



La Política de Dividendos

© **Juan Mascareñas**

Universidad Complutense de Madrid

Versión inicial: mayo 1993 - Última versión: **nov. 2011**

1. Introducción, 1
2. El valor de mercado de las acciones de la empresa, 1
3. La irrelevancia de la política de dividendos, 3
4. La relevancia de la política de dividendos, 5
5. El efecto de los impuestos, 7
6. Otras teorías sobre la política de dividendos, 9
7. Estudios empíricos sobre la política de dividendos, 15
8. La política de dividendos en la práctica, 19
9. La política de dividendos en la práctica: Evidencia empírica, 22
10. La recompra de las acciones, 25



1. INTRODUCCIÓN

Teniendo en cuenta que el objetivo principal del equipo directivo de la empresa consiste en maximizar el valor de la misma para sus accionistas, nos proponemos estudiar cómo afecta, o puede afectar, a dicho valor la política de dividendos establecida por sus directivos (es decir, la relación entre los beneficios netos retenidos y los distribuidos). Lógicamente, buscamos encontrar aquella política que haga máximo el valor de mercado de las acciones.

Así que deberemos hacernos dos preguntas: ¿los dividendos influyen en el valor de las acciones? y, si esto es así, ¿qué tipo de relación existe entre la cuantía de los dividendos y el valor de aquéllas?. Para analizarlas deberemos aislar la política de dividendos del contexto financiero de la empresa por lo que consideraremos constantes el presupuesto de capital (rentabilidades y capitales invertidos) y el endeudamiento de la compañía. La razón de hacer esto, estriba en que hay empresas que deciden pagar un dividendo alto, que financian mediante un mayor endeudamiento, así que la política de dividendos depende de la política de endeudamiento de la empresa; mientras que otras, deciden restringir el dividendo para emplear el dinero retenido en nuevas oportunidades de inversión, con lo que la política de dividendos es un subproducto del presupuesto de capital de dicha empresa. Por todo ello es conveniente aislar la política de dividendos de las otras dos políticas de decisión.

Sabemos que la política de dividendos forma parte de las decisiones de financiación de la empresa, puesto que cualquier dinero pagado en concepto de dividendos deberá ser financiado de alguna manera, ya sea con un nuevo endeudamiento o con una nueva ampliación de capital. Pero como suponemos que el nivel del endeudamiento y los capitales invertidos van a permanecer constantes, los posibles dividendos deberán proceder de nuevas emisiones de acciones. Por ello algunos autores definen la política de dividendos como la *relación existente entre los beneficios retenidos, por un lado, y la distribución de dividendos líquidos y la emisión de nuevas acciones, por otro.*

2. EL VALOR DE MERCADO DE LAS ACCIONES DE LA EMPRESA

El valor de mercado de las acciones de una empresa es igual al valor actual de la corriente de dividendos futuros, entendiendo por "dividendo" todas las distribuciones en efectivo que haga la empresa a sus accionistas (por eso, también podemos decir que dicho valor es igual al valor actual de todos los *flujos de caja libres* que se espera repartir a los accionistas en el futuro).

El hecho de que el valor de las acciones dependa de los dividendos futuros no implica que la empresa tenga que pagar dividendos en el presente. El dividendo



en efectivo podría tener lugar en el momento de finalizar sus actividades. Bastará con que exista una *expectativa* de que algún día se van a pagar dividendos¹.

Si se asume que el adquirente de una acción está comprando una expectativa de dividendos, se está diciendo que la política de dividendos es esencial para aumentar el valor de las acciones. De aquí subyace la clásica idea de que “un euro de dividendos vale lo mismo que tres en reservas”.

Ahora bien, si los beneficios retenidos son reinvertidos en la empresa en nombre de los accionistas con el objetivo de crear mayores dividendos o retenciones en el futuro, la anteriormente asumida preferencia por los dividendos no es tan obvia. Si a esto le añadimos la fiscalidad sobre los dividendos y los costes de transacción de reinvertir éstos últimos en la empresa, parecería que los accionistas preferirían las retenciones.

Casi por definición, los accionistas preferirán acciones, no dinero. Aquéllos que prefieran éste último venderán sus acciones con lo que realmente están diseñando su propia política de dividendos. Si la empresa tiene un bajo coeficiente de distribución de dividendos, quiere decir que destinará más recursos propios para invertirlos en proyectos de cara a aumentar las expectativas de liquidez futuras con lo que la cotización de sus acciones tendería a ascender (en concreto ascendería a una tasa g anual que es igual a multiplicar el rendimiento sobre acciones o *ROE* por la tasa de retención de beneficios $b \rightarrow g = ROE \times b$)

Como sabemos, los accionistas reciben sus rendimientos a través de los dividendos y de las ganancias de capital, por lo que el rendimiento obtenido por una acción a lo largo de un período anual viene dado por la siguiente expresión:

$$r = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0} = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

donde D_1 representa el dividendo del período, P_1 es el precio al final del período y P_0 el precio al comienzo del mismo. Por otra parte, el primer sumando de la ecuación de la derecha indica el “rendimiento sobre dividendos”, y el segundo el “rendimiento sobre las ganancias de capital”.

La pregunta que debemos hacernos es: ¿pueden los directivos aumentar los rendimientos totales de los accionistas manipulando la política de dividendos?. Para contestarla observemos la expresión que calcula el valor de la empresa:

$$V = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{[FCB - IB]_j}{(1 + k_0)^j} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{FCL_j}{(1 + k_0)^j}$$

en la que V es el valor de la empresa; FCB , es el flujo de caja bruto del período; IB , la inversión bruta realizada en el período; FCL es el flujo de caja libre de la empresa en el período j y k_0 el coste medio ponderado del capital.

Si la empresa genera flujos de caja bruto positivos (FCB), los directivos podrán tomar la decisión de repartir una parte en forma de dividendos y retener el

¹ Sobre el valor de la empresa en función de los flujos de caja libres futuros véase, por ejemplo, el capítulo 10 de MASCAREÑAS, Juan: *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Ecobook. Madrid. 2011 (5ª ed.)



resto para invertirlo en la empresa. La cuestión que se plantea es si la corriente de dividendos es más valiosa que la del dinero reinvertido. Según la expresión del valor actual (VA), ambas tienen la misma tasa de capitalización (k_0) y, por lo tanto, ninguna tendrá ventaja sobre la otra a la hora de su valoración. Pero hay quien no opina así y que supone que la corriente de dividendos es superior a la de los flujos reinvertidos en la empresa, y alegan que el VA del proyecto de inversión debe ser ajustado de forma que refleje la decisión de reparto, de los flujos de caja obtenidos, entre dividendos y retenciones. Ahora bien, hasta la fecha no ha aparecido ninguna expresión que lidie con el problema de valorar los recursos destinados a reservas, a amortizaciones y a dividendos.

3. LA IRRELEVANCIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Modigliani y Miller (MM) demostraron² que, en un mercado de capitales eficiente, la política de dividendos de la empresa es irrelevante en cuanto a su efecto sobre el valor de sus acciones, puesto que éste viene determinado por su poder generador de flujos de caja y por su riesgo asociado; esto es, dependerá de la política de inversiones de la compañía y no de cuántos beneficios son repartidos o retenidos.

MM demostraron que si la empresa pagaba unos dividendos mayores, debería emitir un mayor número de acciones nuevas para hacer frente a dicho pago, siendo el valor de la parte de la empresa entregada a los nuevos accionistas idéntico al de los dividendos pagados a los accionistas antiguos. Ahora bien, todo esto será cierto siempre que se cumplan una serie de hipótesis básicas:

- 1º. Los costes de transacción se ignoran.
- 2º. La política de inversiones de la empresa se mantiene constante.
- 3º. Las ganancias de capital y los dividendos son gravados con el mismo tipo impositivo.
- 4º. Los dividendos no transmiten ninguna información al mercado.
- 5º. Los mercados de valores son eficientes.
- 6º. Los inversores actúan de forma racional.

Si lo anterior se cumple, se puede demostrar que un aumento del dividendo por acción da lugar a una reducción idéntica en el precio por acción, dejando inmovible la riqueza del accionista. Así que la riqueza actual de los accionistas no cambiará aunque se altere la política de dividendos. Por lo tanto el valor de la empresa sólo dependerá de su política de inversiones.

Dado el nivel de inversión requerido por la empresa, el dinero pagado en forma de dividendos puede ser reemplazado por la emisión de nuevas acciones. Es la política de inversiones, no la de financiación, la que determina el valor de la em-

² MILLER, Merton y MODIGLIANI, Franco: "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, 34. Octubre. 1961. Pp.: 411-433



presa. Un cambio en la política de dividendos implica únicamente un cambio en la distribución del total de rendimientos entre dividendos y ganancias de capital.

Cuando la empresa emite nuevas acciones para poder pagar los dividendos a los accionistas antiguos se produce una transferencia de riqueza de éstos últimos hacia los nuevos accionistas, que es equivalente al dividendo recibido por los accionistas antiguos. Así que éstos se quedan como estaban, puesto que lo que reciben de dividendos lo pierden en el valor de sus acciones.

Veamos un sencillo ejemplo: supongamos una empresa que tiene un activo fijo de 20.000 euros, que fue financiado con fondos propios repartidos entre 2.000 acciones (cada acción valía en el momento de iniciarse el negocio 10 €). Esos activos le han proporcionado un beneficio de 2.000 euros, tal y como muestra el siguiente balance:

Activo fijo	20.000	Fondos propios	20.000
Tesorería	<u>2.000</u>	Beneficios	<u>2.000</u>
	22.000		22.000

El precio de mercado de cada acción será ahora de 11 euros (22.000 € / 2.000 acciones), que será la riqueza de cada accionista. El equipo directivo decide repartir la totalidad de los beneficios con lo que el nuevo balance tomará la forma siguiente:

Activo fijo	20.000	Fondos propios	20.000
Tesorería	<u>0</u>	Beneficios	<u>0</u>
	20.000		20.000

Obsérvese que ahora el precio de cada acción es de 10 €, siendo la riqueza de cada accionista de 11 € (10 € + 1 € de dividendos), es decir, la misma que antes. Pero como la empresa debe seguir funcionando, la directiva decide acometer un proyecto de inversión cuyo desembolso inicial es de 2.000 euros. Para disponer de dicha cantidad decide ampliar capital, es decir, emitir 200 acciones de 10 € cada una (que es el precio de mercado en este momento). El nuevo balance será:

Activo fijo	20.000	Fondos propios	22.000
Tesorería	<u>2.000</u>		<u>22.000</u>
	22.000		22.000

El precio por acción es, pues, de 10 € pero ahora no hay 2.000 acciones emitidas sino 2.200 y ésta emisión ha sido necesaria para financiar una inversión, que podría haberse acometido con los beneficios obtenidos en el período anterior si éstos no se hubiesen repartido. De lo que se deduce que en realidad la emisión de acciones está financiando el pago de dividendos a las 2.000 acciones iniciales.

Obsérvese, también, que antes de la distribución de dividendos el valor de mercado de la empresa era de 22.000 euros (20.000 de fondos propios más 2.000 de beneficios), que estaba repartido entre 2.000 acciones; mientras que ahora el



valor de mercado sigue siendo el mismo pero se distribuye entre 2.200 acciones. Éstas, antes de la distribución de dividendos valían 11 € cada una, después de la misma, valían un euro menos, justo el valor de los dividendos repartidos por acción y que realmente han sido pagados a través de una emisión de acciones nuevas.

Algo parecido ocurre cuando la empresa decide recomprar parte de sus acciones, puesto que se produce una transferencia de valor a favor de aquellos accionistas que no las venden. Renuncian a un dividendo líquido, pero acaban teniendo una parte mayor de la empresa. Veámoslo en el ejemplo anterior, la empresa decide recomprar 100 acciones en vez de pagar dividendos. Cada acción vale 11 € en el mercado, así que después de la compra el balance será:

Activo fijo	20.000	Fondos propios	20.900
Tesorería	<u>900</u>		<u>20.900</u>
	20.900		20.900

La riqueza de cada uno de los 1.900 accionistas que aún siguen en la sociedad será, también, de 11 € por acción (20.900 € / 1.900 acciones). Así que la renuncia a un dividendo líquido para poder recomprar acciones no tiene ningún efecto sobre la riqueza de los accionistas. Renuncian a un dividendo líquido de 1 €, pero acaban teniendo acciones que valen 11 €

En resumen, la idea de MM sobre la irrelevancia de la política de dividendos no supone un mundo de certidumbre sino un mercado financiero eficiente, lo que supone que las transferencias de valor derivadas de las variaciones en la política de dividendos se realiza en términos equitativos. Y, puesto que el valor global de los capitales de los accionistas (antiguos y nuevos) no se verá afectado, nadie gana o pierde.

La tasa de reparto de los beneficios de la empresa podría afectar al precio de las acciones si los accionistas no tuvieran otra manera de recibir las rentas de sus inversiones. Ahora bien, si el mercado es eficiente, un accionista que necesitara dinero líquido no tendría más que vender las acciones necesarias para conseguirlo. Si la empresa, pagase un dividendo, el inversor podría eliminar o reducir cualquier dividendo recibido comprando nuevas acciones de la compañía. De esta manera cada inversor podría diseñar su propia política de dividendos sin importarle cuál es la de la empresa, por ello se puede deducir que dicha política es irrelevante para el accionista y, por lo tanto, no afectará al precio de mercado de las acciones de la empresa.

4. LA RELEVANCIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Un supuesto importante de la teoría de Modigliani y Miller es que la política de dividendos no afecta a la tasa de rendimiento requerida de los inversores en acciones (k_e). Para Gordon³ y Lintner⁴ esto no es así, sino que k_e aumenta al reducirse la tasa

³ GORDON, M. (1959): "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*, nº 41. Mayo. Págs.: 99-105



de reparto de beneficios debido a que, desde el punto de vista de los inversores, los pagos vía dividendos son más seguros que los que provienen vía ganancias de capital. Esto es, desde el punto de vista del accionista, el valor de un euro de dividendos es mayor que el de uno de ganancias de capital por ser el rendimiento sobre los dividendos (D_1/P_0) más seguro que la tasa de crecimiento de los mismos (g) en la siguiente ecuación:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

esta ecuación es una derivación del denominado "modelo de Gordon" que nos dice que el precio de mercado actual de una acción es igual a dividir el valor esperado del próximo dividendo (D_1) por la diferencia entre la tasa de rendimiento requerida de los accionistas ordinarios (k_e) y la tasa de crecimiento esperada de los dividendos de la empresa (g). Por otra parte, el dividendo esperado será igual al beneficio por acción esperado multiplicado por la tasa de reparto ($1-b$), mientras que la tasa de crecimiento es igual a la tasa de retención de beneficios (b) por el rendimiento sobre acciones de la empresa⁵ (ROE):

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} = \frac{(1 - b) \times BPA_1}{k_e - (b \times ROE)}$$

Si $k_e = ROE$ entonces el precio teórico de la acción sería igual a BPA_1/k_e , con lo que no dependería de la política de dividendos. Pero si el rendimiento de la nueva inversión (ROE) superase los requerimientos de los accionistas (k_e) habría que aumentar la tasa de retención (b) de los beneficios y repartir pocos dividendos, o incluso ninguno ($b = 1$), si se pretende maximizar el valor de las acciones. Si ocurriese lo contrario ($k_e > ROE$), lo mejor sería repartir el mayor dividendo posible ($b = 0$). Concretando, si con el dinero obtenido a través de los beneficios, la empresa puede obtener una rentabilidad superior a la que pueden lograr los accionistas, sería preferible no repartir dividendos, con lo que se conseguiría aumentar la riqueza de los accionistas. Pero si sucediese lo contrario lo ideal sería repartir los beneficios a los accionistas.

Entre las críticas que este modelo ha sufrido podemos destacar aquellas que ponen en entredicho el que la tasa de retención (b) se mantenga constante durante largo tiempo (aunque Lintner demostró que las empresas tienden a mantenerla constante o con pocas variaciones), lo mismo se le critica al rendimiento de las inversiones (ROE), puesto que ésta suele disminuir conforme aumenta el volumen de la inversión debido a que la empresa realizará primero las inversiones más rentables para acometer seguidamente las de menor rendimiento.

⁴ LINTNER, J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *American Economic Review*, nº 46. Mayo. Págs.: 97-113

⁵ ROE es igual a dividir el beneficio por acción entre el valor contable de las acciones ordinarias



Por otra parte, si $b = 1$ el precio de la acción sería nulo, lo que se contradice con la realidad puesto que la ausencia de dividendos no quiere decir que la empresa esté atravesando dificultades sino que puede haber reinvertido sus beneficios en proyectos muy rentables que prometan un mayor dividendo futuro⁶. Por ello muchas empresas que reparten pocos dividendos ven como sus acciones tienden a subir en el mercado (por ejemplo, las empresas ligadas a Internet suelen basar su rentabilidad en el crecimiento de su valor en bolsa vía reinversiones de capital, de tal manera que cuando han anunciado dividendos mayores a los previstos por el mercado, su precio en bolsa ha caído al indicar que ya no había proyectos suficientemente rentables dónde reinvertir el dinero –véase el epígrafe 6.3).

Gordon aduce que la tasa de rendimiento requerida por los accionistas (k_e) es una función creciente de la tasa de retención (b). Ello se debe a que al aumentar las retenciones de beneficios se aplaza el pago de dividendos a períodos venideros lo que hace dichos pagos más arriesgados que los realizados actualmente, de ahí el aumento de (k_e), tal y como comentábamos al principio de este epígrafe.

A esto aducen Modigliani y Miller que la mayoría de los inversores reinvertirá sus dividendos en la misma empresa o en otras similares y, en cualquier caso, el riesgo de los flujos de caja de la empresa a largo plazo vendrá determinado únicamente por el riesgo de sus inversiones y no por su política de dividendos, siempre que las políticas de inversiones y de endeudamiento se mantengan constantes.

Claro que una lectura más detenida del modelo de Gordon muestra que éste se refiere realmente a un cambio en la política de inversión y no en la de dividendos. Lo que realmente está diciendo el modelo de Gordon es que las empresas que pagan menores dividendos tienden a tener inversiones más arriesgadas; o que hay una mayor incertidumbre sobre cómo dichas decisiones de inversión serán tomadas en el futuro. Y por esta razón, y no por los menores dividendos, el mercado descuenta el beneficio de las compañías, que reparten un menor dividendo, más fuertemente. Concretando, los inversores descuentan los beneficios futuros de acuerdo a los riesgos financiero y económico que perciben en la empresa, y no con relación a la tasa de reparto de beneficios de la misma.

5. EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS

La mayoría de los especialistas están de acuerdo en que las ideas de MM son las adecuadas siempre que se cumplan los supuestos básicos de que ambos parten. Por ello la posible relevancia de la política de dividendos con relación al valor de las acciones podría existir cuando dichos supuestos básicos no se cumplen. Uno de di-

⁶ Realmente el modelo de Gordon implica estabilidad total de las variables que lo componen [no se olvide que es el resultado de descontar una serie infinita de términos de razón $(1+g)/(1+k_e)$]. Por tanto, si $b=1$ significa que lo será siempre hasta el infinito y claro una empresa que no pague nunca dividendos verá como sus acciones no valen nada.



chos supuestos es que la política fiscal es neutral con relación a los dividendos y a las ganancias de capital, pero ¿qué ocurre cuando esto no es así?.

En la tabla 1 se muestra un caso en el que tenemos dos empresas que tienen el mismo riesgo. La sociedad A no distribuye dividendos, la B sí lo hace. Supondremos que el tipo impositivo del inversor promedio de ambas es del 30% y que el cobro de dividendos tiene una desgravación del 10% de los mismos (es decir, el impuesto sobre dividendos en este caso será del 20%).

El precio actual de una acción de A es de 20 euros siendo el precio esperado dentro de un año de 23 euros. Como no hay reparto de dividendos, la diferencia será la ganancia de capital (3 €) la rentabilidad antes de impuestos será del 15%. Si el inversor decidiese realizar sus plusvalías tendría que pagar 0,9 €/acción, lo que haría que su rentabilidad después de impuestos fuese un 30% menor, es decir, el 10,5%.

	Emp. A (no D)	Emp. B (Sí D)
Precio actual	20 €	P_0
Precio final	23 €	21 €
Ganancia de capital	3 €	X €
Dividendo (D)	0 €	2 €
Rdto. antes Impuestos	$(3 + 0) / 20 = 15\%$	$(X + 2) / P_0$
Impuestos s/D (20%)	0 €	0,4 €
Impuesto s/G. de C. (30%)	0,9 €	0,3 X
Rdto. después Impuestos	$(3 - 0,9) / 20 = 10,5\%$	$(2 + X - 0,4 - 0,3X) / P_0 = 10,5\%$

Tabla.1 La política de dividendos y el efecto de los impuestos

Como ambas tienen el mismo riesgo, la rentabilidad después de impuestos de la empresa B deberá ser la misma que la de A, es decir, el 10,5%. Ahora bien, esta empresa distribuye un dividendo de 2 € por lo que la riqueza al final del año para el inversor tendrá que ser la misma que en el caso de la empresa A, es decir, 23 €, así que 2 € de dividendos más 21 €, que es el precio final del título. El dividendo estará gravado por un tipo del 20% por lo que el accionista recibirá realmente 1,6 € siendo su rentabilidad total después de impuestos igual a dicha cantidad más la ganancia de capital después de impuestos (0,7X; donde $X = 21 - P_0$); toda esta suma será dividida por el precio actual (P_0) y el resultado será del 10,5%. Despejando de esa ecuación P_0 obtendremos su valor: 20,25 €. Concretando, al no ser neutral la política fiscal con respecto al binomio plusvalías-dividendos las acciones de aquella empresa que reparta dividendos tendrán un mayor valor actual en el mercado, debido a que el fisco está premiando esta postura (si Hacienda premiara a las ganancias de capital, el resultado sería el opuesto al del ejemplo de la tabla 1).

Desde el punto de vista fiscal, las ganancias de capital tienen una ventaja sobre los dividendos porque sólo se realizan a voluntad del inversor, mientras que los dividendos le vienen dados. Ello implica que en el caso de los dividendos pagará impuestos en el momento en que se los entreguen, mientras que podrá diferir el



pago de los impuestos sobre plusvalías hasta que las realice, lo que podrá hacer cuando fiscalmente le sea más oportuno⁷.

6. OTRAS TEORÍAS SOBRE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

La teoría sobre la irrelevancia de la política de dividendos defendida por Modigliani y Miller es, sin duda, la mejor siempre que el mercado sea eficiente. Pero, el mundo real no es precisamente así. En él existen impuestos, costes de transacción, comisiones, fallos de información, etc. Porque esto es así y con ánimo de analizar si el valor de la empresa depende, o no, de la política de dividendos han surgido otra serie de teorías más acordes con la realidad de los mercados. Estas cinco teorías se exponen a continuación.

6.1 La teoría de los dividendos residuales

En un mercado en el que existan costes de emisión de acciones, a la empresa le resulta más caro el dinero recabado a través de la emisión de acciones que el que consigue vía beneficios retenidos. El efecto de los costes de emisión es eliminar la indiferencia existente entre emitir acciones para financiar los pagos por dividendos y la financiación interna. Por dicha razón, los pagos de dividendos sólo se producirán si los beneficios no se utilizan íntegramente para propósitos de inversión, esto es, sólo cuando haya "beneficios residuales" después de fijar la política de inversiones de la empresa. Por eso esta política recibe el nombre de *teoría de los dividendos residuales*, que podríamos desglosar en los siguientes puntos:

1. Mantener constante el ratio de endeudamiento para los proyectos de inversión futuros.
2. Aceptar un proyecto de inversión sólo si su valor actual neto es positivo.
3. Financiar la parte del desembolso de los nuevos proyectos procedente de los fondos propios, primeramente utilizando financiación interna y cuando ésta se agote, a través de la emisión de nuevos títulos.
4. Si quedase alguna financiación interna sin aplicar después de asignar los proyectos de inversión, se distribuirá vía dividendos. En caso contrario no habrá pago de dividendos.

Según esta teoría la política de dividendos tiene una influencia pasiva y no incide directamente sobre el valor de mercado de las acciones.

⁷ Muchas empresas dan la opción de recibir acciones propias en lugar de dinero cuando se reparten los dividendos. En estos casos no se pagaría impuestos sobre dividendos pero sí sobre ganancias de capital el día que decida vender dichas acciones.



6.2 El efecto clientela

En un mercado eficiente los inversores podrían diseñar su propia política de dividendos sin más que vender más acciones o recomprarlas, respectivamente, según quisieran más o menos dividendos que los repartidos por la empresa. Pero en un mercado en el que existen costes de transacción el mero hecho de comprar o vender títulos le resultaría más caro al inversor que tendría que pagar unos costes de transacción además, claro está, de que tendría que pagar los impuestos respectivos por recibir los dividendos o por las plusvalías en el caso de la venta de títulos.

Como resultado, de estas consideraciones los inversores podrían no estar interesados en adquirir o vender las acciones que les permitan diseñar su propia política de dividendos. De tal forma que si tienen una política de dividendos determinada buscarían aquella empresa que la satisfaga, con preferencia a realizarla por sí mismos debido al coste añadido que ello tendría. De esta forma los inversores institucionales o particulares que prefieren grandes dividendos líquidos invertirán en aquellas empresas que se los proporcionen, mientras que las que los prefieran pequeños buscarán las compañías que tengan dicha política. Por ello esta teoría recibe el nombre de *efecto clientela*, pues cada empresa tendrá sus propios inversores-clientes.

A menos que haya una mayor demanda agregada sobre una política de dividendos determinada que esté siendo satisfecha en el mercado, dicha política sigue siendo inocua de cara a la valoración de las acciones, es decir, una política es tan buena como otra cualquiera. Si la empresa cambiase su política de dividendos vería como cambian los inversores de la misma en busca de una readaptación de sus inversiones.

6.2.1 Efecto clientela en ambiente de alta volatilidad

Otra forma alternativa de ver este efecto estriba en la percepción que los inversores tienen del riesgo de las acciones que suelen pagar mayores dividendos en relación al que tienen las que los pagan más pequeños. Esta percepción varía según las condiciones económicas imperantes; así, en un mercado de valores de gran volatilidad y tendencia bajista los inversores perciben a las acciones pagadoras de dividendos como menos arriesgadas y procuran invertir en ellas. Mientras que cuando la tendencia es alcista esos inversores prefieren apostar por las ganancias de capital, es decir, por las acciones que pagan menos dividendos.

Para ver esto comparemos el Índice S&P que mide el Rendimiento Total de los Dividendos Aristocráticos (S&P Dividends Aristocrats Total Return Index), es decir, mide el comportamiento de las acciones del S&P 500 que han aumentado los dividendos de forma continua durante 25 años consecutivos. Como el índice está ponderado equitativamente podemos compararlo con el Índice S&P Equitativamente Ponderado (S&P Equal Weight Total Return Index). El primero de los índices superó al segundo entre el 11 de octubre de 2007 y el 6 de marzo de 2009 en un 11,6% (esto es, su rendimiento en pleno mercado bajista, fue menos negativo) como puede verse en la figura 1 izquierda. Lo mismo ocurrió en el mercado bajista que se observó entre el 2 de mayo de 2011 y el 20 de octubre de 2011 donde el rendimiento extra fue del 8,19% (figura 1 derecha).

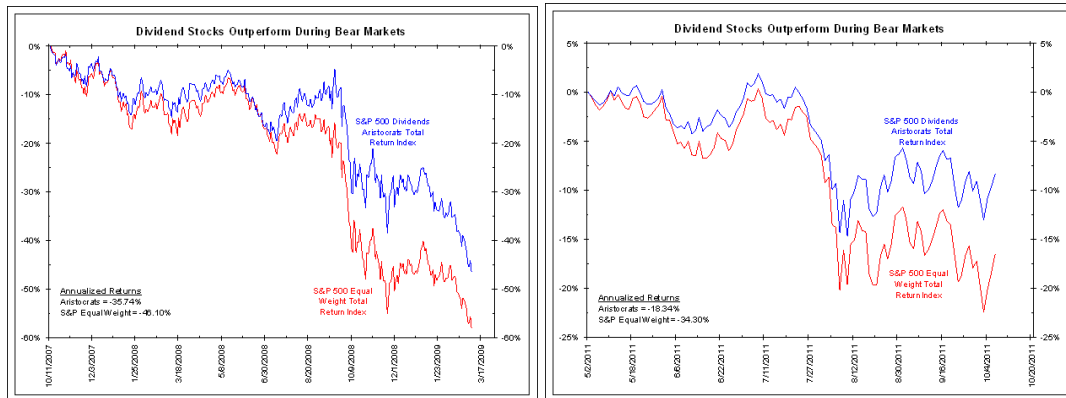


Fig.1 Las acciones que pagan dividendos superan al resto en los mercados bajistas [Fuente:

<http://www.ritholtz.com/blog/wp-content/uploads/2011/10/div11.gif> y
<http://www.ritholtz.com/blog/wp-content/uploads/2011/10/div3213.gif>

Durante el mercado alcista entre el 6 de marzo de 2009 y el 2 de mayo de 2011 ocurrió todo lo contrario y las acciones que pagaban mayores dividendos eran superadas por el resto en un 42,4%.

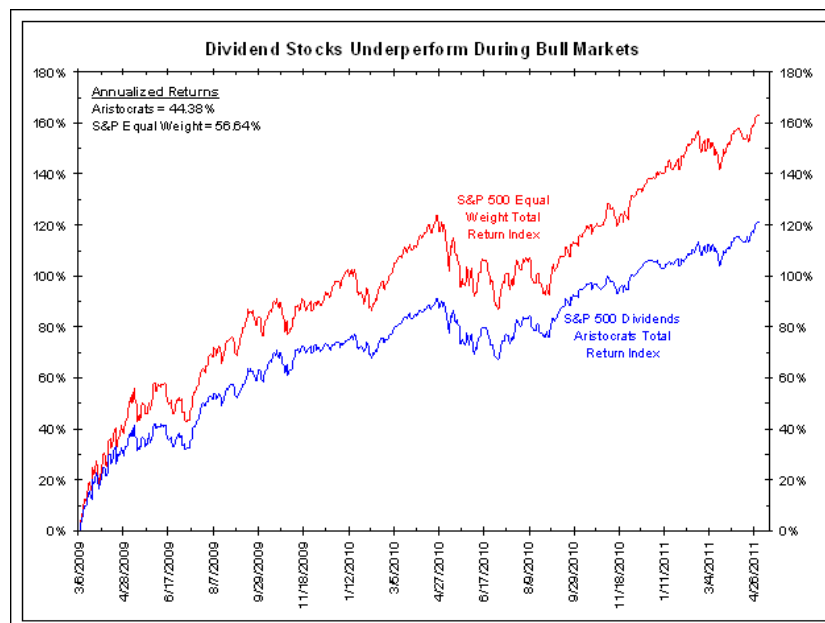


Fig.2 Las acciones que pagan dividendos pierden contra el resto en los mercados alcistas [Fuente:

<http://www.ritholtz.com/blog/wp-content/uploads/2011/10/div212.gif>

6.3 El valor informativo de los dividendos

Las alteraciones en la política de dividendos proporcionan información al mercado de valores. Un aumento en los dividendos esperados puede ser interpretado como una buena noticia. Un recorte de los mismos podría indicar malas noticias. Su completa eliminación, en un número importante de sectores, sería el síntoma de que algo grave le ocurre a la empresa.

Como sabemos, en un mercado eficiente los precios de los títulos reflejan toda la información disponible porque los inversores tienen acceso a la misma. Sin



embargo, en la realidad esto no suele suceder y los inversores no lo saben todo acerca de los flujos de caja esperados, ni acerca del riesgo asociado a los mismos. De hecho, los directivos estarán mejor informados que los accionistas y que el propio mercado (a esto se le denomina *información asimétrica*). Así que la eficiencia del mercado de valores en cuanto a la generación de buenas estimaciones del valor intrínseco de las acciones depende, en cierto modo, de la capacidad de los directivos de comunicar información económica al mercado. Y la política de dividendos proporciona un vehículo ideal para comunicar tal información a los accionistas. De hecho, tal vez sea éste el principal papel de dicha política. Es decir, una elevación de los dividendos es un anuncio de la directiva de que los flujos de caja esperados van a superar a los obtenidos en el pasado.

Si dicha información no fue anticipada por el mercado, entonces la noticia será seguida de un alza de precios (fig.3). Pero, ¡ajo!, no es el dividendo el que ha alterado el precio, sino la nueva información relacionada con las expectativas de generación de recursos de la empresa, que ha sido incorporada inmediatamente en el precio del título. Resumiendo, en un mercado eficiente, los accionistas anticipan el anuncio del dividendo; y si al producirse su distribución, éste fuese superior al anticipado, se produciría un alza de los precios de las acciones al indicar que las expectativas de ganancias futuras son superiores a las inicialmente supuestas por el mercado (fig.3). Si el dividendo fuese inferior al esperado se produciría un descenso en los precios por el motivo contrario al expuesto.

Es necesario señalar que esto último no siempre sucede, pues si se cumplen ciertas condiciones un recorte de los dividendos esperados puede ser una buena noticia. Ello puede ocurrir cuando una empresa que tiene varias oportunidades de inversión rentables, dispone de poca liquidez y, al mismo tiempo, le es muy costoso el conseguir financiación externa; el valor de las acciones de la empresa puede aumentar como consecuencia de una reducción de los dividendos y un aumento de las inversiones. Ahora bien, la condición fundamental para que esto se cumpla es que el mercado se entere de todo esto y lo perciba como algo positivo.

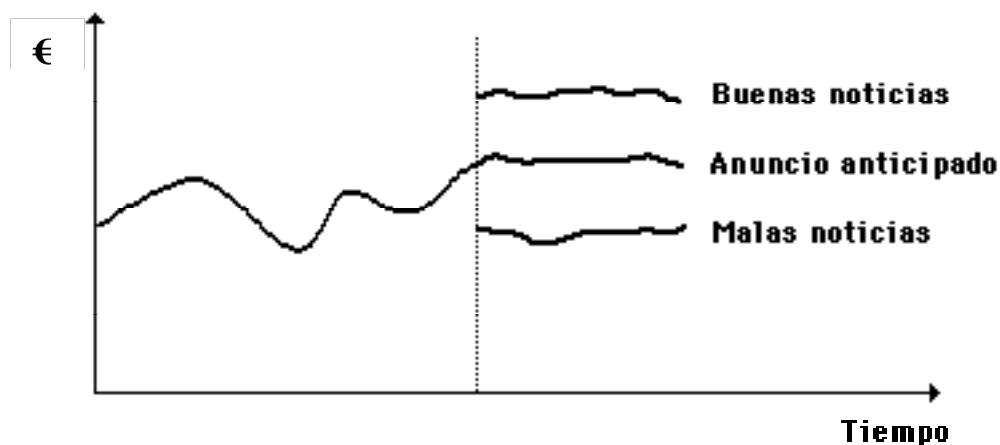


Fig.3 El efecto del anuncio de los dividendos sobre el precio de las acciones



Por ejemplo, esta situación se da en las empresas de sectores en crecimiento, cuyos accionistas buscan ganancias de capital, antes que dividendos, porque prefieren los mayores rendimientos derivados del crecimiento de las empresas. De hecho, estas empresas tienen por costumbre no repartir dividendos; por ello, al anunciar un reparto de beneficios están diciendo al mercado que ya no hay inversiones tan suculentas como antes y que van a pasar a ser empresas con un menor crecimiento. El resultado es una bajada del precio de sus acciones para reflejar las menores expectativas existentes. Otra política alternativa seguida por este tipo de empresas con el dinero sobrante es la recompra de acciones (véase el epígrafe 10), que es un procedimiento que le da una mayor flexibilidad que el tener que prever unos dividendos semestrales o trimestrales.

Este efecto informativo de los dividendos es una muestra de la denominada *asimetría informativa*, es decir, del diferente grado de accesibilidad a la información existente entre los propietarios y los gerentes, pues éstos últimos tienen una información privilegiada sobre la marcha de la empresa de la que no disponen los accionistas. Así, en un mercado con riesgo, los dividendos son un medio de minimizar cualquier desajuste que pueda surgir en el precio de las acciones como resultado de la asimetría informativa. Los dividendos, también, pueden ser importantes en cuanto que la dirección de la empresa no tenga otro medio fiable de informar a los inversores sobre los beneficios esperados.

6.4 Los costes de agencia y la política de dividendos

Como ya vimos en el epígrafe 3, Modigliani y Miller demostraron que si los mercados financieros eran eficientes, la política de dividendos era irrelevante a la hora de aumentar el valor de la empresa. Por otro lado, para que esto último fuese así, uno de los supuestos básicos implicaba que los directivos deberían cumplir el objetivo de maximizar el valor de la empresa para sus accionistas, lo que haría que los intereses de los accionistas fuesen acordes a los de los directivos.

Pero, ¿qué ocurriría si el mercado financiero no fuera eficiente?, ¿podría dicha ineficiencia hacer que la política de dividendos sí fuese relevante?. Una posible ineficiencia sucede precisamente en el incumplimiento del objetivo señalado en el párrafo anterior por parte de los directivos. Según éste, si tuviésemos dos empresas idénticas salvo en lo tocante a la distribución de su capital social, de tal manera que una estuviese dirigida por sus propietarios (pocos accionistas), mientras que otra los fuera por directivos contratados al efecto (muchos accionistas), su valor de mercado sería el mismo, si las restantes variables se mantuviesen inalterables.

Si el mercado del "control empresarial" fuese eficiente, cualquier empresa que se desviase del objetivo final señalado anteriormente, vería descender su precio de mercado, lo que la llevaría a terminar siendo adquirida por otros directivos más capaces. Esto también implica un buen funcionamiento del mercado de trabajo, en orden a poder sustituir a los directivos que no defienden los intereses de sus accionistas por otros que sí lo hagan. Ahora bien, si ambos mercados no funcionan eficientemente, como así parece suceder, uno de los



supuestos de MM se viene abajo, dando lugar a lo que, Jensen y Meckling⁸, denominaron como *costes de agencia*. Es decir, al problema de la separación entre propiedad y control, el cual explica una parte bastante importante del comportamiento, que no parece ser racional a la luz de los supuestos de los mercados perfectos.

La medida de los *costes de agencia* consiste en la diferencia entre el valor de mercado de la empresa cuando su equipo directivo es el propietario de la totalidad de las acciones y su valor cuando dicho equipo posee menos del cien por cien de los fondos propios.

Los directivos, con objeto de reducir dichos costes de agencia, suelen tomar una serie de medidas como, por ejemplo, la realización de auditorías externas de la empresa, el establecimiento de cláusulas de protección por parte de los acreedores, el establecimiento de incentivos (opciones sobre acciones, por ejemplo), etc., todo ello con el objetivo, adicional, de proporcionar información a los inversores sobre las acciones e intenciones de los directivos. A dichas medidas reductoras de los costes de la separación entre la propiedad y el control podríamos incluirles la política de dividendos.

Efectivamente, si al repartir dividendos es necesario acudir al mercado financiero para financiar dicho reparto, a través de la ampliación de capital correspondiente, los suministradores de capital no acudirán a la llamada de la empresa a menos que reciban nueva información sobre los usos que la directiva piensa dar a dichos fondos, de esta manera los accionistas actuales podrán conseguir nueva información sobre las intenciones de los directivos a través de este proceso. En este caso la política de dividendos puede realizar una significativa contribución al valor de la empresa.

6.5 La teoría de las expectativas

La denominada *teoría de la expectativas* parte de la idea de que lo importante en la Economía, no es tanto lo que sucede actualmente, como lo que se espera que suceda. Esto es, en la fecha en que la empresa realiza el anuncio de los dividendos a repartir, el mercado ya se ha formado una expectativa sobre los mismos, la cual se ha basado en las estimaciones del mercado sobre los beneficios de la compañía, sobre sus oportunidades de inversión y sobre sus planes de financiación. Estimaciones que, a su vez, se han basado en la idea que el mercado tiene acerca del estado de la economía nacional e internacional, de la industria, de la política fiscal, etc. La expectativa que el mercado tiene sobre dichos dividendos se verá reflejada automáticamente en el precio de las acciones de la empresa.

Así que si cuando se produce el anuncio de los dividendos, éstos coinciden con lo esperado por el mercado, no se producirá ninguna variación en el precio de los títulos. Pero, si se anuncia más de lo esperado el precio ascenderá y si se anuncia menos el precio descenderá. Supongamos que el mercado espera un

⁸ JENSEN, Michael y MECKLING, William: "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol 4, n° 4. Octubre. 1976. También puede consultarse MASCAREÑAS, Juan (2007): "Contratos Financieros Principal-Agente". *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas* n° 13 <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>



dividendo mayor del actual debido a que opina que la empresa tiene unas mayores expectativas de beneficios. Ello haría ascender el precio de la acción antes del anuncio del reparto de dividendos y reduciría, consecuentemente, el rendimiento sobre el dividendo (D_1/P_0). Pero si llegado el momento, dicho aumento en el dividendo no se produce, el mercado lo interpretará como malas noticias, el precio de la acción descenderá, aumentándose el rendimiento sobre el dividendo. En resumen, si existe una diferencia entre el dividendo anunciado y el esperado, lo más probable es que asistamos a una variación en el precio de la acción.

7. ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A través de las teorías anteriormente expuestas no parece que hayamos dejado claro la relevancia de los dividendos en cuanto al valor de las acciones, así que podríamos intentar ver que hacen las empresas en la realidad, buscando la relación entre los dividendos repartidos y el precio de los títulos.

7.1 Black y Scholes (1974)⁹

Ambos especialistas desarrollaron una teoría que viene a apoyar la irrelevancia de la política de dividendos en un mundo con costes de transacción e impuestos. En lo que se ha denominado una aproximación "positivista" a la cuestión de los dividendos, ellos han supuesto que si la mayoría de las empresas pagan dividendos, es porque los inversores deben obtener algunas ventajas que contrarrestan los pagos por impuestos implícitos en los mismos. Por ejemplo, los inversores pueden desear unos ingresos periódicos para "propósitos de consumo", resultándoles mejor obtener dividendos que vender sus propias acciones.

Para Black y Scholes cada inversor desarrolla un tipo de cálculo implícito que pondera el beneficio de recibir dividendos contra la desventaja de tener que pagar impuestos. Esto hace que los inversores se agrupen en diversos segmentos con distintas preferencias sobre los dividendos: unos inversores preferirán mayores dividendos, mientras que otros los preferirán inferiores. Esta diferencia en las preferencias de los inversores, sin embargo, no quiere decir que las empresas respondiendo a una preferencia específica a favor, o en contra, de los dividendos puedan aumentar el precio teórico de sus acciones ajustando su política de dividendos.

Si las empresas son conscientes de las demandas de algunos inversores que quieren mayores rendimientos sobre dividendos, así como de las demandas de otros que los prefieren menores, ajustarán sus políticas de dividendos para satisfacer a aquél grupo de demanda que sea mayoritario en un momento determinado del tiempo. Como resultado de ello, la oferta de acciones en cada nivel de rendimiento se ajustará a la demanda del mismo, y los inversores como grupo estarán contentos con el rango de rendimientos disponibles. Después de alcanzar el equili-

⁹ BLACK, F., y SCHOLES, M. (1974): "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Prices and Returns". *Journal of Financial Economics*, nº 1. Mayo. Págs.: 1-22



brio ninguna empresa podrá alterar el valor de sus acciones variando su política de dividendos. A esto le hemos denominado anteriormente el *efecto clientela*.

Las ideas de Black y Scholes provienen de un estudio empírico realizado por ambos en el que intentaron examinar las relaciones entre el rendimiento sobre el dividendo (D_1/P_0) y el rendimiento total exigido a las acciones (k_e). Si los inversores prefieren los dividendos a las ganancias de capital, los mayores rendimientos sobre los mismos impulsarán al alza el precio de las acciones y, por lo tanto, producirán un menor rendimiento total (k_e). Si, por el contrario, hubiese una aversión a los dividendos, cuanto más grandes sean éstos, menores serían los precios y más grande el rendimiento total exigido por los inversores.

Para comprobar su idea recurren al *modelo de valoración de activos financieros* (CAPM), para ello le añaden a su expresión central, *la recta del mercado de títulos* (SML), un componente λ_i indicativo de la variabilidad del rendimiento sobre el dividendo:

$$E_i = R_f + [E_m - R_f] \beta_i + [\Delta_i - \Delta_m] \lambda_i$$

como sabemos E_i indica el rendimiento esperado del título i ; E_m el rendimiento esperado del mercado; R_f es el tipo de interés sin riesgo; β_i es el coeficiente de volatilidad; Δ_i es el rendimiento sobre el dividendo del título i ; Δ_m es el rendimiento promedio sobre el dividendo del mercado. Si al utilizar los datos del pasado y aplicándole un proceso de regresión resultase que el coeficiente λ_i toma un valor nulo, o muy próximo al mismo, querrá decir que se cumplen los requerimientos de Modigliani y Miller; si tomase un valor positivo querrá decir que los inversores requerirían un rendimiento más alto sobre los títulos que repartieran mayores dividendos; por el contrario, si su valor fuera negativo, se cumplirían las ideas de Gordon-Lintner.

Después de aplicar el modelo Black y Scholes llegaron a la conclusión de que las empresas no podían influir en los precios de sus acciones alterando la política de dividendos (como es lógico, el coeficiente λ_i que obtuvieron estaba muy próximo a cero). El estudio realizado por estos dos conocidos especialistas es significativo por dos razones:

- a) Fue el primer estudio empírico, que relacionaba la distribución de los dividendos con los precios de las acciones, que tuvo una aceptación general en la comunidad académica financiera.
- b) También fue el primer estudio en proporcionar un soporte empírico a la idea defendida por Modigliani y Miller sobre la irrelevancia de la política de dividendos.



7.2 Litzenberger y Ramaswamy (1979)¹⁰

Ambos especialistas comenzaron con la premisa de que el diferente tratamiento fiscal con relación a los dividendos y a las ganancias de capital desembocaría en una "aversión" a los dividendos por parte de los inversores¹¹, lo que implicaría un alza de los rendimientos esperados antes de impuestos y un descenso del precio de las acciones. Es decir, los inversores valoraban un dólar de dividendos menos que un dólar de ganancias de capital, lo cual implicaba que aquellas acciones que pagaban altos dividendos se vendieran con un descuento con relación a las que los pagaban más bajos.

Aplicando el mismo modelo del CAPM que utilizaron Black y Scholes pero modificándolo para tener en cuenta el diferente tratamiento fiscal, llegaron a la conclusión que un dólar de dividendos equivalía a 0,77 dólares de ganancias de capital, esto es, por cada punto porcentual que aumentase el rendimiento sobre el dividendo los accionistas requerían un aumento de 1,23 puntos porcentuales en el rendimiento total de la acción. Todo lo cual implicaba que las empresas podrían aumentar el valor de sus acciones reduciendo los dividendos repartidos.

La radical diferencia existente entre los dos estudios analizados fue recibida con bastante escepticismo por los especialistas. Ambos estudios eran consistentes con los métodos estadísticos empleados y, sin embargo, llevaban a diferentes conclusiones. Así, pues, algo estaba mal, pero qué.

7.3 Miller y Scholes (1983)¹²

Basándose en la *teoría de las expectativas racionales*, Miller y Scholes desmontaron el estudio de Litzenberger y Ramaswamy. Para Miller y Scholes fueron las variaciones en el precio de las acciones producidas por la asimetría informativa, las que los dos especialistas del estudio anterior confundieron con un efecto producido por el diferente tratamiento fiscal.

En resumen, la fuerte correlación positiva entre los rendimientos sobre dividendos y rendimientos totales que Litzenberger y Ramaswamy interpretaron como un efecto fiscal negativo de los dividendos sobre el precio de las acciones podría ser, según la idea de Miller y Scholes, un efecto de la "información" comunicada al mercado vía los anuncios de dividendos. Ambos repitieron el estudio de Litzenberger y Ramaswamy, pero eliminando todos los casos en los que el dividendo fue anunciado y repartido el mismo mes, con lo que llegaron a la conclusión de que el efecto fiscal no llegaba a ser más del 4% (lejos del 23% del estudio anterior), lo cual es prácticamente despreciable y, por lo tanto, apoya la idea de la irrelevancia de la política de dividendos.

¹⁰ LITZENBERGER, Robert y RAMASWAMY, Krishna: "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence". *Journal of Financial Economics*. Junio. 1979. Pp.: 163-195

¹¹ Cuando se realizó este estudio en los Estados Unidos el fisco gravaba más a los dividendos que a las ganancias de capital de ahí la premisa de partida.

¹² MILLER, Merton y SCHOLE, Myron: "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence". *Journal of Political Economy* nº 90. Diciembre.1983. Pp.: 1118-1141.



7.4 Conclusión

Los tres estudios anteriores son sólo una muestra de todos los que se han realizado desde que Modigliani y Miller lanzaron su hipótesis de la irrelevancia de la política de dividendos. A lo largo de todos ellos se ha demostrado que los investigadores han sido incapaces de aislar el efecto de la política de dividendos sobre los precios de las acciones. Aunque sobre horizontes temporales bastante grandes parece detectarse una ligera ventaja de las empresas que reparten dividendos bajos, las cuales parecen conseguir unos mayores precios relativos para sus acciones (a finales del siglo XX, el rendimiento sobre dividendos medio en los Estados Unidos era de alrededor de un 2%, bastante menor que el clásico 5%).

En todo caso, a la luz de dichos experimentos no se detecta un camino por el cual la empresa pueda hacer variar el precio de sus acciones a través de la política de dividendos. Ahora bien, la incapacidad de los investigadores para conectar la rentabilidad sobre los dividendos con la rentabilidad de los títulos ha relegado a la política de dividendos a la posición que le corresponde en la jerarquía de las decisiones empresariales. Posición que está bastante por debajo de las decisiones de inversión. Por lo tanto, la gerencia de una empresa no está justificada en renunciar a inversiones rentables para satisfacer las posibles demandas de los inversores en orden a un aumento de los dividendos.

En todo caso de todo lo analizado hasta ahora se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- 1ª. Conforme aumenten las oportunidades de inversión de una empresa la tasa de reparto de beneficios debería descender. La utilización de la financiación interna siempre es preferible a la externa debido a los costes de emisión de títulos.
- 2ª. La política de dividendos de la compañía parece ser importante; sin embargo, las apariencias engañan. Lo verdaderamente importante son los beneficios "esperados" por los inversores y su riesgo asociado. De esta forma los dividendos son un medio de comunicar información a los inversores.
- 3ª. Si los dividendos influyen sobre los precios de las acciones será, probablemente, debido a que los inversores desean minimizar o diferir el pago de impuestos, así como minimizar los costes de agencia.
- 4ª. Si la teoría de las expectativas se cumple, permitirá a la directiva de la empresa evitar sorprender a los accionistas cuando se produzca la decisión sobre los dividendos. Igualmente, la política de dividendos puede ser tratada como un residuo a largo plazo después de que la gerencia estime las necesidades de inversión a largo plazo. Ello, a su vez, permitiría establecer una tasa de reparto de beneficios "marco" sobre la que ceñirse.



8. LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN LA PRÁCTICA

El dividendo es fijado por el Consejo de administración de la empresa, debiendo ser aprobado por la Junta general de accionistas¹³. Aunque aquél tiene algunas limitaciones a la hora de señalar la cantidad a distribuir como, por ejemplo, las que figuran en los contratos de empréstitos o en los de préstamos, establecidas por los obligacionistas y banqueros; o las provenientes de las regulaciones estatales, tendentes a proteger a los acreedores de una posible insolvencia financiera.

8.1 Razones para el pago de dividendos

- a) Cuando la empresa sólo tiene posibilidad de invertir en proyectos que tienen una tasa de rendimiento inferior a la que pudieran obtener los accionistas en otro lugar, entonces, los fondos se deberían distribuir entre éstos últimos.
- b) Cuando la empresa ha pagado dividendos en el pasado y una alteración de esa política podría dañar a los inversores.
- c) Los accionistas merecen una recompensa por el uso de su capital y el entregarles dividendos líquidos les evita tener que incurrir en ciertos costes relacionados con la venta de sus acciones (costes de transacción).
- d) Los departamentos financieros de muchas empresas invierten en aquellas acciones que tengan un historial de reparto de dividendos. Por dicho motivo sería recomendable que las acciones de la empresa posean dicha característica en orden a no limitar las posibles fuentes de recursos financieros de la empresa.
- e) Es aconsejable distribuir dividendos a los accionistas si éstos están exentos fiscalmente, o tienen bajos tipos impositivos.

8.2 Algunas políticas de distribución de dividendos

1ª. *Se reparten todos los beneficios.* El ratio de distribución de beneficios es del 100%, basándose en la idea de que lo único que desean los accionistas son los dividendos. Los directivos, que necesiten financiación propia, deberían convencer a los accionistas de que los proyectos de inversión van a proporcionarles aumentos en su riqueza para, de esta forma, animarles a invertir en la empresa. En todo caso, las empresas no suelen seguir esta política de distribución.

2ª. *No se reparten dividendos.* Es la política opuesta a la anterior, y se basa en que dada la fiscalidad y los costes de transacción existentes, los dividendos son un lujo que ni los accionistas, ni las empresas, pueden permitirse (un euro vale más

¹³ Véanse los artículos 212 y ss., de la LSA. En el art. 213 se dice "... sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto contable no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social."

para la empresa que el mismo, menos los impuestos, para el accionista). A pesar del argumento, muy pocas empresas siguen esta política de no reparto de dividendos.

3ª. Tanto fijo sobre los beneficios. Del total de ganancias anuales la empresa distribuye un porcentaje fijo. Esta política, más lógica que las anteriores, es poco usual en las empresas, puesto que como los beneficios son una variable aleatoria, los dividendos también lo serán, lo que suele repercutir desfavorablemente en la cotización de las acciones (aumento del riesgo económico de la empresa. Ver fig.4).

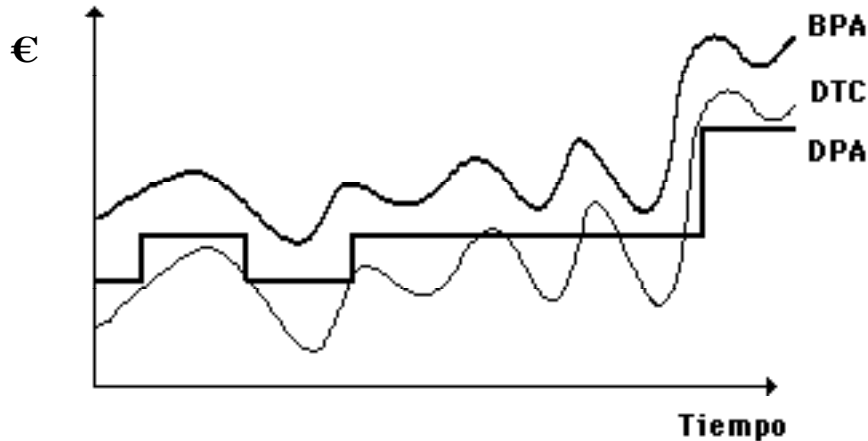


Fig.4 Una típica política de dividendos de una empresa (BPA: Beneficios por acción; DTC: Dividendos con un tipo fijo sobre beneficios; DPA: Dividendos por acción constantes y ajustados)

4ª. Dividendo como residuo. La teoría residual de los dividendos sugiere que las empresas deberían acometer todas las inversiones que aumentasen la riqueza de los accionistas, es decir, aquellas que tienen un VAN positivo. Por lo tanto, cualquier exceso de liquidez debería ser devuelto a los accionistas vía dividendos, o comprándoles sus acciones. El problema que subyace en esta teoría es que si los beneficios o las oportunidades de inversión varían de año a año un estricto cumplimiento de esta teoría implicaría una variabilidad de los dividendos, lo que haría aumentar el riesgo y, por ende, la rentabilidad exigida por los accionistas. Como resultado de todo ello esta política no suele ser seguida estrictamente por las empresas, aunque bastantes de ellas la utilizan para establecer una tasa marco de reparto de los dividendos a largo plazo.

5ª. Dividendo anual constante ajustado. Antiguamente muchas empresas pagaban un dividendo constante si parecía claro que los beneficios futuros eran suficientes para mantenerlo así. Un corolario de esta política era el intento de evitar el tener que reducir los dividendos. Debido a que la inflación ha impulsado al alza el valor de los beneficios ha surgido la denominada "política de la tasa de crecimiento estable", en la que la directiva marca una tasa marco de crecimiento de los beneficios e intenta ajustarse a la misma. Se juega con las reservas para compensar el dividendo en los años malos (se distribuyen con cargo a las mismas) o para acumular el excedente de ganancias no distribuido, en los buenos. Este tipo de política suele proporcionar una estabilidad en la cotización, aunque si la tendencia al alza o a la baja de los beneficios parece ser duradera, la empresa deberá replantearse dicha política. Los dividendos extraordinarios, la entrega periódica de acciones liberadas,



etc., son mecanismos de ajuste para paliar la rigidez de una política de dividendos constante. Debe procurarse no convertirlo en un dividendo errático (ver fig.4).

Los dividendos son establecidos en línea con los flujos de caja esperados. Lintner¹⁴ mostró que las empresas tienen tasas marco de distribución de dividendos y que los pagos en forma de dividendos son una función de los beneficios a largo plazo, por un lado, y de los dividendos del período anterior, por otro. Así que, a corto plazo, los dividendos suelen recibir un alisamiento con el objeto de evitar frecuentes alteraciones. Esto puede reconciliarse con la noción de la información contenida en los dividendos en la que los directivos parecen utilizarlos como una señal indicativa de los rendimientos a largo plazo. De aquí la necesidad de seguir una política estable en el reparto de dividendos, política que parecen seguir la mayoría de las empresas.

6ª. Dividendo arbitrario o errático. Cada año se reparte un dividendo, que no sigue ninguna de las políticas anteriores. Esta política, por llamarla de alguna manera, es seguida por empresas que se encuentran a la deriva en el mercado y no han conseguido estabilizarse en el mismo.

8.3 Diversas formas de dividendos

La mayoría de los dividendos se pagan en dinero líquido. Algunas empresas pagan los *dividendos normales o regulares* anualmente, otras lo hacen semestralmente, e incluso otras lo hacen trimestralmente o cada mes. Los *dividendos extraordinarios*, como ya dijimos anteriormente, suelen reservarse para pagos que no tienen por qué repetirse.

Al distribuir un dividendo los beneficios retenidos de la compañía disminuyen, así que si éstos llegasen a agotarse y no se necesitasen fondos para la protección de los acreedores, la empresa podría pagar un *dividendo de capital*. Dado que tales pagos son considerados como una devolución de capital, no están sujetos al impuesto sobre la renta.

Los *dividendos en acciones* son el clásico exponente de los dividendos no líquidos. Uno de los objetivos de éste tipo de dividendo consiste en reducir el precio de mercado de las acciones a un nivel más atractivo para el propio mercado. Los dividendos en forma de acciones aumentan el número de títulos que poseen los accionistas, pero no implican distribuciones o reparto de activos de la empresa, así que no son, en modo alguno, equivalentes a los dividendos líquidos. Independientemente, de cual sea el valor de la empresa en su totalidad antes del pago del dividendo en acciones, continuará siendo el mismo después del pago del dividendo, puesto que el número de acciones aumenta, se ha de esperar que todos los cálculos por acción se hayan de reducir proporcionalmente.

Otros tipos de dividendos no líquidos pueden ser: la entrega de *warrants*, que dan a su poseedor el derecho a comprar acciones de la empresa a un precio determinado durante cierto período de tiempo, o la entrega de acciones preferentes o de obligaciones, así como el envío de muestras de productos.

¹⁴ LINTNER, J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *American Economic Review*, nº 46. Mayo. Págs.: 97-113



9. LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN LA PRÁCTICA: EVIDENCIA EMPÍRICA

Hasta ahora hemos mostrado cómo debería realizarse una política de dividendos que estuviera en la misma línea que los estudios teóricos realizados. Pero en este epígrafe vamos a darle la vuelta al sistema de análisis y veremos qué es lo que hacen las empresas con sus dividendos. Para ello analizaremos algunos estudios realizados sobre las distribuciones de dividendos de las empresas.

Comencemos haciendo notar que las empresas rentables reparten dividendos y que la mayoría de los equipos directivos mira la decisión de repartir dividendos como muy importante. Además, está claro que los directivos no quieren oír ni hablar de un recorte de los mismos.

Una serie de estudios han llevado a la conclusión de que las empresas prefieren contener su política de dividendos a cambio de no aumentar los recursos financieros externos de cara a la realización de nuevas inversiones. Por ejemplo, Robert Higgins¹⁵ demostró que, a menos que una empresa pudiese financiar sus nuevas inversiones a través de los beneficios retenidos, un alza de las tasas de reparto de dividendos implicaría un aumento de la financiación externa de la empresa. Los costes del nuevo endeudamiento o de la nueva ampliación de capital, especialmente para las empresas pequeñas, arriesgadas y no perfectamente establecidas, actuarían de forma disuasoria a la hora de decidir el aumento del dividendo pagado.

George McCabe¹⁶ mostró que el nuevo endeudamiento a largo plazo ejercía una influencia negativa sobre la cantidad de beneficios distribuidos. Al aumentar los costes financieros, las empresas preferían limitar el pago de dividendos como forma de evitar un recorte futuro de los mismos. Por la misma razón, las empresas que tenían operaciones más arriesgadas, esto es, un alto riesgo económico, al no poder predecir con exactitud sus beneficios futuros procuraban limitar la tasa de reparto de los dividendos.

En resumidas cuentas, factores como nuevas inversiones, alto nivel de apalancamiento y mayor riesgo económico, afectan a la política de dividendos de una manera restrictiva. Así que si las empresas sólo se guiaran por los mismos, la política de dividendos sería de tipo residual, es decir, sería una decisión pasiva que dependería de la política de inversiones de la empresa. Ahora bien, también existen razones "positivas" para pagar mayores dividendos, como veremos seguidamente.

9.1 El modelo de Lintner

¹⁵ HIGGINS, R. (1972): "The Corporate Dividend-Saving Decision". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 7. Marzo. Págs.: 1527-1541

¹⁶ MCCABE, G. (1979): "The Empirical Relationship Between Investment and Financing: A New Look". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 14. Marzo. Págs.: 119-135



Lintner¹⁷, que realizó este modelo en 1956 a través de una serie de entrevistas con directivos, llegó a la conclusión de que la mayoría de las empresas tienen unas tasas "marco" de reparto de dividendos a largo plazo a las que suelen ajustarse. Todo ello porque dichos ejecutivos partían de la base de que los accionistas tenían derecho a una parte razonable de los beneficios de la empresa, así como que preferían un crecimiento constante de los dividendos, esto es, aunque los beneficios creciesen fuertemente, los dividendos crecerían un ritmo más lento, con el objeto de evitar recortes de los mismos en los años en los que el beneficio fuese menor del esperado. El modelo de Lintner sugiere que los dividendos dependen en parte de los beneficios actuales de la empresa y en parte del dividendo del año anterior que, a su vez, depende de los beneficios y del dividendo del año precedente.

El modelo de Lintner se puede escribir de la siguiente manera:

$$\Delta D_t = \alpha + \beta (b \times BPA_t - D_{t-1}) + \varepsilon_t$$

donde ΔD_t es la variación de los dividendos ($D_t - D_{t-1}$); b , es la tasa objetivo de reparto de los beneficios; BPA es el beneficio por acción; β es el coeficiente de velocidad de ajuste de los dividendos con respecto al crecimiento de los dividendos. Con objeto de realizar pruebas estadísticas la ecuación anterior puede transformarse en:

$$\Delta D_t = \alpha + \beta_1 \times D_{t-1} + \beta_2 \times BPA_t + \varepsilon_t$$

en la que $\beta_1 = -\beta$ y $\beta_2 = \beta \times b$. Este modelo da, en general, buenos resultados y explica bastante bien el comportamiento de las empresas en materia de política de dividendos. En resumen, la mayoría de las compañías tienden a adoptar unas tasas "marco" de reparto de beneficios relativamente estables, aunque, por otra parte, es preciso señalar que existe una gran dispersión de dichas tasas lo que muestra que las empresas no dudan en seguir distintas estrategias de distribución de dividendos.

9.2 El modelo de Higgins

Este modelo¹⁸ asume que las políticas de dividendos de las empresas reflejan su intención de mantener un ratio "marco" deuda/capital sin depender excesivamente de la financiación externa. El reparto de dividendos depende de la estructura de capital que la dirección desea mantener y, sobre todo, del ratio "nuevas inversiones/flujos de caja esperados" o *tasa de inversión bruta*.

Según este modelo la política de dividendos es el resultado de un proceso que pretende equilibrar dos fuerzas contrapuestas: a) la minimización de los costes asociados a nuevas ampliaciones de capital (causados por un aumento de los dividendos), y b) la minimización de los costes de mantenimiento de un exceso de activo circulante (debido a la reducción de los dividendos). Por tanto, para Higgins la

¹⁷ LINTNER, J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *American Economic Review*, nº 46. Mayo. Págs.: 97-113

¹⁸ HIGGINS, R. (1972): "The Corporate Dividend-Saving Decision". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 7. Marzo. Págs.: 1527-1541



política de dividendos es de tipo residual, y deberá minimizar la suma de los costes de la ampliación de capital y de mantenimiento de un exceso de títulos.

9.3 El modelo de Rozeff

Rozeff¹⁹, en su estudio, parte de la base de que un accionista racional preferirá que la dirección de la empresa minimice los costes de transacción asociados con las ampliaciones de capital. La política de dividendos, al igual que en el modelo de Higgins, resulta de la contraposición de dos variables: a) la reducción de los costes asociados con la emisión de nuevas acciones, y b) la reducción de los costes de agencia implícitos. La tasa de reparto de dividendos ideal sería aquélla que minimice la suma de ambos tipos de costes.

Un tercer factor que incide en la política de dividendos es el apalancamiento, tanto el operativo como el financiero, puesto que si se mantienen constantes las demás variables, cuanto mayor sea el apalancamiento mayor será la financiación ajena de la empresa. Y cuanto mayor sea el apalancamiento menor será la distribución de dividendos puesto que deberán desviarse recursos financieros para hacer frente al pago y amortización de la deuda. Con arreglo a esto, los pagos por dividendos pueden ser contemplados como sustitutos de los costes fijos que producen el "efecto palanca".

Resumiendo, para Rozeff, los costes de transacción de la financiación externa y el apalancamiento son dos variables restrictivas de la política de dividendos, que descansan sobre la idea de que la ampliación de capital es la actividad menos costosa; mientras que la tercera variable, el intento de mitigar los costes de agencia, tiende a favorecerla contrarrestando a las dos anteriores.

9.4 El estudio de Brav, Graham, Harvey y Michaely²⁰

En primer lugar, en línea con Lintner (1956), el estudio concluye que la política de dividendos es muy conservadora. Esto se debe a la reacción asimétrica del mercado con respecto a los aumentos o reducciones de los dividendos. Por ello, las empresas son muy reacias a recortar los dividendos, y el nivel actual de los pagos de dividendos, normalmente, se toma como dado.

Sin embargo hay dos diferencias con respecto a Lintner:

- a) Las empresas eligen una tasa objetivo de reparto de dividendos menor que la que solían utilizar y la consideran más flexible que antes.
- b) Las recompras de acciones se consideran una forma muy importante de pago. Para los directivos éstas son mucho más flexibles que los dividendos. Esta flexibilidad permite a los directivos alterar el pago en respuesta a la aparición de buenas oportunidades de inversión, para acomodarse mejor a aumentos de los beneficios por acción o del valor

¹⁹ ROZEFF, Michael (1987): "How Companies Set Their Dividend-Payout Ratios". En STERN, Joel y CHEW, Donald: *The Revolution in Corporate Finance*. Basil Blackwell. Oxford. Págs.: 320-326

²⁰ BRAV, Alon; GRAHAM, John; HARVEY, Campbell; y MICHAELY, Roni (2005): "Payout Policy In The 21st Century," *Journal of Financial Economics*, v 77(3,Sep), 483-527.



de las acciones, para contrarrestar el efecto dilución de las stock options, etc.

En segundo lugar, la política de recompra de acciones está mejor explicada en el contexto de Miller y Modigliani (1961) que la política de dividendos. Es decir, para los directivos las decisiones operativas y de inversión son más importantes que la recompra de acciones. En contraste, la tasa de reparto de dividendos se considera tan importante como la inversión incremental, de tal manera que la empresa buscaría financiación externa antes que recortar los dividendos; ahora bien, el aumento de dividendos es menos importante que las decisiones de inversión. Además, creen que los impuestos no son un factor dominante que afecte a la tasa de reparto. Por otra parte, el estudio no detecta evidencias de que el comportamiento de los directivos se acorde al “efecto clientela”.

A diferencia de los supuestos e implicaciones de varias teorías, los ejecutivos creen que las recompras de acciones son igual de atractivas que los dividendos para la mayoría de los inversores institucionales. Incluso las empresas que desean atraer a estos últimos no ven la política de reparto como una herramienta importante para persuadir a los inversores institucionales de que adquieran sus acciones.

Tampoco hay evidencia de que el pago de dividendos se esté utilizando como una manera de autoimponer disciplina, ni que se utilice para distinguir a una empresa de sus competidores (en el sentido académico de la “señalización”).

Por último, los directivos piensan que las reglas del juego son las siguientes: a) hay un castigo severo si se recortan los dividendos; b) no hay que desviarse mucho de la competencia; c) mantener una buena calificación crediticia; d) es bueno tener una amplia y diversificada base de inversores; e) mantener flexibilidad; y f) no adoptar medidas que reduzcan el beneficio por acción porque la mayoría de los inversores valoran las acciones en función de ellos.

10. LA RECOMPRA DE LAS ACCIONES

La recompra de acciones consiste en la adquisición por parte de la empresa emisora de una parte de sus acciones ordinarias. Entre las razones aducidas para iniciar un proceso de recompra de acciones, a parte de las posibles ventajas fiscales existentes desde el punto de vista de los accionistas, podemos señalar las siguientes:

1. Es un medio de proporcionar una oportunidad de inversión "interna"
2. Es una forma de modificar la composición de la estructura de capital de la empresa, aumentando su grado de apalancamiento.
3. Provoca un efecto favorable sobre los beneficios por acción.
4. Permite eliminar un grupo determinado de accionistas minoritarios.
5. Minimiza la dilución sobre los BPA asociados con las fusiones y *warrants*.



6. Reduce los costes administrativos asociados con la atención a los pequeños accionistas.
7. Es una forma de hacerse con las acciones que forman parte de un sistema de incentivos para sus empleados sin diluir la participación del resto de los accionistas.

La recompra de acciones no impide las inversiones sino que las recicla, permitiendo a los accionistas el traslado de su dinero desde unos sectores donde han invertido demasiado hacia otros donde piensan que rendirá más.

La recompra de acciones puede ser contemplada como una forma de distribuir un dividendo entre cierto tipo de accionistas. Así, por ejemplo, supongamos que una empresa determinada proporciona la siguiente información financiera:

Beneficio neto (millones de euros):	800
Número de acciones:	20 millones
Beneficio por acción (BPA):	40 €/acc.
Precio de mercado (ex-dividendo):	320 €/acc.
Ratio precio/beneficio (PER):	8

El equipo directivo de la empresa está planeando distribuir 400 millones de euros vía dividendos (20 €/acción). Pero los principales accionistas no ven claro por qué ellos necesitan un reparto de dividendos. De hecho, opinan que sería mejor una recompra de títulos dado que ello aumentaría el precio de las acciones en el mercado y, además, tampoco sería procedente invertir dicho dinero en la empresa, pues en estos momentos la tasa de rendimiento requerida por los accionistas supera al rendimiento de las inversiones internas. Si esta idea se llevara a cabo las consecuencias serían las siguientes:

- 1º. El precio de mercado de las acciones habría ascendido hasta 340 €/acc., es decir, el precio de mercado (ex-dividendo) más el dividendo no repartido. Obsérvese que el precio de mercado (ex-dividendo) ya lleva incorporados los 20 € por acción que son retenidos por la empresa.
- 2º. Sería necesario adquirir 1.176.470 acciones (= 400 millones ÷ 340 €).
- 3º. El número de acciones pasaría a ser de 18.823.530
- 4º. Si el beneficio neto de la empresa se mantuviese constante el nuevo BPA sería de 42,5 €/acción
- 5º. El nuevo precio de las acciones sería de 340 €/acc. Manteniéndose invariable el PER.

En resumen, los títulos se adquieren por su precio de mercado (que es de 340 euros por acción), el beneficio neto no resulta afectado por la recompra de acciones, lo mismo que el PER. Si esto se cumple querrá decir que la recompra de acciones es un perfecto sustituto del pago de dividendos a los accionistas.

10.1 El punto de vista de los inversores



Sería conveniente preguntarnos qué elegirá un inversor cuando se encuentre ante el dilema de dividendos "versus" recompra de acciones. Al inversor le sería indiferente siempre que se encuentre en un mercado de capitales perfecto, es decir, si no hay impuestos, ni costes de transacción y si los dividendos no transmiten información; porque cualquier inversor podría crear su propia política de dividendos adquiriendo o vendiendo títulos conforme lo crea necesario.

Si el mercado es imperfecto el inversor preferirá una de las dos políticas de distribución de las rentas empresariales. Así, por ejemplo, podría preferir los dividendos a la recompra de títulos porque, entre otras cosas, la empresa podría tener que pagar un precio bastante alto por las acciones (si al comprar muchas acciones se impulsa la cotización al alza; cotización que descendería una vez acabado el plan de recompra) lo cual iría en detrimento del resto de los accionistas. O bien, porque como resultado de un plan de recompra el mercado pueda llegar a pensar que va a aumentar el riesgo financiero de la empresa, lo que haría descender el PER y, por ende, el precio de mercado de las acciones. Por el contrario, si el accionista no desea recibir dividendos por motivos fiscales y no piensa vender sus títulos, lo mejor sería un plan de recompra de acciones al que sólo acudirían aquellos inversores necesitados de liquidez.

10.2 ¿Decisión de inversión o de financiación?

La recompra de acciones cuando una empresa tiene exceso de liquidez puede ser contemplada como una forma de política de dividendos. Pero, si la empresa emitiera deuda y con el dinero recaudado recomprase el número de acciones equivalente con objeto de aumentar el grado de apalancamiento de la empresa, estaríamos ante una decisión de financiación. Aquí el objetivo no es repartir los beneficios generados a los accionistas sino alterar la composición de la estructura de capital de la empresa, es decir, *reestructurar* la compañía. Además, en este escenario se reduciría el coste del capital de la empresa al aumentar la proporción de deudas en su financiación (cuyos intereses desgravan fiscalmente) y reducir la proporción de los fondos propios. Esta reducción del coste del capital incidiría positivamente en el valor de la empresa.

Si las acciones están infravaloradas en el mercado la empresa podría plantearse la decisión de recomprarlas con objeto de obtener un beneficio, en este caso nos encontraríamos ante una decisión de inversión. Pero es necesario advertir que la compra de las acciones propias no proporciona los mismos rendimientos esperados que otras inversiones. Ninguna compañía podría sobrevivir, y mucho menos prosperar, invirtiendo únicamente en sus propios títulos. En todo caso, un estudio²¹ que abarcó toda la década de los 80, llega a la conclusión de que el rendimiento de las acciones de las empresas que anunciaron operaciones de recompra ascendió un promedio del 3,5% (incluso de 1990 a 1994, el aumento del rendimiento fue del 12,6%). Los resultados fueron superiores para aquellos títulos que tenían un ratio: valor de mercado/valor contable, bajo.

²¹ Véase IKENBERRY,D., LAKONISHOK,J., y VERMAELEN,T.: "Market Under-reaction to Open Market Share Repurchases". *Working Paper*. Rice University. Junio de 1994



10.3 El proceso de la recompra de acciones

La recompra de acciones se puede hacer de tres formas:

- 1^a. Adquiriendo las acciones en el mercado de valores. La empresa adquiere las acciones a través de un intermediario financiero al precio de mercado, lo que implicará el pago de comisiones, además de provocar un casi seguro ascenso del precio del título al aumentar la demanda del mismo. Por ello hay quién opina que se pueden utilizar para mantener el precio de mercado de las acciones ordinarias²². Esta es la forma de recompra de acciones más practicada.
- 2^a. A través de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA), la cual se realiza a un precio determinado (superior al de mercado al llevar incorporado una prima) y por un número de acciones específico. Esta sería la mejor alternativa si se quisiera adquirir un importante número de títulos, puesto que las intenciones de la empresa serían públicamente conocidas dando así a cada accionista la oportunidad de vender sus títulos.
- 3^a. Mediante la negociación directa con un accionista importante (*órdago*).

Este método suele ser empleado como medida defensiva ante un intento de compra hostil para hacerse con el control de la sociedad, teniendo la ventaja de que al reducir el número de acciones en circulación y, por lo tanto, el capital social, el apalancamiento financiero aumenta y con él la rentabilidad financiera de los accionistas que aún permanecen en la empresa. Aunque hay quién opina que si lo que se persigue es aumentar el apalancamiento bastaría con distribuir unos dividendos elevados, que habrían sido financiados con recursos ajenos (ésta es una de las defensas antiOPA clásicas conocida como *recapitalización apalancada*). Claro que este método plantearía un problema de 'señalización' a la compañía, porque si el dividendo ha aumentado fuertemente el mercado esperará próximos aumentos en el futuro que a lo mejor son imposibles de satisfacer, lo que entraña un riesgo que el equipo directivo no querrá correr.

Mediante el empleo de la recompra de acciones como medio de distribución de efectivo (y no como sistema de defensa), la compañía tiende a dirigir el efectivo hacia aquellos inversionistas que desean liquidez, pasando por alto a quienes no la necesitan por el momento. De esta forma sólo son gravados fiscalmente algunos accionistas y no todos, como ocurre en la distribución normal de dividendos.

Otras razones que se han argumentado como motivo para recomprar las acciones son, las de que lo hacen pensando en adquirir otras empresas (a través de un canje de títulos, lo que puede tener ventajas fiscales) o bien para dar cumplimiento a ciertas obligaciones comprendidas en planes de opciones de compra de acciones.

²² La *Securities and Exchange Commission* (SEC) de los Estados Unidos restringe las veces que las firmas pueden realizar este tipo de operación, limitando el volumen de compra diario, lo que dificulta la manipulación del precio de mercado de los títulos.



En este último caso si la empresa no pudiese recomprar las acciones para entregarlas a los empleados, debería emitir las que causarían un efecto dilución en los accionistas de la empresa. Sin embargo, puede ocurrir que los directivos recompan acciones con la idea de hacer subir su precio lo que aumentaría el valor de sus opciones de compra (el mercado considera las recompras de acciones como una señal de que el equipo directivo de la empresa supone que las acciones están infravaloradas, esto podría explicar también el aumento de precio subsiguiente). Si en 1993 las empresas americanas que recompraron acciones hubiesen distribuido ese dinero vía dividendos, las opciones sobre acciones habrían valido unos 345.000 dólares menos²³.

Las acciones en cartera, pueden ser dadas de baja, o revendidas cuando la empresa lo estime necesario para financiar otras operaciones (siempre, claro está, que la legislación mercantil lo permita).

BIBLIOGRAFÍA

- ALBOUY, Michel (1990): "La politique de dividendes des entreprises". *La Revue d'Economie Financiere*. nº 12 y 13.
- BIERMAN, Harold (1984): *Planeación Financiera Estratégica*. CECSA. México. Págs.: 111-127
- BLACK, F., y SCHOLLES, M. (1974): "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Prices and Returns". *Journal of Financial Economics*, nº 1. Mayo. Págs.: 1-22
- BRAV, Alon; GRAHAM, John; HARVEY, Campbell; y MICHAELY, Roni. (2005): "Payout Policy In The 21st Century," *Journal of Financial Economics*, v 77(3,Sep), 483-527.
- BREALEY, Richard (1987): "Does Dividend Policy Matter?". En STERN, Joel y CHEW, Donald: *The Revolution in Corporate Finance*. Basil Blackwell. Oxford. Págs.: 304-309
- BREALEY, Richard y MYERS, Stewart (1988): *Fundamentos de Financiación Empresarial*. McGraw Hill. Madrid. Págs.: 365-392
- BRENNAN, M. (1971): "A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model". *Journal of Finance*, nº 26. Diciembre. Págs.: 1115-1122
- EMERY, Douglas y FINNERTY, John (1991): *Principles of Finance*. Nueva York. West Publishing. Pp.: 492-560
- GOODHART, Will (1991): "Dividend Dilemma". *Corporate Finance*. Marzo. Págs.: 17-21
- GORDON, M. (1959): "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*, nº 41. Mayo. Págs.: 99-105
- GROPELLI, A., y NIKBAKHT, E. (1990): *Finance*. Barron's. Nueva York. Pp.: 197-218
- HACKETT, John (1986): "Dividend Policy". En ALTMAN, Edward: *Handbook of Corporate Finance*. John Wiley. Nueva York. Cap. 13
- HESS, Patrick (1987): "The Dividend Debate: 20 Years of Discussion". En STERN, Joel y CHEW, Donald: *The Revolution in Corporate Finance*. Basil Blackwell. Oxford. Págs.: 310-319
- HIGGINS, R. (1972): "The Corporate Dividend-Saving Decision". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 7. Marzo. Págs.: 1527-1541
- LINTNER, J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *American Economic Review*, nº 46. Mayo. Págs.: 97-113
- MARTIN, J., PETTY, J., KEOWN, A. y SCOTT, D. (1991): *Basic Financial Management*. Englewood Cliffs (NJ), Prentice Hall. Pp.: 387-420
- MASCAREÑAS, Juan: *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. McGraw Hill. Madrid. 2000 (3ª ed.)

²³ Según Christine Jolls de la Harvard Law School, citada en *The Economist* "Share buybacks. A popular option". 25 de abril de 1998 pág.: 92



- McCABE, G. (1979): "The Empirical Relationship Between Investment and Financing: A New Look". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 14. Marzo. Págs.: 119-135
- MILLER, M., y MODIGLIANI, M. (1961): "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, nº34. Octubre. Págs.: 411-433
- MILLER, Merton y SCHOLLES, Myron: "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence". *Journal of Political Economy* nº 90. Diciembre.1983. Pp.: 1118-1141.
- MILLER, Merton (1987): "Can Management Use Dividends to Influence the Value of the Firm?". En STERN, Joel y CHEW, Donald: *The Revolution in Corporate Finance*. Basil Blackwell. Oxford. 1987. Págs.: 299-303
- PIKE, Richard y DOBBINS, Richard (1986): *Investments Decisions and Financial Strategy*. Philip Allan. Oxford. Págs.: 219-242
- ROZEFF, Michael (1987): "How Companies Set Their Dividend-Payout Ratios". En STERN, Joel y CHEW, Donald: *The Revolution in Corporate Finance*. Basil Blackwell. Oxford. Págs.: 320-326
- SCHALL, Lawrence y HALEY, Charles (1991): *Introduction to Financial Management*. McGraw Hill. Nueva York. pp.: 471-504
- SUAREZ, Andrés (1987): *Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid. Págs.: 592-604
- THE ECONOMIST (2002): "Dividends' end". *The Economist*. 12- enero. Pág. 76
- WESTON, J., CHUNG, K., HOAG,S. (1990): *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ). Págs.: 440-456

EJERCICIOS

1º. Utilizando el modelo de Gordon-Shapiro, calcule el valor de las acciones de una empresa si sus beneficios crecieron de 20 a 40 €/acción en los últimos nueve años, si la tasa de reparto de dividendos fuese constantemente del 50% de los beneficios y la tasa de rendimiento mínimo sobre las acciones es del 15%.

2º. La estructura de capital óptima de una empresa está compuesta del 35% de acciones ordinarias y 65% de deudas. Los beneficios retenidos son de 60 millones de euros y el número de acciones emitidas es de 1.000.000. Esta empresa sigue la política de dividendos residual. Suponiendo que piense invertir 150 millones de euros en nuevos proyectos de inversión, ¿cuál sería la máxima cantidad de los dividendos por acción que la empresa pagará a los accionistas?.

3º. La empresa Aras está analizando una serie de oportunidades de inversión, que se muestran a continuación conjuntamente con el desembolso inicial y la TIR de cada una de ellas. El coste del capital medio ponderado de la empresa es del 15%. La estructura de capital ideal de la empresa está compuesta de un 40% de deudas y un 60% de acciones ordinarias. Los fondos generados internamente ascienden a 75 millones de euros que están disponibles para ser reinvertidos.

Inversión	Desembolso inicial	TIR .
A	27,5 millones	17,5%
B	32,5 "	15,8%
C	55,0 "	15,3%
D	40,0 "	12,6%



- A. ¿Qué inversiones deberían realizarse?, ¿qué cantidad debería ser repartida en forma de dividendos si la empresa sigue una política de reparto de los mismos de tipo residual?.
- B. ¿Qué ocurriría si el coste del capital medio ponderado fuese del 12%?

4º. El grupo DFSsystem está planeando pagar unos dividendos de 7,5 millones de euros. Dicha empresa tiene emitidas 2.500.000 acciones, con unos beneficios por acción de 6 €/título. El título debería venderse por 50 € (ex-dividendo). Si en lugar de pagar un dividendo, la directiva se decidiese a recomprar acciones,

- a) ¿cuál debería ser el precio de recompra?
- b) ¿cuántas acciones se deberían adquirir?
- c) ¿qué ocurriría si el precio de adquisición fuera inferior/superior al señalado en a)?
- d) si usted poseyera 100 títulos, ¿preferiría que la empresa recomprase acciones o pagara dividendos?

5º. La gerencia de Vistamar está considerando dos políticas de dividendos para los dos años próximos, teniendo en cuenta que Vistamar deberá disolverse en el tercer año. Según uno de los planes se debería pagar un dividendo de 2,5 €/acción en cada uno de los dos años y un dividendo liquidativo de 45,75 €/título el tercer año. El plan alternativo sería pagar 4,25 € el primer año y 4,75 € el segundo, así como un dividendo final de 40,66 €. La tasa de rendimiento requerida por los accionistas ordinarios es del 18%. La directiva está preocupada sobre el efecto de las dos corrientes de dividendos en el precio de mercado de las acciones.

- a) Si suponemos que el mercado es eficiente ¿cuál sería dicho efecto?
- b) ¿Qué factores del mundo real podrían alterar la conclusión del punto anterior?

6º. Delta S.A. ha anunciado el pago de un dividendo en acciones del 30%. Si el precio de mercado actual de las acciones de Delta es de 25€ y usted posee 300 títulos:

- a) ¿Cuántas acciones tendrá usted después del pago del dividendo?
- b) ¿Cuál debería ser el nuevo precio de mercado de las acciones de Delta después del pago del dividendo?

7º. La compañía Vega está planeando una inversión en activo fijo con el objetivo de aumentar la producción en un 125%. El nuevo equipo costará 3,5 millones de euros y los beneficios después de impuestos en la actualidad son de 11,25 millones de euros. Vega desea mantener su ratio de endeudamiento (en términos contables) en un valor de 0,25 (deudas/acciones).

- a) Si Vega sigue una política de dividendos de tipo residual y tiene un millón de acciones emitidas, ¿cuál debería ser el actual dividendo por acción a pagar?
- b) Si Vega mantuviese una tasa de reparto de beneficios fija e igual al 85%, ¿cuánta financiación externa a través de una nueva emisión de acciones será necesaria en la actualidad?



Solución

1. 308,57€
2. 7,5 euros
3. a. Son efectuables A, B y C. Dividendos máximos: 6 millones de euros
b. Son efectuables A, B, C y D. No habría dividendos
4. a. $P = 50 \text{ €} + 3 \text{ €} = 53 \text{ €}$
b. 141.509 acciones
c. Si inferior, no se comprarían las acciones pues el VAN < 0
Si superior, se venderían muchas acciones pues el VAN > 0
d. Recompra: $53 \text{ €} \times 100 = 5.300 \text{ €}$
Dividendos: $(3 \text{ €} + 50 \text{ €}) \times 100 = 5.300 \text{ €}$
Dependería del impacto fiscal
5. a. Ambas políticas son similares al proporcionar el mismo precio: 31,76 €/acción
b. Si la tasa de rendimiento requerida fuese menor del 18%, la primera política sería la mejor. Lo contrario ocurriría si el rendimiento requerido fuese superior al 18%.
6. a. 390 acciones
b. 19,23 €/acción
7. a. 8,45 €/acción
b. 1,1125 millones €