

María José Palacín Sánchez*

Objetivos de la política de dividendos en las empresas del ibex-35

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

* Universidad de Sevilla

La autora agradece las sugerencias y comentarios realizados en el análisis empírico por el profesor José Antonio Camúñez Ruiz, aunque la responsabilidad última de todo lo que aparece en el artículo es de la autora.

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 com-

plejas 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 Diez 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 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.

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%

Tabla 1

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:

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

- Modelo del beneficio (II):

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

- Modelo del dividendo (III):

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

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.
- $\beta_1 = b$ 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.
- ν_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.

Representatividad de la muestra

IBEX-35 (muestra considerada)	Capitalización 30-1-06 millones de euros	Dividendo total repartido en 2004 miles de euros	Dividendo total repartido en 2005 miles de euros
ABERTIS	11.865	264.159	289.528
ACCIONA	6.533	106.129	147.436
ACERINOX	3.431	223.842	67.470
ACS	10.110	137.621	211.724
ALTADIS	9.201	254.899	269.221
B. POPULAR	12.519	414.252	441.688
BANKINTER	3.709	81.675	92.728
BBVA 56.356	1.498.757	1.800.542	
BSCH	75.051	1.837.273	2.604.915
ENDESA	25.092	781.571	2.541.005
FCC	6.927	176.982	210.035
GAS NATURAL	10.648	317.921	376.132
IBERDORLA	21.123	692.390	797.871
METROVACESA	5.751	75.799	163.878
REPSOL YPF	27.237	610.432	732.518
SACYR VALLE	5.756	95.288	144.234
UNION FENOSA	9.445	181.223	231.556
TOTAL MERCADO CONTINUO	908.855	13.586.322	16.751.511
TOTAL 17 EMPRESAS	300.753	7.750.213	11.122.481
17 empresas/mercado continuo	0,33	0,57	0,66

Tabla 2

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, y 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 pro-

blemas 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.

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.

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, dividendo 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 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.

Modelos explicativos de la política de dividendos de cada empresa

Empresa	α	β_1 ó r	β_2 ó c	R ² ajustado	D-W:	Sig. F	Sig. White:
Abertis	0,406 (0,000)	0,078 (0,004)		0,549	2,412	0,004	0,907
Acciona	-0,134 (0,069)	0,271 (0,02)	0,645 (0,017)	0,967	2,349	0,000	:0,040
Acerinox	0,018 (0,532)	0,09 (0,024)	0,634 (0,006)	0,737	1,741	0,010	0,804
ACS	-0,0164 (0,254)	0,077 (0,084)	1,008 (0,001)	0,963	1,180	0,004	0,281
Altadis	-0,061 (0,452)	0,549 (0,001)	0,155 (0,436)	0,805	2,593	0,000	0,072
Banco Popular	-0,149 (0,165)	0,554 (0,000)		0,941	2,159	0,000	0,419
Bankinter	-0,18 (0,613)	0,136 (0,003)	0,833 (0,000)	0,986	1,078	0,000	0,145
BBVA	-0,13 (0,627)	0,206 (0,06)	0,697 (0,000)	0,926	2,960	0,000	0,060
BSCH	0,026 (0,551)		0,944 (0,000)	0,703	2,451	0,004	0,120
Endesa	-0,109 (0,243)	0,315 (0,050)	0,598 (0,005)	0,955	2,289	0,000	0,059
FCC	-0,039 (0,611)		1,365 (0,000)	0,853	2,389	0,000	0,169
Gas Natural	-0,075 (0,492)	0,150 (0,065)	0,733 (0,15)	0,602	1,400	0,009	0,055
Iberdrola	-0,067 (0,007)		1,210 (0,000)	0,988	1,343	0,000	0,230
Iberdrola	0,162 (0,000)	0,428 (0,000)		0,979	0,652	0,000	0,041
Metrovacesa	0,015 (0,739)		1,094 (0,000)	0,951	1,010	0,000	0,034
Repsol YPF	0,21 (0,004)	0,130 (0,022)		0,367	1,606	0,022	0,205
Sacyr-Valle	0,075 (0,000)	0,174 (0,000)		0,973	2,412	0,004	0,047
Unión Fenosa	-0,014 (0,474)	0,031 (0,018)	1,033 (0,000)	0,983	2,167	0,000	0,407

Tabla 3

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.

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

Tabla 4

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 (payout) del beneficio, en estado puro o ajustada parcialmente según propuso Lintner, o hacia la fijación de una tasa de crecimiento del dividendo. 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.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aivazian, V.; Booth, L. y Cleary, S. (2003): "Dividend smoothing and debt ratings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 41 (2), pp. 439-453.
- Allen, D.E. (1992): "Target payout ratios and dividend policy: British evidence", *Managerial Finance* 18 (1), pp. 9-21.
- Alonso Rivas, J. (1982): "Una contrastación empírica de política de dividendos", *Técnica Contable* 405, pp. 341-346.
- Arrazola, M.; de Hevia, J. y Mato, G. (1992): "Determinantes de la distribución de dividendos", *Investigaciones Económicas*. 16 (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", *Quarterly Journal of Business and Economics* 38 (2), pp. 17-35.
- Baker, H., Powell, G. y Veit, T. (2002): "Revisiting managerial perspectives on dividend policy", *Journal of Economics and Finance* 26 (3), pp. 267-283.
- Black, F. (1976): "The dividend puzzle", *Journal of Portfolio Management* 2 (2), pp. 5-8.
- Brav, A.; Graham, J.; Harvey, C. y Michaely, R. (2005): "Payout policy in the 21st century", *Journal of Financial Economics* 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*. 53, pp. 879-904.
- Espitia Escurer, M. y Ruiz Cabestre, F. (1995): "La modelización del comportamiento empresarial en política de dividendos", *Revista ICE* 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*. 11, pp. 141-159.
- Fama, E.F. y Blasiak, H. (1964): "Dividend policy: an empirical analysis", *Journal of American Statistical Association*. 63 (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* 15 (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*. 60 (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* 19 (3), pp. 329-348.
- Goergen, M. Renneboog, L. y Correia da Silva, (2005): "When do German firms change their dividends", *Journal of Corporate Finance* 11 (1-2), pp. 375-399.
- Gutiérrez, 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* 46 (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* 10 (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* 92, pp. 24-31.

NOTAS:

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



Quienes somos

El IEAF es una Asociación Profesional sin ánimo de lucro, constituida el 18 de septiembre de 1965. Agrupa a los profesionales que desarrollan su actividad en las distintas áreas de los mercados financieros (análisis, brokerage, corporate y M&A, gestión de carteras, capital riesgo, etc.) así como a ejecutivos y directivos de entidades relacionadas con las finanzas y los mercados financieros y a profesionales de los departamentos económico-financieros tanto de empresas de la economía real como de centros académicos universitarios.

Ámbito de actuación

El IEAF es una asociación española pero que se desenvuelve también en el ámbito internacional, gracias a su pertenencia a la EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies) que, a su vez, es miembro de la ICIA (International Council of Investment Associations) de ámbito mundial.

Además, el Instituto pertenece a la ACIIA®, (Association of Certified Investment Analysts) y tiene conferidos en exclusiva para España los derechos del Título de Analista Financiero Internacional CIIA®, cuya preparación académica realiza la Escuela de Formación del IEAF.

Ventajas de ser miembro del IEAF

Pertenecer a una Asociación profesional que vincula a sus miembros no solo intelectualmente, sino a través de una serie de servicios colegiales:

- ✓ Presentaciones Financieras, donde los miembros del IEAF tienen la posibilidad real de dialogar con los primeros ejecutivos de las empresas cotizadas.
- ✓ Recibir publicaciones excelentes de gran calidad en materias financieras, de gobierno empresarial y responsabilidad corporativa, a través de la Fundación de Estudios Financieros, Centro de Pensamiento creado por el Instituto. Todas las publicaciones y trabajos de investigación están colgados en su web.
- ✓ La revista "Análisis Financiero", de gran prestigio profesional y académico.
- ✓ Conferencias y jornadas sobre asuntos de interés para los miembros, reciclaje profesional y descuentos en los cursos organizados por la Escuela de Formación y preparación de acreditaciones oficiales de la ACIIA®.
- ✓ Bolsa de trabajo.
- ✓ Biblioteca en la sede de la Escuela abierta a los socios.

Objetivos

- 1.** Reforzar el vínculo intelectual y profesional entre sus miembros de forma que ayude a la defensa de sus intereses profesionales en el ámbito de la sociedad civil.
- 2.** Impulsar la formación permanente y la mejora profesional de quienes trabajan en el ámbito económico-financiero y de los mercados, sometidos a un Código Ético.
- 3.** Constituir un foro privilegiado para reciclaje e intercambio de información y experiencias entre profesionales, tanto en el ámbito nacional como internacional.

LLAMA Y ASOCIATE

915.631.972 o entra en www.ieaf.es

COMO HACERSE MIEMBRO DEL IEAF

Cumplimentando directamente los Impresos de Solicitud de Admisión que pueden imprimirse desde la web y enviándolos al IEAF junto con la documentación requerida ()

*En los teléfonos: 915.631.972 Srta. Susana Rodríguez o Delegación Barcelona Srta. Ana Fusté, Tel. 934.013.543

*A través de internet. <http://www.ieaf.es> - e-mail: secretaria@ieaf.es o ieaf@ieaf.es

Oficinas del IEAF

En Madrid: Avda de Brasil, 17-3º. 28020 Madrid

Delegación en Barcelona: Paseo de Gracia, 19, 08007 Barcelona

Existen dos páginas web a disposición de los miembros: www.ieaf.es, www.fef.es y, desde ellas, el correspondiente link a la Escuela de Formación.

(*) Las solicitudes de admisión de los candidatos a miembros del IEAF han de ser aprobadas por la Junta Directiva Nacional del Instituto

+ 2 PANELES DE EXPERTOS:

+ 2 SESIONES ESPECIALES:

+ 1 EXPERIENCIA INTERNACIONAL

+ 2 WORKSHOPS POST-CONFERENCE

Hedge Funds y Fondos de Fondos

Claves para el desarrollo de la Gestión Alternativa

Descuento del **15%**
para los lectores
Análisis Financiero

Sólo tiene que incluir en su formulario de inscripción / mencionar en su llamada su código de registro:
12325 Análisis Financiero

3 - 5 de Octubre 2007 | Madrid | Hotel Bauzá

- Conozca los parámetros establecidos en el nuevo **Reglamento de las IIC**
- Descubra las ventajas e inconvenientes de las iniciativas de **regulación en Europa**
- Esclarezca los **mitos y verdades** en torno a los Hedge Funds
- Actualice las **estrategias de inversión** que maximizan la rentabilidad
- Seleccione una **cartera avanzada** de nuevos activos
- Anticípese cuantificando los **beneficios y posibles riesgos**
- Descubra las diferentes inversiones en **Gestión Alternativa**

Realice una **inversión segura** avalada por los **14 casos prácticos** de los más destacados profesionales del sector:

ALTEX PARTNERS
CM CAPITAL MARKETS
N+1
OPENFINANCE
RENTA 4 GESTORA
PIONEER INVESTMENTS
BNP PARIBAS
INVERSIS BANCO

AHORRO CORPORACIÓN
GBS FINANZAS
Alternative Investments
A&G
FIBANC
PICTET FUNDS
ATLAS CAPITAL GESTIÓN

POST-CONFERENCE - Viernes 5 de octubre

WORKSHOP 1:

ESTRATEGIAS PARA LA MEDICIÓN Y GESTIÓN DE RIESGOS EN UN SINGLE MANAGER

Impartido por:
Ramón Olleros - BBVA & PARTNERS AV.

WORKSHOP 2:

IMPLICACIONES LEGALES Y FISCALES DE LOS HEDGE FUNDS Y NORMATIVA DE LA SEC E IMPACTO EN LOS FONDOS ESPAÑOLES

Impartido por:
Jorge Canta y Rebeca Rodríguez - CUATRECASAS

Con la colaboración de:



Publicación colaboradora: Patrocina:



Portal Colaborador:



Boletín de Inscripción / Información (Fax 902 88 43 84)

Deseo inscribirme en:

- Conferencia + 2 Workshops
 Conferencia

- Conferencia + 1 Workshop
Workshop W1 W2

Deseo recibir más información

12325 ANÁLISIS FINANCIERO

Nombre: Apellidos:

Empresa: E-mail:

Si deseo recibir información periódica por email de los productos de IQPC

Teléfono: Fax:

Dto. 15%

	Precio original	Precio Paquete	Dto. lectores de Análisis Financiero
Conferencia + 2 Workshops	2.597 €	2.472 € Dto: 125 €	2.207 € Dto: 390 €
Conferencia + 1 Workshops	1.998 €	1.898 € Dto: 100 €	1.698 € Dto: 300 €
Conferencia	1.399 €		
Workshops (cada uno)	599 €		

Precios sin IVA - IVA: 16%

En cumplimiento con la Ley Orgánica 15/1999, de Protección de Datos de Carácter Personal, le informamos que, al facilitarnos los datos solicitados, Vd. consiente expresamente que IQPC ESPAÑA, como Responsable del Fichero, trate los mismos para atender su solicitud de consulta y/o gestionar la relación profesional con Vd. mantenida (entre otras, relación de docencia y asistencia a cursos, patrocinio y/o de colaboración), y poderle informar, por vía telefónica, postal y/o electrónica, de eventos, cursos, conferencias u otras novedades de los servicios de IQPC ESPAÑA.

Sus datos podrán ser comunicados a las entidades colaboradoras y patrocinadoras de los eventos a los que Vd. haya asistido, para que éstos puedan realizar envíos comerciales de sus productos y/o servicios. Los datos serán alojados en los sistemas de información del Grupo IQPC, ubicados en Estados Unidos. Asimismo, podrán ser comunicados a la entidad Exact Target INC., ubicada en Estados Unidos, quien gestiona los envíos por e-mail de información comercial del Grupo IQPC.

Si facilita datos de terceras personas, Vd. deberá informar a las mismas de los términos contenidos en la presente cláusula. También deberá comunicarnos cualquier modificación que pudiera tener lugar en los datos. Tiene reconocidos los derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, que puede ejercitar enviando una comunicación y fotocopia de su DNI, al Dpto. LOPD, a info@iqpc.es o a la dirección Príncipe de Vergara 31, 3º D - 28001 Madrid.

Requisitos que deben reunir los trabajos enviados a "Análisis Financiero" para la posible publicación

- ✓ Los trabajos deben estar escritos en español.
- ✓ La extensión de los trabajos no deberá exceder de 30 páginas mecanografiadas a doble espacio, incluyendo el texto, cuadros, gráficos, notas y referencias bibliográficas.
- ✓ La primera página debe contener la siguiente información:
 - a) el título del trabajo;
 - b) el nombre y apellidos del autor o autores;
 - c) la Universidad, institución o empresa;
 - d) la dirección, teléfono y e-mail;
 - e) en el caso de trabajos con más de un autor, se incluirá el nombre, dirección, teléfono y mail del autor de contacto;
 - f) a pie de página se incluirán los agradecimientos.
- ✓ La segunda página incluirá el título del trabajo, un resumen con un máximo de 150 palabras y **tres palabras clave**.
- ✓ Los manuscritos se escribirán a doble espacio, con márgenes de 2,5 centímetros. Todas las páginas deberán estar numeradas correlativamente a excepción de las dos primeras. Las referencias bibliográficas, tablas y gráficos deben escribirse en páginas separadas al final del texto.
- ✓ Las citas bibliográficas que aparezcan en el texto deberán hacerse mencionando únicamente el apellido del autor o autores y entre paréntesis el año.
- ✓ Las referencias se incluirán al final del texto bajo con el nombre de Referencias bibliográficas, ordenadas alfabéticamente por autores de la siguiente forma: apellido y nombre del autor o autores (en minúsculas), año de publicación (entre paréntesis, título del artículo (entre comillas), título de la revista a la que pertenece el artículo (en cursiva), lugar de publicación (en caso de libro), editorial (en caso de libro), número de la revista, y páginas (en caso de un artículo de revista o de una contribución incluida en un libro).
- ✓ En la medida de lo posible los autores deben evitar en el texto las expresiones matemáticas, y cuando se incluyan deben ir acompañadas de una explicación de las mismas. Las demostraciones necesarias se incluirán en un apéndice.
- ✓ Envío de trabajos

Los trabajos se enviarán por correo electrónico en formato Word o PDF a la dirección: analisisfinanciero@ieaf.es

RESEÑA LIBRO

FINANZAS INTERNACIONALES

Autores:

José Luis Martín Marín y Cecilia Téllez Valle

Editorial Thomson

Madrid 2006 (556 páginas)



No abundan en español los textos sobre Finanzas Internacionales, quizás por tratarse de una temática un tanto amplia y con fronteras relativamente difusas. Debido a ello, un manual sobre la materia, como el que comentamos, presenta un evidente interés.

Ya los autores, en el prólogo del libro, nos advierten de que, incluso en los manuales de Finanzas más consagrados, el tema de la internacionalización aparece como algo residual, muchas veces tratado de pasada. Pero, sin embargo, las Finanzas Internacionales se diferencian claramente de las locales o domésticas en muchos aspectos como, por ejemplo, la existencia del riesgo de cambio en las operaciones de exportación e importación o del riesgo país en las inversiones directas en el extranjero.

En realidad, al tratar de Finanzas Internacionales, utilizamos elementos de otras disciplinas tales como la Economía Internacional y las Finanzas clásicas, tanto de tipo empresarial o corporativo como de mercado. Así, el estudio de los regímenes cambiarios o las condiciones de equilibrio entre los mercados de cambios y de tipos de interés podría encajar en el campo de la Economía Internacional. Pero, por otra parte, la inversión directa en el extranjero y el manejo de los precios de transferencia, realizados por las compañías multinacionales, son materia típica de las Finanzas Empresariales. Y, si analizamos las transacciones en divisas o la negociación de swaps, estaríamos en el dominio de las Finanzas de Mercado.

Queda, por consiguiente, puesto de relieve el carácter multidisciplinar de las Finanzas Internacionales, tal como los autores del texto señalan acertadamente. Además, otro aspecto a destacar es que los protagonistas cambian con respecto a los de las Finanzas clásicas y así aparecen las empresas internacionales, multinacionales y transnacionales además de los bancos de inversión y los grandes fondos mobiliarios como los hedge funds.

El texto que glosamos presenta, a nuestro juicio, una estructura muy didáctica y rigurosamente ordenada, algo necesario cuando se aborda un tema tan poliédrico como el de la internacionalización en Finanzas. Así, los autores dividen el manual en seis partes formadas, en total, por catorce capítulos.

La primera parte, dedicada a los sistemas monetarios y teorías sobre el tipo de cambio, se sustancia en dos capítulos y ofrece el escenario general en el que se van a desarrollar los temas siguientes que aborda el libro.

En la segunda parte, compuesta de un sólo capítulo, se realiza la descripción de la estructura y operativa de los mercados de divisas a nivel mundial, tanto al contado como a plazo.

La parte tercera, sobre mercados monetarios y de capitales, desarrollada en tres capítulos, aborda el análisis del mercado internacional de créditos, el de obligaciones y el de acciones, deteniéndose, particularmente, en la estructura de las grandes Bolsas mundiales.

Los mercados derivados son objeto de la cuarta parte del manual, dividida en dos capítulos. El primero de ellos analiza las operaciones financieras OTC, tales como los swaps o permutas financieras de divisas, y el segundo los mercados de futuros y opciones en moneda extranjera.

Los tres capítulos de la parte quinta del libro, dedicada a la inversión y financiación de operaciones internacionales, se extienden a la inversión directa en el extranjero, a las alternativas de financiación en exportaciones e importaciones y a los riesgos inherentes en todo negocio de tipo multinacional o transnacional. Así, se trata, bastante exhaustivamente, el riesgo de tipo de cambio y el denominado riesgo país.

Por último, en los dos capítulos de la parte sexta, se estudian la fiscalidad de las inversiones en el extranjero, tanto de tipo

directo como de cartera, y la de las operaciones de exportación e importación.

Como puede verse, por la estructura del texto que estamos señalando, los autores se han fijado unos objetivos de carácter amplio y bastante ambiciosos que, en general, pueden estimarse como conseguidos. La arquitectura del manual pretende, en todo momento, ser clara y organizada, apoyada por numerosos ejemplos resueltos y recuadros procedentes de diversas fuentes que ilustran algunas de las cuestiones analizadas en el texto.

Al final de cada capítulo se presenta un conjunto o batería de preguntas, en forma de test, que sirve como ejercicio de auto-comprobación para los lectores interesados en evaluar sus conocimientos. Además, la bibliografía, presentada por capítulos, es básica y accesible y se complementa, como ya viene siendo habitual, con direcciones interesantes de páginas web en Internet.

Nos parece que las Finanzas Internacionales merecen más atención de la que, actualmente, se le presta en nuestras Facultades de Ciencias Empresariales y en nuestras Escuelas de Negocios. La creciente globalización de la economía hace necesaria una perspectiva más internacional y menos doméstica de las Finanzas, más aún para una potencia de tamaño medio como es España. Al fin y al cabo, nuestra presencia en Latinoamérica es muy importante, en forma de inversión directa tanto en el sector financiero como en el energético o el de las telecomunicaciones. Además, de forma paralela, algunas de nuestras principales empresas están siendo objeto del deseo de otras europeas; también, en este caso, pudiera traerse a colación algún ejemplo en el sector energético. En definitiva, estamos ante un proceso imparable de internacionalización tanto en nuestro país como en la Unión Europea que se refleja, inevitablemente, en el mundo financiero.

El libro que analizamos puede ser de gran utilidad no sólo para los estudiantes de carreras como Administración y Dirección de Empresas y Economía, sino también para profesionales de la industria financiera y para los operadores de los mercados de divisas. Es un texto, además, dirigido no sólo al mercado español sino también al latinoamericano ya que muchos de sus ejemplos son extrapolables a situaciones fuera de nuestro país, caso típico por definición en las Finanzas Internacionales.

En cuanto a los autores cabe señalar que ambos son profesores de Finanzas en la joven Universidad Pablo de Olavide de Sevilla y que tienen un amplio historial a sus espaldas de estudios y publicaciones en materias de su especialidad. Así, sus trabajos sobre mercados financieros, valoración de empresas y riesgo de crédito están ampliamente difundidos en España y en otros países de lengua castellana donde son, muchas veces, referentes.

Aconsejamos pues la lectura del libro de los profesores Martín y Téllez donde los interesados por los temas internacionales encontrarán una visión rigurosa y sistemática de los mismos, totalmente puesta al día y con una redacción bastante clara e inteligible.

Por María Dolores Oliver Alfonso.

Profesora Titular de Economía Financiera.

Universidad de Sevilla.

Mayo, 2007.

**ESTA SUSCRIPCION SERA
SU PRIMERA INVERSION**

SUSCRIPCION 25% DESCUENTO

Nombre..... Empresa

Domicilio Población..... C.P.....

Provincia..... Teléfono N.I.F.....

Deseo suscribirme a ANÁLISIS FINANCIERO por un año (3 números) acogiéndome a la oferta del 25% de descuento. Precio normal: 36 Euros. Precio oferta: 27 Euros. (IVA incluido).

La forma de pago elegida es la siguiente:

- Talón nominativo adjunto a nombre del INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS
- Contra reembolso (27 Euros + gastos de envío)

Europa: 30,00 Euros Resto países: 30,19 Euros

*Remita el boletín adjunto a: INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS
Avda del Brasil, 17 - 3º A-B. 28020 Madrid. Tfno.: 91 563 19 72 (4 líneas). Fax: 91 563 25 75*