

## Paradoja del dividendo: ¿hasta dónde llega la paradoja?

José M. Domínguez Martínez

**Resumen:** En este trabajo se plantea una reflexión en torno a los fundamentos económicos que subyacen a la *paradoja del dividendo*. Se llama la atención acerca del papel clave que juega el sistema de relación aplicable entre el impuesto sobre sociedades y el impuesto sobre la renta, y se apunta la posibilidad de que, en la práctica, no se dé dicha paradoja, sino la correspondiente a la dotación a reservas.

**Palabras clave:** Paradoja del dividendo; Impuesto sobre sociedades; Impuesto sobre la renta; dividendos; reservas.

**Códigos JEL:** H25, G35.

Habitualmente, en los manuales de Hacienda Pública y de Economía del Sector Público la denominada *paradoja del dividendo* tiene un lugar reservado dentro del tratamiento del impuesto sobre sociedades (IS) y, en particular, del análisis de las implicaciones de este tributo para las decisiones empresariales. Dicha paradoja ilustra la política societaria de distribuir los excedentes netos de impuestos como dividendos, decisión que contraviene las pautas que cabría esperar a tenor de un tratamiento fiscal que discrimina la distribución de beneficios en comparación con su retención como reservas y su posterior materialización por la vía de la realización de las ganancias de capital incorporadas en las acciones. En palabras de Stiglitz (2000, pág. 663), “*el misterio de por qué las empresas reparten dividendos, cuando podrían distribuirse los fondos del sector societario al familiar a través de vías que permitirían afrontar menores obligaciones impositivas ... es llamado ... la paradoja del dividendo*”<sup>1</sup>.

A mayor abundamiento, Rosen y Gayer (2014, pág. 441) llegan a afirmar que “*parece que pagar dividendos es más o menos equivalente a regalar dinero al recaudador fiscal, y esperaríamos que las empresas retuviesen virtualmente todos sus beneficios*”.

Pero paradoja en sí es la que puede resultar para un inversor típico acostumbrado a esperar recibir su dividendo anual. A dicho inversor le puede resultar paradójico que se le diga que la opción de no repartir dividendos es la mejor para los propietarios de la sociedad y, por lo tanto, para él mismo: ¿paradoja de la *paradoja del dividendo*?

De entrada, es preciso constatar que una tesis sostenida tan contundentemente por tan significados economistas no puede ser algo gratuito, pero ese reconocimiento no impide plantear, también de forma categórica, que la referida proposición no puede abstraerse del marco tributario aplicable ni, en particular, de cuál sea la

relación establecida entre el IS y el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), así como tampoco del tratamiento otorgado a las ganancias de capital<sup>2</sup>.

Supongamos que se aplica el método clásico o de independencia total respecto a la relación entre el IS y el IRPF. Supongamos igualmente que el tipo de gravamen del IS es del 25% y que los tipos marginales del IRPF oscilan entre el 20% y el 50%, mediante una escala progresiva. En el ejemplo, una sociedad ha obtenido un beneficio después de IS de 100.000 euros en el ejercicio 2017. Los accionistas A y B poseen cada uno el 10% del capital de la sociedad y tributan en el IRPF con tipos marginales del 20% y del 50%, respectivamente.

La sociedad ha decidido repartir 50.000 euros como dividendos y asignar el resto (50.000 euros) a reservas. El accionista A pagaría 1.000 euros en su IRPF por los dividendos recibidos (10% x 50.000 x 20%), y el B, 2.500 (10% x 50.000 x 50%). En cambio, no tributarían nada, en tanto no vendan sus títulos, por la revalorización de las acciones como consecuencia de la nueva dotación a reservas.

La clave radica en el tratamiento impositivo de la eventual transmisión de las acciones, que tributaría como una ganancia de capital o plusvalía. En tanto que el tipo de gravamen aplicable a las plusvalías sea inferior al tipo marginal del IRPF sobre los dividendos, esa fórmula (no distribución y posterior transmisión de títulos) sería más ventajosa para el accionista. Sin embargo, no puede generalizarse ninguna conclusión sin conocer la situación específica de cada accionista y, concretamente, los tipos impositivos relevantes aplicables a los dividendos y a las plusvalías.

Algunas matizaciones resultan obligadas: i) la obtención de la parte de los beneficios no distribuida requiere que el accionista deshaga sus posiciones, con los inconvenientes que ello conlleva; ii) una mejor alternativa sería, al menos sobre el papel, que la sociedad efectuara una recompra de acciones al conjunto de los accionistas,

<sup>1</sup> En una edición más reciente del citado manual (Stiglitz y Rosengard, 2015, pág. 730) se sigue manteniendo la misma argumentación.

<sup>2</sup> Una exposición teórica se ofrece en Albi et al. (2000, págs. 165-167).

---

en igual proporción, con lo que cada accionista seguiría manteniendo el mismo porcentaje de participación<sup>3</sup>; iii) cualquier desfase entre la fecha de aprobación del reparto de dividendos y la operación de transmisión de acciones implica un riesgo de evolución desfavorable de la valoración de los títulos en el mercado.

Centrados en la realidad estadounidense, Stiglitz y Rosengard (2015, págs. 730-731) consideran que las explicaciones que se han ofrecido acerca de la *paradoja del dividendo* no son demasiado convincentes.

De un lado, la existencia de tipos de gravamen progresivos en la imposición personal y de preferencias fiscales a favor de las plusvalías puede propiciar la aparición del denominado *efecto clientela*, en virtud del cual los ahorradores basarán sus decisiones de compra de acciones de sociedades en función de sus pautas de distribución del excedente neto de impuestos<sup>4</sup>.

El reparto de dividendos actúa, por otro lado, como una especie de “señal” de la fortaleza financiera de las empresas. Asimismo se ha apuntado la posibilidad de que los inversores estén dispuestos a aceptar la “ineficiencia impositiva” de los dividendos para mantener el dinero fuera del alcance de gestores respecto a los que se plantea el problema típico de las relaciones de agencia (Gruber, 2011, pág. 726).

Y, como inicialmente se advertía, no podemos olvidar la incidencia del modelo de relación entre el IS y el IRPF (Domínguez Martínez, 1995, 2014). De hecho, si prevaleciera un método de integración total, como el sistema de atribución íntegra de los beneficios en el IRPF, la magnitud total de los beneficios, con independencia de que sean objeto o no de distribución, tributaría exclusivamente en el IRPF, con lo cual la *paradoja del dividendo* desaparecería de raíz.

Sin llegar a ese extremo, la utilización de métodos de integración parcial, que permitan la neutralización de la doble imposición de los dividendos, puede mejorar sustancialmente la posición de la opción de reparto de dividendos. Así, un análisis del caso español para el año 2003 (Domínguez Martínez, 2004) ponía de relieve que el sistema de relación entre el IS y el IRPF entonces vigente en España, con excepción de los accionistas sometidos al tipo de gravamen marginal máximo en el IRPF, llevaba a una situación contraria a la ilustrada por el fenómeno de la *paradoja del dividendo*. El reparto de beneficios societarios como dividendos constituía una opción más ventajosa que la retención de tales beneficios para la generalidad de los accionistas. La corrección, aunque no

completa, de la doble imposición de los dividendos superaba, salvo en el caso señalado, las ventajas del aplazamiento de las obligaciones tributarias y del gravamen según el tipo mínimo de la tarifa de las que se beneficiaban las ganancias de capital.

Si a lo anterior unimos las desventajas inherentes a la retención de beneficios (no percepción de rendimientos efectivos hasta el momento de la realización de las plusvalías, incertidumbre acerca del régimen fiscal aplicable en el futuro, riesgo de que el incremento de valor derivado de las dotaciones a reservas pueda verse mermado por otros factores en el momento de la realización...), la posición relativa de la opción de los dividendos quedaba fortalecida, y podría llegar a ser la única opción esperable (más allá de las asignaciones a la reserva legal) en un contexto de cierta aversión al riesgo<sup>5</sup>. En consecuencia, no podía afirmarse que en España se dieran entonces las condiciones que marcan la denominada *paradoja del dividendo*, sino que cabría, más bien, hablar de una posible *paradoja de la dotación (voluntaria) a reservas*.

Actualmente en España rige el sistema de independencia total entre el IS y el IRPF, si bien las rentas del ahorro son gravadas mediante una tarifa progresiva con tipos mucho más moderados (19%, 21% y 23%) que los de la tarifa general. Al aplicarse tanto a los dividendos como a las ganancias patrimoniales, no existe la cuña antes mencionada, que puede ser una explicación de la *paradoja del dividendo*.

---

<sup>3</sup> Vid. Stiglitz y Rosengard (2015, pág. 731).

<sup>4</sup> Vid. Rosen (2002, pág. 412) y Rosen y Gayer (2014, pág. 441).

---

<sup>5</sup> En sentido contrario, habría que tener en cuenta el posible rendimiento obtenido a partir de los beneficios retenidos.

---

## Referencias bibliográficas

- Albi, E.; González-Páramo, J. M., y Zubiri, I. (2000), *Economía Pública II. Teoría de la imposición, sistema impositivo, otros ingresos públicos, Economía Pública internacional*, Ariel.
- Domínguez Martínez, J. M. (1995), “Sistemas alternativos de integración de la imposición personal y societaria: análisis del caso español”, *Hacienda Pública Española*, 133.
- Domínguez Martínez, J. M. (2004), “La relación entre el Impuesto sobre Sociedades y el Impuesto sobre la Renta en España: ¿paradoja del dividendo o de la dotación a reservas?”, *Revista Técnica Tributaria*, 67.
- Domínguez Martínez, J. M. (2014): *Sistemas Fiscales: teoría y práctica*, Ed. El Toro Celeste.
- Gruber, J. (2011): *Public finance and public policy*, 3ª ed., Worth Publishers.
- Rosen, H. S. (2002), *Public Finance*, Boston: McGraw Hill Irwin.
- Rosen, H. S., y Gayer, T. (2014): *Public finance*, 10ª ed., McGraw-Hill.
- Stiglitz, J. E. (2002), *Economics of the Public Sector*, Norton.
- Stiglitz, J. E., y Rosengard, J. K. (2015): *Economics of the public sector*, 4ª ed., Norton.

