneficio por acción del periodo aparece en 14³, siendo dichas variables relevantes en los distintos modelos ajustados, a excepción del dividendo retardado en Altadis y Gas Natural. Además, los signos de los parámetros que ligan las variables independientes con la dependiente son positivos en todas las empresas, tal como era de esperar. Por otro lado, la constante tiene signo negativo en 11 de los 18 modelos, si bien en

³ En Iberdrola, el modelo del dividendo y del beneficio son igualmente buenos para representar la política de dividendos de la empresa.

nueve de los modelos, dicho término independiente no es relevante en la ecuación de regresión por lo que no debemos darle importancia a tal dato.

Por tanto, a la vista de los resultados obtenidos podemos afirmar que las variables que Lintner identificaba como relevantes para definir la política en materia retributiva de la empresa: beneficio del periodo y dividendo retardado están totalmente vigentes en nuestra muestra de empresas españolas, como ya sucedía en estudios realizados en España para períodos anteriores al nuestro como son los de Arrazola, Hevia y Mato (1992) y Díez y López (2001).

Si nos fijamos en el modelo de política de dividendos observamos que el mayoritario es el modelo de ajuste parcial propuesto por Lintner, que es el mejor en nueve empresas. En las 9 empresas restantes son los modelos de ajuste automático al objetivo en materia de dividendos, expresado en términos de tasa de reparto (5 empresas) o de crecimiento del dividendo (4 modelizaciones), los que se imponen (ver tabla 4). Estos resultados se mueven en la línea de los obtenidos por Espitia y Ruiz (1995) para una muestra de empresas cotizadas durante el periodo 1980-1992, aunque en dicho estudio el modelo de Lintner tenía una presencia más residual.

En consecuencia, la definición del objetivo en política de dividendos en términos de tasa de reparto es muy importante en nuestra muestra. Catorce empresas fijan una tasa de reparto del beneficio en estado puro, o se ajustan a ella suavemente para evitar cambios bruscos en los dividendos, mientras sólo cuatro empresas parecen repartir el dividendo con independencia del beneficio obtenido. Este resultado está en concordancia con las declaraciones de las empresas, en las que casi la mitad definían su objetivo en materia de dividendos en función del ratio de pay-out.

Una última consecuencia de nuestros resultados es que el predominio del modelo del dividendo y del modelo de ajuste parcial, que siguen 13 empresas, frente al modelo del beneficio (sólo cinco) supone, en la práctica, una mayor estabilidad en los dividendos repartidos, tendencia que también contrastan Rodríguez, de Andrés y Lorca (2003). Este hecho reflejaría que muchas empresas parecen tener presente un cierto objetivo de dividendo por acción.

Tabla 4: Modelo de política de dividendos resultante

Modelo	Modelo de ajuste parcial -Lintner- (I)	Modelo del Beneficio (II)	Modelo del dividendo (III)
Empresas	Acciona Acerinox ACS Altadis Bankinter BBVA Endesa Gas Natural Unión Fenosa	Abertis Banco Popular Iberdrola Repsol-YPF Sacyr-Valle	BSCH FCC Iberdrola Metrovacesa

En definitiva, los modelos de dividendos resultantes en las empresas españolas cotizadas están en concordancia con los objetivos de dividendos declarados por las mismas, si bien los objetivos que se desprendían del modelo de Lintner son los más relevantes. Además, aunque muchas de las empresas no hayan declarado nunca sus intenciones a largo plazo en política de dividendos, sí que tienen en mente algún objetivo, como refleja su buen ajuste a alguno de los modelos que hemos propuesto.

5. CONCLUSIONES

Con este trabajo hemos estudiado qué objetivos en política de dividendos son los que más se imponen en nuestras empresas. Para identificar los objetivos más relevantes en política retributiva partimos de la evidencia empírica disponible, en la que Lintner(1956) sigue ocupando un papel muy destacado, y de las variables declaradas por las empresas de la muestra. Con los objetivos seleccionados hemos definido tres modelos de política de dividendos, que nos permiten verificar si la dirección de la empresa orienta su política de dividendos hacia el mantenimiento de una tasa de reparto (pay-out) del beneficio, en estado puro o ajustada parcialmente según propuso Lintner, o hacia la fijación de una tasa de crecimiento del beneficio. El estudio empírico se centra en las compañías que forman parte del IBEX-35 y en el periodo comprendido entre 1993 y 2004. Y la metodología empleada consiste en estimar para cada empresa, por mínimos cuadrados ordinarios, los tres modelos definidos.

Los resultados alcanzados constatan que el modelo que se impone en nuestra muestra es el de ajuste parcial del dividendo al ratio de pay-out que define la empresa a largo plazo (modelo clásico de Lintner), mientras que los modelos de ajuste inmediato al objetivo de la política de dividendos definido por la empresa tanto en términos de tasa de reparto como de crecimiento del dividendo son menos importantes.

Por tanto, los resultados obtenidos nos permiten afirmar que definir el objetivo en política de dividendos en términos de tasa de reparto ha sido muy frecuente en las empresas cotizadas españolas que componen la muestra para el periodo 1993 a 2004, como ya revelaban las declaraciones de las empresas; y además, mantener el dividendo relativamente estable también ha sido un objetivo importante de la política de retribución al accionista.

Por último y de cara a nuestra futura investigación en este campo, deberíamos profundizar en el por qué y el cómo definen las empresas sus objetivos en dividendos. Para ello sería conveniente ampliar la muestra utilizada y realizar un análisis agregado de los datos empresariales, al objeto de obtener conclusiones más definitivas sobre la política de dividendos de las empresas españolas.

6. BIBLIOGRAFÍA

Aivazian, V.; Booth, L. y Cleary, S. (2003): “Dividend smoothing and debt ratings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, núm. 2, pp. 439-453.

Allen, D.E. (1992): “Target payout ratios and dividend policy: British evidence”, *Managerial Finance*, vol. 18, núm 1, pp. 9-21.

Alonso Rivas, J. (1982): “Una contrastación empírica de política de dividendos”, *Técnica Contable*, núm. 405, pp. 341-346.

Arrazola, M.; de Hevia, J. y Mato, G. (1992): “Determinantes de la distribución de dividendos”, *Investigaciones Económicas*, vol.16, núm. 2, pp. 235-258.

Baker, H.; Farrelly, G. y Edelman, R. (1985): “A survey of management views on dividend policy”, *Financial Management*, autumn, pp. 78-84.

Baker, H., y Powell, G. (1999): “How corporate managers view dividend policy”, *Quartely Journal of Business and Economics*, vol. 38, núm. 2, pp. 17-35.

- Baker, H., Powell, G. y Veit, T. (2002): "Revisiting managerial perspectives on dividend policy", *Journal of Economics and Finance*, vol. 26, núm. 3, pp. 267-283.
- Black, F.(1976): "The dividend puzzle", *Journal of Portfolio Management*, vol. 2, núm. 2, pp. 5-8.
- Brav, A.; Graham, J.; Harvey, C. y Michaely, R. (2005): "Payout policy in the 21st century", *Journal of Financial Economics*, vol. 77, pp. 483-527.
- Choe, H. (1990): Intertemporal and cross-sectional variation in corporate dividend policy, *Ph.D. Dissertation*, Universidad de Chicago.
- Dewenter, K. y Warther, V. (1998): "Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms", *The Journal of Finance*, vol.53, pp. 879-904.
- Espitia Escurer, M. y Ruiz Cabestre, F. (1995): "La modelización del comportamiento empresarial en política de dividendos", *Revista ICE*, núm. 746, pp. 139-150.
- Díez Esteban, J.M. y López de Foronda, O. (2001): "La política de dividendos de las empresas españolas: un ajuste parcial al objetivo de reparto", *Cuadernos de Estudios Empresariales*, vol. 11, pp. 141-159.
- Fama, E.F. y Blasiak, H. (1964): "Dividend policy: an empirical analysis", *Journal of American Statistical Association*, vol. 63, núm. 324, pp. 1132-1161.
- Fama, E. y French, K. (2002): "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt", *The Review of Financial Studies*, vol. 15, núm. 1, pp. 1-33.
- García-Borbolla, A. y Larrán Jorge, M. (2005): "Factores explicativos de la política de dividendos: evidencias empíricas en mercados bursátiles europeos", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. 60, núm 185, pp. 209-227.
- Giner Bagués, E. y Salas Fumás, V. (1995): "Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles", *Investigaciones Económicas*, vol. 19, núm. 3, pp. 329-348.
- Goergen, M. Renneboog, L. y Correia da Silva, (2005): "When do German firms change their dividends", *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, núm. 1-2, pp.375-399.
- Gutierrez, J.; Rodríguez, J.M. y Vallelado, E. (1989): "La política de dividendos en los bancos privados españoles: modelos de comportamiento", *Investigaciones Económicas*, suplemento, pp. 127-133.
- Lintner, J. (1956): "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes", *The American Economic Review*, vol. 46, núm. 2, pp.97-113.
- Marsh, P. (1992): "Dividend announcements and stock performance", working paper, London Business School.
- McDonald, J.G., Jacquillat, B. y Nussenbaum, M. (1975): "Dividend, investment and financing decisions: empirical evidence on French firms", *Journal of financial of quantitative analysis*, vol. 10, núm. 5, pp.741-755.
- Rodríguez Enríquez, E.; de Andrés Suárez, J. y Lorca Fernández, P. (2003): "La estabilidad de la política de dividendos: una contrastación empírica de las compañías cotizadas por ramas de actividad", *Análisis financiero*, núm. 92, pp. 24-31.