

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA



**CRITERIOS A CONSIDERAR EN LA DECISIÓN DE UNA
POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Trabajo de Graduación
Presentado por:

GERARDO ALFONSO BARAHONA MORALES

Para optar al Título otorgado por la
Universidad de El Salvador,
Correspondiente a la

Maestría en Administración Financiera

Enero de 2004

San Salvador, El Salvador, Centro América



UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR	:	Dra. María Isabel Rodríguez
SECRETARIO GENERAL	:	Licda. Lidia Margarita Muñoz Vela
DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS	:	Lic. Emilio Recinos
SECRETARIA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS	:	Licda. Ana Lilian Martínez
ASESORES	:	Msc. Guillermo Villacorta
TRIBUNAL EXAMINADOR	:	Maf. José Fernando Castillo Elías Mae. José Marcelo Cárcamo Cruz

Enero de 2004

San Salvador, El Salvador, Centro América

CRITERIOS A CONSIDERAR EN LA DECISION DE UNA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Índice

	Contenido	Páginas
	Introducción.....	01-02
I	Consideraciones.....	02-10
II	Definiciones.....	10-11
III	Formas de Pagos de Dividendos.....	11-14
IV	¿Cómo funciona normalmente la Política de Dividendos?..	14-19
V	¿Cómo deciden algunas empresas el pago de dividendos?	19-22
VI	Factores que influyen en la Política de Dividendos.....	22-24
VII	Clasificación de Criterios para una buena decisión en la Política de pagos de Dividendos.....	24-25
VIII	Conclusiones.....	25-26
IX	Bibliografía.....	27

Las grandes cosas son hechas por personas que tienen grandes pensamientos y luego salen al mundo a hacer realidad sus sueños. (Ernest Holmes).

INTRODUCCION

En la actualidad la calidad de información que debe tener en su poder un gerente empresarial, es vital para competir en este entorno cambiante y desafiante, por ello y para ello, es conveniente y estratégico saber la calidad de los criterios tomados cuando se adoptan decisiones financieras de inversión, financiamiento y políticas de dividendos; es así que el presente documento enfoca la importancia de la política de dividendos en las sociedades de capital, y detalla formas adoptadas por empresas emblemáticas que tuvieron buenos resultados en sus decisiones

El análisis de una decisión sobre dividendos, es considerado como información útil para los gerentes de las compañías, así como para los diferentes tipos de inversionistas sean estas personas naturales o jurídicas. Cuando los directivos deciden la cuantía de los dividendos a repartir su principal interés va orientado a proporcionar a los accionistas un nivel justo en la distribución de dividendos. La mayoría de los directivos, consciente o inconscientemente se marcan como objetivo, un porcentaje de distribución de dividendos a largo plazo. Si las empresas aplicasen simplemente el ratio de distribución a los beneficios de cada año, los dividendos fluctuarían ampliamente.

La confianza de los inversores en una empresa, viene lógicamente influenciada por la solvencia de la misma. La política de dividendos es, por tanto, clave para establecer una correcta línea económica.

Una importante decisión financiera en una empresa, es la de fijar el porcentaje de beneficios que van a ser retenidos en forma de reservas y aquéllos que se distribuirán como dividendos, lo cual no significa que la tarea de establecer la cuantía de beneficios, quede sujeta o se derive de la primera, ni tampoco de acumular las reservas de autofinanciamiento, ni al contrario, puesto que son medidas interdependientes.

Partiendo del hecho que el objetivo principal de las compañías, es maximizar el valor de la misma para sus accionistas, cualquier decisión acometida será buena, siempre que eleve el valor de mercado de las participaciones, incrementando la riqueza de estos. En la actualidad nacional conviene que los inversores conozcan el tipo de empresa en la cual decidirán invertir; *las primeras* son las convencionales, defienden sus mercados en sectores tradicionales de la economía y se expanden, al tiempo que invierten fuertes sumas en modernización y renovados cuadros gerenciales, dejando de lado el concepto de empresa familiar; *las segundas* de creación reciente, incursionan en nuevos sectores y *las terceras*,

extranjeras, han entrado en el mercado regional con mucho apetito de ganar posiciones en sectores de la economía.

El propósito de este documento es revelar ideas y razones por las cuales se considera importante la decisión de una política de dividendos en las sociedades de capital, así como determinar una clasificación de las Políticas de Dividendos, tomando en cuenta el beneficio a los accionistas.

I CONSIDERACIONES

1) A finales del 1998 las Corporaciones Multinacionales, realizaban en ciertas circunstancias políticas diferentes a las tradicionales debido a la baja rentabilidad; un ejemplo de estos fue la Cía. Coca-Cola, quien para el mes de diciembre de 1998, las estadísticas marcaban una tendencia de recuperación por lo sucedido en Asia; sin embargo para el mes julio de 1999, su tendencia fue a la baja por los problemas económicos surgidos en Rusia, Brasil luego el problema en Bélgica, Brúcelas sobre la intoxicación de niños, después de haber bebido coca-cola. Según el artículo publicado el día 14 de julio de 1999, por El Diario de Hoy y editado por la revista Fortune, el presidente de Coca-Cola, Doug Ivester, dijo: “Nunca hemos pensado en la rentabilidad a un año. Si alguna vez lo hiciéramos, la gente debería vender sus acciones”.

De igual forma en enero de 2001, El Financiero, de La Prensa Gráfica publicó un artículo denominado “Dividendos: a los accionistas les está lloviendo sobre mojado” escrito por Jon E. Hilsenrath Steve Liesman quien pertenece a los redactores de The Wall Street Journal de Nueva York, A las empresas estadounidenses les llueve sobre mojado. Primero, se desplomaron las acciones. Ahora, también están recortando el pago de dividendos. En las últimas semanas, compañías como AT&T Corp., Xerox Corp. y Hasbro han sorprendido a los inversionistas al anunciar drásticas reducciones en sus dividendos. AT&T, que tienen un endeudamiento en torno a los US\$62.000 millones, dijo la semana pasada que recortará su dividendo trimestral en un 83%.

En otras palabras, habla de no apostar a los dividendos sino que al crecimiento de la Compañía.¹

2) A la vuelta de tres años, enero de 2003, sorprende el gigante de software Microsoft Corp, que cambia su visión de inversión y expansión por la distribución de dividendos a sus accionistas, según Rebeca Buckman redactora de The Wall Street Journal, en su artículo “Por primera vez, Microsoft pagará dividendos”:

¹ Hace una década, los informes de los investigadores de inversiones discutían seriamente la seguridad que brindan los dividendos empresariales y las perspectivas de aumento de las tasas de dividendos, hoy se concentran en la exclusividad del crecimiento del precio de las acciones, la recompra de títulos y las ganancias empresariales. Véase “Los dividendos ya no mandan la parada” El financiero, La Prensa Gráfica del 31-12-1996, por Suzanne Muge, redactora del The Wall Street Journal

El gigante de software Microsoft Corp. cedió al fin ante las crecientes presiones de devolver a sus inversionistas parte de las enormes cantidades de efectivo acumulado y dijo que comenzará a pagar dividendos anuales a sus accionistas. La sorprendente medida, que surge después de la reciente propuesta del presidente George W. Bush de eliminar los impuestos federales a los dividendos, podría cambiar el panorama de las empresas de alta tecnología porque ahora la atención se desplazará hacia otras empresas ricas en efectivo que no pagan dividendos.

Microsoft Corp. con sede en Redmond, Washington, también anunció la emisión gratuita de acciones al dos por uno, y dijo que sus ganancias se incrementaron casi un 12% en el período fiscal que terminó el 31 de diciembre 2002. Los resultados financieros trimestrales de la empresa decepcionaron un poco a algunos inversionistas, quienes pensaban que su monopolio del sistema operativo Windows y un nuevo plan de precios para el software redundarían incluso en mayores ventas en ese período. Sin embargo, los números se vieron eclipsados, por el anuncio de los dividendos que realizó Microsoft, aprobado apenas en reunión reciente del directorio, dijo en una entrevista el director general de finanzas de Microsoft, John Connors. Según Connors, el directorio de Microsoft había considerado regularmente pagar un dividendo, pero finalmente decidió seguir adelante con la medida por dos motivos: la continua “fortaleza financiera” de Microsoft, como él le llamó, y la resolución de algunos asuntos legales pendientes.

Junto con la presentación de sus resultados, Microsoft también anunció que había asumido un cargo de US\$210 millones para solucionar unas demandas colectivas de consumidores en California. Cifra que se suma a un cargo de US\$660 millones que la compañía asumió hace un año para solucionar demandas similares de California y otros estados, aunque el arreglo fue rechazado al final por un juez federal.

Microsoft también obtuvo un fallo favorable por parte de otro juez federal el pasado mes de noviembre 2002, que aprobó un acuerdo en el caso antimonopolio mucho más amplio contra Microsoft. En ese caso se vieron implicados el gobierno estadounidense y varios estados. De todos modos, Microsoft sigue envuelto en casos antimonopolio privado y podría enfrentar sanciones por parte de la Unión Europea en relación con su comportamiento en el segmento de software para servidores.

De todos modos, Microsoft, que sigue deshaciéndose de efectivo a unas tasas increíbles a pesar de las dificultades en la industria tecnológica, está yendo más allá con un dividendo inicial de US\$0.16 por acción, antes de la división accionaria (split). Tomando como referencia los niveles después del split, el dividendo, que se pagó el 7 de marzo 2003, fue de US\$0.8. A finales de septiembre 2002, Microsoft tenía más de US\$43,000 millones en efectivo en su balance.

Aunque algunos analistas consideran el dividendo como un pago simbólico, considerando la enorme base de acciones circulantes de Microsoft, que alcanza

los 5,440 millones, Connors dijo que el pago inicial debería ser de alrededor de US\$850 millones. La cifra es más alta, en términos de rentabilidad por dividendo, que el de otras compañías tecnológicas incluyendo International Business Machines Corp., destacó Connors. Agrego que los dividendos futuros podrían ser más altos y que el dividendo era “un buen comienzo”. *El director de finanzas dijo que la medida debería permitir que más inversionistas institucionales, incluyendo los gestores de fondos que sólo pueden invertir en acciones que pagan dividendos, pueden comprar más títulos de Microsoft.*

En líneas más generales, la medida marca el paso de Microsoft de una empresa tecnológica de rápido crecimiento hacia una más madura, cuyo negocio central de franquicias de software no está avanzando tan rápido como en el pasado. La compañía no ha pagado nunca un dividendo desde que comenzó a cotizar en 1986. Compañías tecnológicas como Oracle Corp. y Cisco Systems Inc. también se han visto bajo presión para compartir parte de sus crecientes niveles de efectivo con los inversionistas a través de los dividendos. La decisión de Microsoft supone un importante precedente.

Un portavoz de Oracle Corp. que tenía US\$5,480 millones en efectivo e inversiones a corto plazo en noviembre 2002, se refirió al anuncio de dividendos de Microsoft como “muy interesante”. Pero dijo: que el principal factor que afectaría su decisión sobre el asunto sería si al final se aprueba la propuesta fiscal de Bush. “Lo que afectará nuestra decisión sobre los dividendos es si se da por terminada la doble tributación de los dividendos” dijo el portavoz. “Nosotros consideraríamos seriamente los dividendos si la propuesta del presidente es aprobada por el congreso”.

En un comunicado que responde a las noticias de Microsoft, Cisco señaló que su directorio “continuará evaluando cuándo y en qué cantidades se pagará un dividendo”. El fabricante de equipos para redes señaló que su directorio buscará un equilibrio entre las necesidades de capital de la empresa, sus ganancias y el valor para los accionistas.

3) Cuando se estudia en forma estratégica la adopción de una política de dividendos es necesario hacer una serie de preguntas, una de las cuales es *¿si la disminución de los dividendos en las compañías son siempre señal de malas noticias?*.² La relación entre la política corporativa de dividendos y el precio de las acciones ha sido algo misterioso para los economistas financieros. Desde la formulación de la preposición de “Irrelevancia de Dividendos” por Merton Miller y Franco Modigliani en 1961, el pensamiento dominante en las escuelas de negocios ha sido que el nivel de pago de dividendos de una compañía, si se expresa como pago en porcentaje o en dividendo fijo, podría afectar el valor de una compañía. Los argumentos de M&M dicen: que en un mundo sin impuestos o

² **J. Randall Woolridge and Chinmoy Ghosh**, Pennsylvania State University, Third Edition “The Revolution in Corporate Finance”, Páginas 143-145, Edited by Joel M. Stern and Donald H. Chew. Jr.

en un mercado imperfecto lo importante para la determinación del valor de mercado de una compañía, es el nivel esperado y el riesgo de su flujo de efectivo. Las discusiones gerenciales de inversión no están afectadas por la insistencia en mantener o incrementar el nivel de dividendos en efectivo, la política de dividendos de una compañía, está afectada únicamente por el financiamiento externo sugerido para nuevas inversiones. Bajo estas condiciones, un dólar pagado en dividendos significa un dólar de capital desperdiciado.

El reto más serio para el argumento de esta “Irrelevancia de Dividendos”, ha surgido de académicos enfocados en la desventaja de los impuestos sobre dividendos relativos a ganancias de capital. El argumento en pocas palabras, es que la aplicación de impuestos a los dividendos como ingresos ordinarios de los accionistas, requieren tasas de retorno más altas, en consecuencia esto podría requerir vender las acciones a descuentos relativos de sus ganancias más bajos. En respuesta a estos argumentos, los economistas financieros sostienen que la abundancia de impuestos protectores, la reducción a las tasas de impuestos de ganancias personales y el predominio de incremento de mercado o tasaciones institucionales, pueden neutralizar cualquier desventaja a impuestos potenciales del pago de dividendos, dejando a estos en una posición irrelevante y fácil de efectuar.

Pero si el nivel de pago de dividendos aparece como un problema irrelevante para la inversión agregada, existe entonces cierta duda del efecto que podría causar al precio de las acciones en una política de dividendos. *Hasta las más inusuales observaciones del mercado darían un incremento de pago de dividendos, en general, son buenas noticias y la disminución de estas malas noticias para cualquier accionista.*

No obstante, tal como Miller y Modigliani apuntan en sus trabajos desde 1961, la respuesta del mercado ante un anuncio de cambio en la política de dividendos dice poco, si todo acerca de las preferencias de mercado permanecen inalterables. Por ejemplo, los observadores del mercado por lo general, mantienen una fuerte relación positiva entre el anuncio de dividendos y la seguridad del precio, ya que ésta es causada por la información de futuras ganancias que la gerencia transmite al mercado, a través del anuncio de cambios en la política de dividendos.

Este plan modelo se conoce como hipótesis “Información de Dividendos”, es más, ésta ha sido explorada por un número reciente de teorías, las cuales han tratado de explicar “cuándo y porqué” un cambio de dividendos representa una señal de información al mercado. Tanto este modelo como el original de M&M argumentan sus aseveraciones de que el costo de las transacciones (incluyendo el costo del valor de los instrumentos) son inmateriales y que las decisiones de inversión de la compañía, no afectan la decisión de retener las ganancias o de distribuirlas en forma de dividendos. El trabajo más reciente es llamado “Asimetría de la Información”, los gerentes suelen tener información sobre el futuro de la compañía, que generalmente no está a disposición de los inversionistas. Los

inversionistas al sospechar esto acuerdan pagar considerando si la compañía comparte con ellos la misma información. En este sentido, acuerdan realizar una serie de pagos a sus accionistas. Los gerentes usan la política de dividendos, en este caso, para transmitir información confidencial acerca del futuro de la compañía o de lo que están planeando realizar. El mercado conoce esto por experiencia con gerentes exitosos y responde de acuerdo a las señales de dividendos.

Veamos un poco más cerca la razón o razonamiento que hay detrás de este argumento. En un mundo de información imperfecta, especialmente aquella en la que los gerentes han tenido la oportunidad de conocer más que los inversores el futuro de la compañía y las oportunidades de ésta. Esto puede ser costoso de proveer a los inversionistas con la garantía de que la administración no esté ocultando la visión de negocio de la compañía. El anuncio de incrementar dividendos, es un argumento que corre, y que trae como consecuencia, altos costos en términos de la flexibilidad de financiamiento. Tal vez, un costo más efectivo significa conseguir la mejor información disponible entre la administración y los inversores, especialmente, debido a que la administración ha tenido la costumbre o indisposición de disminuir dividendos, de hecho los cambios de dividendos son probablemente una señal efectiva, debido a que altos dividendos resultan costosos para la administración en términos de algunos cargos y reducción de un financiamiento flexible. Debido a la histórica indisposición de disminuir los dividendos, el anuncio de una disminución de éstos significa pérdida de confianza dudando si ésta es la inversión de la administración realmente en las futuras ganancias de la compañía.

Pero también existe otra posición financiera a la expuesta anteriormente que menciona *“La disminución de dividendos puede ser una buena noticia”*.

Bajo condiciones de certeza, la disminución de dividendos puede ser argumentada, como una señal positiva, opuesto a lo que establece la hipótesis tradicional de información de dividendos, específicamente, si una compañía ha perdido una gran cantidad de utilidades en oportunidad de inversión, en contraposición a poca disponibilidad de efectivo y si su costo de financiamiento externo es alto, el valor de las acciones de la compañía podría incrementarse por una disminución de dividendos y un incremento en la inversión, al mismo tiempo, si una compañía ha tenido limitadas oportunidades de inversión, los accionistas pueden tener un mejor flujo personal, debido a la disponibilidad de la empresa para pagar mayores dividendos. En ambas situaciones, las señales que se envían al mercado sobre las oportunidades externas de inversión y las perspectivas de la compañía, podrían ser opuestas a lo que establece el modelo convencional de cambios de dividendos; sobre esta hipótesis alterna, las señales de incremento en los dividendos, reducen las oportunidades de inversión y una reducción de las ganancias futuras, mientras que una disminución es interpretada como señal de oportunidades.

A continuación se explora la alternativa de la hipótesis de información de dividendos, para lo cual se presentan algunos soportes empíricos de compañías que han disminuido sus dividendos. También soportes que evidencian que algunas compañías sustituyen el pago de dividendos en efectivo, a cambio de emisión de acciones; también se describe el caso de una compañía que aplicó los procedimientos. Por un lado, una mayor disminución de dividendos y por otro un programa de recompra de acciones. Como lo menciona el modelo teórico citado, que asume que las decisiones de inversión de la administración no se ven afectadas por una decisión de mantener o aumentar el nivel actual de dividendos. Esta parte del trabajo trata de identificar y analizar situaciones especiales en donde los gerentes están enviando señales al mercado, que los dividendos están siendo reducidos para proveer fondos o nuevas inversiones, inversiones que en algunos casos, podrían no ser prometedoras.

Una posición crítica subrayada en este argumento, el supuesto, que un incremento en la ganancia de capital puede ser costosa, especialmente, para sus compañías que prometen nuevas estrategias de negocios. Compañías que han acordado efectuar inversiones oportunas, especialmente aquellas que reportan ganancias relativamente bajas, pueden enfrentar mayores dificultades para convencer al mercado de compartir su visión de futuro. Para continuar, se plantea que si existen oportunidades de inversión rentable y el financiamiento externo es relativamente alto, la riqueza de los accionistas puede incrementar por decisiones de la administración en una reducción del pago de dividendos en efectivo, a fin de proveer fondos relativamente bajos para efectuar nuevas inversiones. Bajo estas circunstancias, una disminución de los dividendos se acompañaría de otras alternativas que muestren señales efectivas de un crecimiento futuro, llevando información positiva al mercado, que ocasionaría como resultado un crecimiento en el valor de las acciones, nunca una disminución de las mismas.

4) *Dos casos de compañías que han disminuido dividendos*, en la mayoría de los casos las compañías que han disminuido el pago de dividendos en efectivo, se debe al hecho de haber obtenido bajas utilidades. Debido a esta asociación, el mercado ha estado condicionado por los logros de la administración, para interpretar un recorte en los dividendos como malas noticias y una caída en el precio de las acciones, frecuentemente con bastante dramatismo ante el anuncio del recorte. El recorte de dividendos ante la necesidad de fondos para invertirlos en costos de oportunidades identificadas, no es muy frecuente que vaya sola. No obstante, existió un número de casos en la última década en donde los dividendos han sido motivados en parte, por oportunidades de inversión o al menos la administración ha mezclado el recorte de dividendos con oportunidades de inversión.

Debido al proceso de condiciones descritas, los inversores están predispuestos y ven cualquier recorte de dividendos con cierto escepticismo, considerando de cómo la administración los convencerá que su caso tome buen futuro. Con el objeto de hacer desaparecer este escepticismo, y combatir las reacciones adversas del mercado ante un anuncio de disminución, la administración tiene que

educar cuidadosamente al mercado, sobre sus expectativas. La reacción del mercado de valores ante el anuncio de la disminución de dividendos de Gould Inc. and ITT, se presentan a continuación:

4.1) Caso de Gould Inc: ¿Como se prepara el mercado ante una disminución de dividendos? El 6 de diciembre de 1983, Gould redujo en una cuarta parte, de \$0.43 pasó a \$0.17 por acción, es decir un 60% de disminución, la administración sostuvo que esta decisión fue hecha con el objeto de conservar efectivo y utilizarlo en el financiamiento de su división electrónica, que prometía cierto margen de crecimiento. Como algo adicional, esta medida se hizo acompañar por la presión de mantener la política de dividendos adoptada en la transacción de la compañía hacia una firma electrónica de alta tecnología; además, este anuncio fue precedido por meses en que la compañía revisó la política de dividendos para determinar su consistencia con la nueva estrategia de negocios.

Las señales percibidas por el mercado acerca de las oportunidades de inversión de la firma, fueron seguidas cuidadosamente por los inversionistas. En el día del anuncio, las acciones cerraron \$0.50 arriba, de compañía a compañía, las ganancias en promedio crecieron, por ende crecieron las 16 compañías que tomaron esta decisión (disminuir dividendos) en un cuarto $\frac{1}{4}$. Un año después de la reducción de dividendos, las ganancias trimestrales en promedio, fueron de 44.5%, es más, 13 de las 16 compañías reportaron ganancias elevadas un año después de haber adoptado la reducción de dividendos y 12 tuvieron ganancias en los siguientes 2 años.

Otra situación que se da financieramente es la sustitución de dividendos en efectivo por acciones (I)

¿Qué pasa cuando las compañías deciden disminuir sus dividendos y dan más acciones a cambio? El pago de dividendos en acciones es considerado generalmente no muy bueno por los accionistas, mientras la compañía provee acciones adicionales a sus accionistas, cada accionista mantiene su proporción como propietario de la compañía. Pero esta lógica no es muy comprendida o aceptada y muchas compañías rara vez declaran y pagan dividendos en acciones. Estudios recientes han concluido que los dividendos en acciones son señales positivas para el mercado.

En un estudio terminado en 1983, se identifican y analizan 50 casos en donde las compañías simultáneamente redujeron u omitieron dividendos en efectivo e instituyeron dividendos en acciones. Como en el caso de una reducción directa de dividendos, la mayoría de estas decisiones aparecen como una respuesta a problemas o dificultades de utilidades. En ocho casos, sin embargo, esto pareció razonable para concluir que la sustitución de dividendos en acciones en lugar de pagarlos en efectivo a fin de proveer financiamientos para un crecimiento futuro. Dos ejemplos:

- A.- Hecla Mining Company. El 1 de Mayo de 1970, omitió su cuarta parte de dividendos en efectivo de \$0.175 y pagó el 2% en acciones, con el fin de conservar fondos que la compañía necesitaba para financiar la preproducción en Arizona Cooper Propertiers.
- B.- Food Fair Store Inc., el 2 de Febrero de 1972, redujo el pago de dividendos en efectivo anuales de \$0.90 a \$0.20 e impulsó el 4% de los dividendos en acciones para conservar efectivo, para programas de expansión de la compañía.

Una disminución de dividendos combinada con recompra de acciones (II).

Muchos estudios recientes han mostrado que una “recompra de acciones por parte de las firmas envía una señal positiva a los inversionistas que resulta en un significativo incremento del valor de las acciones. La recompra de acciones, especialmente aquellas que se ofrecen a través de ofertas, han provocado significativamente un sobreprecio en el valor actual del mercado, la administración esta en la disposición de pagar un precio extra en la recompra de sus acciones para hacer sentir una efectiva confianza en la comunicación de la administración acerca del futuro del mercado.

El 24 de julio de 1984, Whittaker Corporation envió un mix de señales al mercado con la reducción de dividendos de \$0.40 a \$0.15 por participación, y al mismo tiempo, anunció un plan de recompra de acciones. El precio de la acción subió 8 puntos en los siguientes meses, un período en que el mercado estuvo esencialmente comprimido

La situación de Gould, no es única en el ambiente actual de los negocios muchas empresas están buscando reposicionarse estratégicamente con el objeto entrar a un ciclo de alto crecimiento en ventas y ganancia. Como cualquier transformación típica se requiere de una sustancial inversión en investigación y desarrollo combinada con un autofinanciamiento. En el caso de Gould, la Compañía ha estado haciendo la transición de un crecimiento relativamente bajo en el área eléctrica a un alto crecimiento con tecnología de punta, en el campo de la electrónica. En un período de cuatro años, el cambio fue hecho a expensas de la duplicación de costos en investigación y desarrollo, como resultado, los reportes de utilidades mostraron disminución durante la transición, provocando en los inversionistas incertidumbre de los resultados de la inversión hecha por la compañía y la posible disminución del valor de la compañía en el mercado.

La combinación de factores puede hacer el financiamiento externo excesivamente alto. Para una decisión de expansión se requiere tener una ventaja potencial en utilidades, en oportunidades de inversión, en este sentido la administración debe rápidamente encontrar fondos económicamente bajos para su inversión y un porcentaje alto en dividendos, la disminución de dividendos podría ofrecer el inicio de un financiamiento barato.

4.2) El Caso de ITT: ¿Cómo no reducir el Dividendo? Después del cierre del mercado de acciones el 10 de julio de 1984, ITT anunció una reducción del 64% en el pago de dividendos trimestrales (de \$ 0.69 a \$ 0.25 por acción) Rand Araskog director de ITT explicó que el porcentaje de dividendos sobre utilidades de la compañía había llegado a ser inconsistente en un ambiente intensamente competitivo de alta tecnología. “El únicamente dijo que los directores aprobaron el recorte de dividendos para ahorrar \$ 232 millones y para continuar con su tasa actual de inversión en productos de alta tecnología y servicios por arriba de los \$2 billones anuales.

El mercado, no obstante, trató el anuncio de ITT cruelmente, en el sentido que un día después del recorte las acciones comunes de ITT cayeron de \$9.7/8 a \$21.1/8, es decir en un 32%. Los analistas ofrecieron muchas razones por la reacción adversa del mercado. Varios analistas señalaron que mientras ITT es un líder en el negocio de equipos de telecomunicación, esta división genera solamente 1/3 de las utilidades de la firma. Otros comentaristas apuntaron que ellos visualizaron el proceso de planificación errado uno de los cuales han dado un crecimiento no muy cómodo en las ventas de otros productos del conglomerado.

Probablemente lo más importante de esto fue el hecho que la decisión de ITT de reducir sus dividendos, tomo por sorpresa a toda la comunidad de inversionistas. Esta observación para un gran número de comentaristas, pareció soportado en el futuro por el hecho que unos meses posteriores al anuncio el precio de las acciones de ITT se recuperó a pesar de la caída del 32%. Pero mucho de la consternación del mercado por la reducción de dividendos de ITT, pudo haber sido evitada al preparar a los inversionistas ante un cambio radical.

II DEFINICIONES

Dividendo:

La palabra dividendo tiene su origen en la voz perifrástica del verbo dividir. La voz perifrástica es una de las conjugaciones de los verbos empleados en el latín, junto con las voces activa y pasiva. Los verbos latinos tienen estas tres conjugaciones. La voz perifrástica también se usa en castellano, sí bien en un ámbito mucho más reducido. Expresa el aspecto futuro u obligatorio de la acción del verbo. Así pues, en su sentido más general, dividendo significa lo que va a dividir, o tiene que dividirse. En las sociedades por acciones, “dada su rígida estructura capitalista, todos los derechos y obligaciones de los socios, se han de dividir entre las acciones. Así, dividendo será cualquier derecho u obligación que hay que dividir o va a ser dividida ente las acciones que integran el capital social”.³

³ **Jaime Loring**, La Gestión Financiera, Ediciones Deusto, S.A. , 1995, Capítulo 7, página 167

Política de Dividendos: (P.D.)

Es la determinación de la división de las utilidades entre los pagos que se hacen a los accionistas y las ganancias que se reinvertirán en la empresa. Las utilidades retenidas, representan una de las fuentes de fondos más significativas para financiar el crecimiento corporativo, pero los dividendos forman parte de los flujos de efectivos que se acumulan para los accionistas.⁴

III FORMAS DE PAGOS DE DIVIDENDOS

A pesar de que la mayoría de las empresas norteamericanas de la vieja economía parecen haber adoptado en algún momento la política de pagar dividendos estables, ésta no es la única política. Los tres principales tipos de esquemas de pagos de dividendos son los siguientes:

- (a) **Monto estable por acción:** Esta Política es seguida por la mayoría de las empresas, se encuentra implícita en sus propias palabras (política estable de dividendos).
- (b) **Razón constante de pago de dividendos:** Muy pocas empresas siguen la política de pagar un porcentaje constante de las utilidades. Debido a la fluctuación de utilidades, seguir esta política significa que necesariamente también fluctuará el monto de los dividendos. No es probable que esta política maximice el valor de las acciones de una empresa, toda vez que origine señales poco confiables para el mercado, con relación a las perspectivas de la empresa; además, puede interferir con la política de inversión.
- (c) **Un dividendo regular bajo, más extras:** La política de adoptar un dividendo regular bajo, más extras, representa un punto intermedio entre los dos primeros ya que proporciona flexibilidad a la empresa, pero deja a los inversionistas un tanto inseguros con relación a cuál será su ingreso por dividendos.

Dividendo extraordinario: Es un dividendo que se paga a los accionistas algunos años en que el resultado del ejercicio ha sido anormalmente bueno. Se separa del dividendo ordinario con el objeto de no crear expectativas falsas acerca de su continuidad en los años subsiguientes. Constituye una especie de premio inesperado de la lotería, con el mensaje implícito de que no tiene por qué volverse a repetir. La política de pagar regularmente un dividendo bajo más un dividendo extra al final del ejercicio en los años buenos, es un compromiso entre la política de altos o bajos dividendos. Da flexibilidad a la empresa y a los inversores pueden contar con recibir cada año, al menos un dividendo mínimo. Por esto, si las

⁴ **J. Fred Weston, Thomas E. Copeland**, Finanzas en Administración, novena edición Vol. II , Ede. Mc. Graw Hill, 1995, capítulo 16, página 745

ganancias de la empresa y sus flujos de caja son muy volátiles, esta política pudiera ser la mejor.

Los directivos pueden fijar un dividendo relativamente bajo, suficientemente bajo como para que pueda ser mantenido incluso en los años de bajos beneficios, o en los años en que es preciso retener beneficios en cantidad considerable, y complementarlo luego con un dividendo extraordinario en los años en que hay liquidez disponible. La General Motors cuyas ganancias oscilan ampliamente de un año para el otro, ha seguido durante mucho tiempo esta política de complementar su dividendo regular con un dividendo extra pagado al final del ejercicio, cuando sus beneficios y sus necesidades de inversión ya eran conocidas.

La mayoría de dividendos se pagan en efectivo. Los dividendos líquidos regulares, se pagan por lo general trimestralmente, pero algunas empresas lo hacen mensualmente, semestralmente o anualmente. El término regular únicamente indica que la empresa espera mantener el pago en el futuro. Si la empresa no quiere dar este tipo de seguridad, anuncia a la vez un dividendo regular y un dividendo extra, Los inversionistas comprenden que el dividendo extra puede no repetirse. Finalmente, el dividendo especial tiende a reservarse, especialmente para los pagos que probablemente no se van a repetir.

Al distribuir un dividendo, se reduce la cantidad de beneficios retenidos que figura en el balance de la empresa. Sin embargo si se agotan todos los beneficios retenidos y no se necesitan fondos para la protección de los acreedores, la empresa puede permitirse pagar un dividendo de capital, dado que tales pagos son considerados como una devolución del capital, no están sujetos al impuesto sobre la renta.

Los dividendos no necesariamente pueden darse en efectivo, frecuentemente, las empresas anuncian dividendos en acciones; por ejemplo, si una empresa ha estado pagando un dividendo anual en acciones equivalente al 5% durante más de una década, significa que envía 5 acciones más por cada 100 acciones en propiedad. Puede verse que un dividendo en acciones, es similar a un fraccionamiento de acciones, ambos aumentan el número de estas y reducen el valor por acción, ni uno ni otro hacen a nadie más rico y la diferencia entre ellos es únicamente técnica. Un dividendo en acciones, se refleja contablemente en acciones como una transferencia de beneficios retenidos a capital propio, mientras que un fraccionamiento se contempla como una reducción del valor nominal de cada acción.

Existe a su vez otro tipo de dividendos no líquidos; estos son aquellos que utilizan las empresas cuando en ocasiones por ejemplo envían a los accionistas una muestra de su producto. La empresa británica DUNDEE CREMATORIUM ofreció cierta vez a sus principales accionistas una incineración a muy buen precio, para lo cual no es necesario decir que no se está obligado a recibir este dividendo.

En El Salvador, el Código de Comercio Artículo 166 menciona que “Los dividendos de las sociedades de capitales se pagarán en dinero efectivo”. En La Ley del Impuesto sobre la Renta Artículo 25 inciso segundo y tercero, se expresa con mayor amplitud y menciona; “Se entiende por utilidades realmente percibidas aquellas cuya distribución haya sido acordada al socio o accionista, sea en dinero en efectivo, títulos valores, en especie o mediante operaciones contables que generen disponibilidad para el contribuyente, o en acciones por la capitalización de utilidades”. “Los préstamos que la sociedad otorgue a los accionistas o socios, al cónyuge de éstos o a sus familiares dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad, serán considerados como renta gravable, excepto que la sociedad prestamista sea un banco, u otro tipo de entidad pública o privada que se dedique habitualmente a la concesión de créditos”.

Muchas empresas tienen planes de reinversión automática de dividendos. A menudo, las nuevas acciones son emitidas con un 5% de descuento del precio de mercado; la empresa hace esto porque así se ahorra los costos de aseguramiento de una emisión regular. En ocasiones, un 10% o más del total de los dividendos, se reinvierte bajo tales planes.

Recompra de acciones: Cuando una empresa quiere remunerar en efectivo a sus accionistas, generalmente anuncia un dividendo líquido, pero un método alternativo y cada vez más popular, es la compra de sus propias acciones. Muchas empresas norteamericanas descubrieron la recompra de acciones por primera vez y el valor total de las compras, creció hasta alrededor de un quinto del valor de los dividendos pagados, ejemplo de esta recompra es el caso de Whittaker Corporation que el 24 de julio de 1984, envió un mix de señales al mercado con la reducción de dividendos de \$0.40 a \$0.15 por participación, y al mismo tiempo, anuncio un plan de recompra de acciones.

Para las empresas norteamericanas en los años ochenta, las recompras de acciones parecían casi el pan de cada día; por ejemplo Ford Motor Company, recompró aproximadamente 30 millones de acciones por cerca de \$1,200 millones. Ralston Purina recompró más del 40% de sus acciones.

Siempre considerando las empresas norteamericanas para ilustrar este método, la mayoría de acciones recompradas son adquiridas en el mercado abierto, y están reguladas por la SEC (Securities and Exchange Commission) Comisión de la Bolsa y Valores. Esta es la que exige que las compras no coincidan con emisiones de acciones o negociaciones privadas para comprar acciones, también marcan directrices respecto a cómo deben ser llevadas a cabo las recompras de acciones.

Las acciones pueden ser adquiridas o negociadas en oferta pública de adquisición; esta invitación puede ser propuesta para todos los accionistas tanto grandes como pequeños accionistas, en este caso la empresa normalmente encarga a un banco de inversiones, el dirigir la oferta y paga una comisión especial a los intermediarios, quienes persuaden a los accionistas para que

acepten la oferta. Finalmente, la recompra puede tener lugar mediante la negociación directa con un accionista importante.

Otra manera excelente de conceptualizar las formas de pago de dividendos la presenta a Jaime Loring⁵: *Dividendo pasivo*: Es la cantidad de dinero que los accionistas tienen que desembolsar, es la parte del capital suscrito y no desembolsado, una vez que ha sido reclamado por los administradores. *Dividendo activo*: Es la cantidad que la sociedad ha acordado en junta general pagar a los accionistas en concepto de su participación en los beneficios de la sociedad.

La política de dividendos exige establecer cuándo se abonará el dividendo. Si bien es norma general hacerlo una vez al año, hay muchas empresas que suelen fraccionar el dividendo en dos partes: *uno a cuenta*, y *otro complementario*. El primero *dividendo a cuenta*: es un adelanto que la sociedad hace a los accionistas “a cuenta” del dividendo que en su día se aprobará en la junta general de accionistas, y el segundo *dividendo complementario*: es la cantidad restante que la sociedad paga a los accionistas, para completar la cantidad total de dividendo acordado en junta general, cuando previamente se ha pagado un dividendo a cuenta. En la práctica es pagar un dividendo a cuenta y otro complementario, en algunas empresas la práctica es pagar dos dividendos y un tercero el complementario. En los Estados Unidos es frecuente distribuir el pago de dividendos por cuatrimestre, e incluso mensualmente. Por ejemplo, Consolidated Edison pagó durante 1983 \$1.88, a razón de \$0.47 cada trimestre⁶

IV COMO FUNCIONA NORMALMENTE LA POLITICA DE PAGOS DE DIVIDENDOS

La aplicación de los resultados después de la parte legal contable y el impuesto sobre la renta, es una decisión que consiste en elegir entre dos aplicaciones alternativas del beneficio: las reservas o el dividendo. De esa forma el debate de la junta general de accionistas es sobre la aplicación del resultado del ejercicio, a partir de las cuentas anuales consistirá en la elección entre dos alternativas excluyentes: qué proporción del beneficio se destinará a dividendo y qué proporción del beneficio se destinará a reservas. O dicho de otra manera equivalente, qué opción toma la sociedad frente a una política de autofinanciación.

“Si se trata de maximizar la autofinanciación, se eliminará el dividendo y viceversa. Por ello la decisión respecto al dividendo entra dentro del ámbito de la responsabilidad de la alta dirección, que ha de tratar de satisfacer simultáneamente las expectativas de los accionistas y las necesidades de

⁵ **Jaime Loring**, La Gestión Financiera, Ediciones Deusto, S.A. , 1995, Capítulo 7, página 167-168

⁶ **Eugene F. Brigham y Louis C. Gaspenski**, Financial management, theory and practice, Edi. The Dryden Press, 1985, page 555

autofinanciación de la empresa, llegando a un equilibrio que compatibilice ambas exigencias”⁷

El trasfondo de la opción entre la autofinanciación y la distribución de dividendos es la obtención de recursos que posibiliten el crecimiento de la empresa. La empresa, por la propia dinámica del sistema capitalista, está sujeta a una dinámica de crecimiento forzoso, lo cual implica invertir en nuevos proyectos que aumenten sus beneficios anuales, por consiguiente su patrimonio y en último término, el valor de las acciones en el mercado de capitales. La política de dividendos se enfrenta al siguiente dilema: ¿las nuevas inversiones han de ser autofinanciadas, luego la empresa debe retener los beneficios incorporándolos a reservas? ¿O por el contrario, debe distribuir los beneficios en forma de dividendos y buscar financiación externa para las nuevas inversiones mediante la emisión de acciones u obligaciones?

La solución de este dilema depende de la respuesta que se dé a la siguiente pregunta: el valor de las acciones en el mercado de capitales, ¿depende de las expectativas de los accionistas acerca de los dividendos, o de las expectativas de los accionistas acerca de los beneficios de la empresa? ¿Son los beneficios esperados por la empresa, o son los dividendos que los accionistas esperan percibir los que sostienen el valor de las acciones en mercado? Puesto que se da por admitido que la finalidad de la empresa es aumentar el valor de las acciones, la opción entre reparto de dividendo o la autofinanciación, dependerá de la respuesta que se dé a la pregunta: ¿cuál es la variable que influye en la cotización de las acciones?

Así, la política de dividendos se concreta en determinar qué cantidades se distribuirán por este concepto una vez que se hayan aprobado las cuentas anuales. Tal decisión debe contemplar no solamente el horizonte de un ejercicio económico, no solamente el próximo dividendo a distribuir. El horizonte de la decisión debe ser más prolongado, y tomar también en cuenta la evaluación que previsiblemente adoptarán los beneficios y los dividendos en los años sucesivos. Se plantea un conflicto entre el corto y el largo plazo. Distribuir un dividendo alto un año, puede ser incompatible con seguir distribuyendo dividendos atractivos en los años subsiguientes.

En efecto, si partimos de la fórmula de Gordon, para explicar el valor de las acciones, damos por aceptado que:

$$C_t = \frac{D_{t+1}}{k-gD}$$

7 A. y J. Pérez-Carballo y E. Vela Sastre, Gestión financiera de la empresa, Ed. -*Alianza, 1981. P. 643

Esta ecuación pone de relieve que el valor de las acciones al final de un año (C_t) depende del valor esperado del dividendo para el próximo período (D_{t+1}), de la rentabilidad exigida por el inversor tipo del mercado (k), y de la tasa de crecimiento esperado de los dividendos en los próximos años (g_D). Ahora bien, si el dividendo pagado en efectivo el próximo año (D_{t+1}) aumenta, quedará menos recurso monetario disponible para la reinversión, por tanto la tasa de crecimiento esperado de los dividendos (g_D) habrá de ser menor. Dado el signo negativo de (g_D) en la ecuación, su menor valor absoluto presionará a la baja el precio de la acción. Así pues, la política de dividendos tiene simultáneamente dos efectos contradictorios: la lógica nos obliga a concluir que no hay coherencia entre un alto dividendo en efectivo pagado el próximo año y el crecimiento futuro del mismo. Esta sería la solución que colmaría los deseos de los inversionistas, y por tanto maximizaría el valor de la acción. Pero el mercado de capitales todavía no es el conjunto de todos los bienes sin mezcla de mal alguno.

Volviendo al dilema planteado: si la cotización de las acciones depende de los dividendos esperados por el accionista, o de los beneficios esperados por la empresa, se pueden diseñar dos políticas de dividendos, que se conocen con el nombre de política activa y política residual.

1) La política activa:

La política activa de dividendos consiste en tomar como criterio de decisión el satisfacer los deseos de los ahorrantes-inversores. *En el mercado de capitales la empresa juega el papel de vendedor de títulos, el ahorrador-inversor el de comprador.* El vendedor ha de situar en el mercado títulos atractivos, capaces de estimular la demanda. Las decisiones sobre distribución de beneficios de una empresa que adopta una política activa, están guiadas por la intención de acoplarse a las exigencias de los compradores de títulos. Dado que éstos buscan unos dividendos sostenidos y gradualmente crecientes, la política de dividendos considera en adaptarse a estos requerimientos de los ahorrantes-inversores. En consecuencia, la empresa programará para cada ejercicio económico y los subsiguientes, una cuantía de dividendos que sea atractiva, y competitiva con la que ofrecen otros vendedores de títulos.

Fundamento teórico: La política activa tiene su fundamento teórico en la hipótesis de que los inversores aprecian las acciones atendiendo a los dividendos futuros que esperan percibir y que, por tanto, la cotización de las acciones en el mercado de capitales es función de las expectativas de los inversores acerca de esos dividendos futuros. Suponiendo que el objetivo de la empresa es maximizar su valor bursátil para aumentar la riqueza de sus accionistas, hay que procurar mantener expectativas optimistas entre el accionista actual y potencial, acerca de la estabilidad y tendencia creciente de los dividendos futuros. Esta es la forma de conseguir una demanda sostenida hacia las acciones de la empresa, y, por consiguiente, salvaguardar su cotización en el mercado de capitales.

Proceso de toma de decisiones: La empresa que adopta una política activa sigue estos cuatro pasos cuando ha de decidir su ratio dividendo/beneficio:

- (a) Determinar la cotización deseable de sus acciones en relación con el índice general de la Bolsa.
- (b) Determinar la utilidad por acción deseable de forma que las haga atractivas y competitivas en el mercado de capitales.
- (c) Determinar la tasa de ajuste de los dividendos anuales, para irse acercando gradualmente al objetivo pretendido.
- (d) Determinar el dividendo que se pagará a los accionistas en el próximo ejercicio.

Desventajas a la política activa: El pago de dividendos reduce los fondos líquidos disponibles para financiar las inversiones, lo que supone que o se restringe el crecimiento o se ha de acudir a financiación externa. Si la financiación externa se consigue mediante la ampliación de capital, se deberán pagar costes de emisión y colocación de las nuevas acciones, y obligarse a pagar mayores dividendos (Dt) en el futuro. El resultado es que primero se paga a los accionistas, para luego solicitarles nuevas aportaciones, que obligan a pagos todavía mayores en el futuro. Si la financiación externa se consigue mediante endeudamiento se debilita la solidez financiera de la empresa, y se hace más vulnerable a los cambios de coyuntura. Por todo ello puede pensarse que es más económico y seguro no distribuir dividendos y retener todo el beneficio necesario para financiar el crecimiento, y sanear la estructura del pasivo.

2) La política residual:

La política residual consiste en que la sociedad toma sus decisiones atendiendo los planes de inversión y de refluotación financiera. Los beneficios obtenidos o esperados se destinan ante todo a estos dos objetivos. Sólo en segundo término, y en la medida en que todavía queden recursos sobrantes se hará una asignación de parte de los beneficios a dividendo. Esta política trae como consecuencia que algunas empresas paguen dividendos bajos, no porque los beneficios sean escasos, sino porque la sociedad tiene a su alcance proyectos de inversión interesantes, y la dirección es optimista respecto de su rentabilidad y seguridad.

En estas circunstancias, los beneficios se aplican a reservas para autofinanciar la expansión. Por el contrario, otras empresas, que también se atienen a los principios de la política residual, y que tienen igualmente perspectivas de inversión atractivas, pagan dividendos altos, porque prescindan de la autofinanciación, y proyectan financiar las futuras inversiones con ampliaciones de capital, o con endeudamiento. En definitiva, tanto unas como otras atienden prioritariamente las decisiones sobre presupuesto de capital: cómo financiar la expansión y el

saneamiento de la estructura del pasivo; la decisión sobre los dividendos es un subproducto de la decisión anterior.

La política de distribución de dividendos puede ser residual desde otro punto de vista: la sociedad se propone como objetivo prioritario el mantener el valor real del patrimonio neto, contrarrestando el efecto diluyente de la inflación. Por ello la empresa aplica a reservas los fondos necesarios para contrarrestar el efecto de la inflación sobre el valor contable del patrimonio neto. La forma de instrumentar esta política es la siguiente: se multiplica el valor en libros de los fondos propios al principio del ejercicio por uno más la tasa de inflación del año transcurrido, el producto representa el importe que deben alcanzar los fondos propios al final del ejercicio. La diferencia entre ambos importes indica la cantidad de beneficios que deben ser aplicados a reservas.

Tanto en un caso como en otro, la palabra residual significa sobrante, y la política residual significa que los dividendos deben ser pagados solamente con las ganancias sobrantes, o sea, aquellas que la empresa no necesita para otras finalidades consideradas prioritarias.

Fundamento teórico: La política residual tiene su fundamento teórico en la hipótesis de que la cotización de las acciones en función de las expectativas de los inversores acerca de los beneficios futuros. El interés fundamental y básico del accionista es el incremento de su patrimonio. Que tal incremento se produzca por la percepción anual de una renta en metálico (el dividendo), o por la elevación del valor de mercado de las acciones que posee, le resulta indiferente: no son más que dos caminos que conducen al mismo destino.

Cualquiera de las dos opciones, la percepción de dividendos o la plusvalía de las acciones, tienen el mismo y único fundamento, la obtención de beneficios por la empresa. Si la empresa obtiene beneficios podrá pagar dividendos a los accionistas; si tiene pérdidas no podrá pagarlos. Si la empresa obtiene beneficios podrá aumentar las reservas y elevar el valor de las acciones; si tiene pérdidas, aparecerán en el pasivo reservas negativas y disminuirá el valor de las acciones. Desde cualquier punto que se mire la cuestión, los intereses de los accionistas se garantizan por la existencia de beneficios; la aplicación que se haga de ellos a dividendos o a reservas es indiferente.

Por ello la política de dividendos ha de tener un objetivo único: facilitar que la empresa pueda seguir teniendo beneficios en los años siguientes, y que la obtención de estos beneficios futuros sea lo más seguro posible. La política de dividendos debe tener como objetivos primarios la financiación de nuevas inversiones rentables, y el saneamiento de la estructura financiera del pasivo.

La política residual está sujeta a una restricción: que la rentabilidad que la empresa puede obtener de sus inversiones sea superior a la rentabilidad que los inversores podrían obtener por sí mismos en otras inversiones con riesgo equivalente. Los accionistas preferirán que la empresa retenga los beneficios,

solamente en el caso en que la sociedad pueda invertir los beneficios aplicados a reservas en negocios con una rentabilidad mayor que la rentabilidad que ellos mismos podrían obtener si se les distribuyeran las ganancias. (ejemplo 17% -14%)

Proceso de toma de decisiones:

- (a) Determinar el volumen de inversión requerido para las nuevas inversiones que tiene en proyecto
- (b) Hacer un plan de financiación donde se especifiquen las fuentes de recursos, y la cuantía de los fondos que puede aportar cada una de ellas.
- (c) Cuenta con los beneficios como una de esas fuentes de financiación, con carácter prioritario
- (d) Paga dividendo solamente si los beneficios son superiores a sus necesidades de inversión, y exclusivamente en la cantidad del exceso.

Desventajas a la política residual: La consecuencia de esta política es que si la rentabilidad de los proyectos de inversión de la empresa varía de un año para otro, la observancia estricta de la política residual de dividendos conduciría a la variabilidad de los dividendos: un año la empresa podría anunciar dividendos cero, cuando las oportunidades de inversión son buenas; mientras que al año siguiente la misma empresa, enfrentada a oportunidades de inversión escasas, anunciaría dividendos importantes. Incluso si los planes de inversión fueran estables a lo largo del tiempo, los beneficios fluctuantes conducirían a dividendos variables.

Así una política residual de dividendos solamente sería válida en el caso en que los inversores no pusieran dificultades a la variabilidad de los dividendos; pero si ellos tomaran esta variabilidad del dividendo como advertencia del riesgo de sus renta anual, elevarían su tasa de rentabilidad exigida, la consecuencia sería que el costo de capital sería mayor para una empresa que sigue la teoría residual en sentido estricto, que para otra empresa equivalente que si una política activa de estabilidad y crecimiento sostenido del dividendo.

V ¿COMO DECIDIERON ALGUNAS EMPRESAS EL PAGO DE DIVIDENDOS?

Desde un punto de vista empírico, por los años de mil novecientos cincuenta John Lintner realizó una serie de entrevistas a directivos de empresas sobre sus políticas de dividendos Lintner procedió en dos etapas. Primero realizó una serie de entrevistas con hombres de negocios para formase una idea de cómo tomaban sus decisiones sobre el reparto de dividendos. A continuación construyó un modelo sobre la base de estas entrevistas, modelo que pudiera ser comprobado sobre una base amplia de datos. De las entrevistas se deducía que la determinación de la política de dividendos no era la consecuencia de las

necesidades de inversión. Más bien la decisión sobre la cuantía del dividendo era generalmente una respuesta a la importancia de los beneficios. Si los beneficios aumentaban, debería aumentar el dividendo; si los beneficios disminuían, deberían disminuir los dividendos. El problema se planteaba en términos de la proporción de beneficios que debía ser distribuida, más que en términos de la cantidad que debía ser retenida para financiar la expansión. Creían que los accionistas tenían derecho a una parte razonable de los beneficios de la empresa y que la empresa había de marcarse el objetivo de perseguir a largo plazo un ratio de distribución de dividendos. Este ratio perseguido como objetivo a largo plazo adquiere el nombre de *dividendo objetivo*.

Lo fundamental de esta política es que la empresa se propone pagar cada año un dividendo que fuese un porcentaje fijo del beneficio obtenido. Dado que los beneficios fluctúan, esta política significa que la cuantía monetaria del dividendo fluctuará igualmente. Antes de su quiebra, la sociedad Penn Central Railroad siguió la política de distribuir la mitad de sus beneficios: un dólar para los accionistas, un dólar para la sociedad, como decía una de los directivos. Esta política podría conducir a cualquier sociedad a la quiebra.

Sin embargo, en las entrevistas de Lintner se pone de manifiesto que los directivos eran reacios a practicar una política de dividendos que tuviese como consecuencia una variabilidad de los mismos al alza y a la baja de un año para otro. Creían que los accionistas preferían un crecimiento constante de los dividendos. Por tanto, aun cuando las circunstancias de un buen ejercicio económico permitiesen un incremento importante de los dividendos de la empresa. Los directivos pensaban que deberían desviarse sólo ligeramente del dividendo objetivo. Más bien deben aplicar una tasa de ajuste anual progresiva, que les fuese acercando gradualmente al objetivo buscado. Esta tasa de ajuste anual dependerá de que la política de la empresa sea más conservadora, o más agresiva. Cuando más conservadora sea la empresa, más lentamente se acercará a su objetivo y por tanto menor será su tasa de ajuste.

De conformidad a lo planteado por John Lintner podemos concluir que hay varias razones lógicas para seguir una política de dividendos estable:

- a- Aun cuando el dividendo óptimo prescrito por la teoría residual pudiera variar de un año para otro, acciones tales como retrasar algunos proyectos de inversión, apartarse de la estructura de capital objetivo durante un año particular, o incluso la emisión de acciones podría ser preferible que suprimir el dividendo o reducir su tasa de crecimiento.
- b- El fijar una tasa constante del dividendo confirmará las estimaciones de los inversores sobre el factor (gD) (tasa anual de crecimiento obtenido o esperado del dividendo global), reducirá el riesgo de los cobros, y así aumentará el precio de las acciones.

- c- Una política de dividendos fluctuantes conduciría a una mayor incertidumbre, a un mayor costo de capital, y a un
- d- Menor valor de las acciones, la que habría con una política de estabilidad.
- e- Los accionistas que usan los dividendos para el consumo diario necesitan contar con dividendos de una cuantía regular. Por tanto, los dividendos irregulares reducirían la demanda por estas acciones, y llevarían a una disminución de su precio.

Lintner desarrolló un modelo muy simple, que es consistente con los puntos claves mencionados anteriormente y que explica el pago de dividendos de forma satisfactoria: supongamos una empresa que siempre hace efectivo su ratio objetivo de distribución de dividendos. De esa forma el pago de dividendos en el año en curso (DIV1), debería ser igual a una proporción constante de los beneficios por acción (BPA1)

$$\text{DIV1} = \text{dividendo objetivo} = \text{ratio objetivo} \times \text{BPA1}$$

El cambio de dividendos sería igual a

$$\text{DIV1} - \text{DIV0} = \text{cambio objetivo} = \text{ratio objetivo} \times \text{BPA1} - \text{DIV0}$$

Una empresa que siempre hace efectivo su ratio de distribución de dividendos, debería modificar su dividendo cuando varíen los beneficios. Pero en las entrevistas de Lintner, los directivos eran indiferentes a esto. Creían que los accionistas preferían un crecimiento constante en los dividendos. Por tanto, aun cuando las circunstancias pareciesen permitir un fuerte incremento de los dividendos de su empresa, los directivos deberían desviarse sólo ligeramente del dividendo objetivo. Sus cambios de dividendos, por tanto, parecían conformar el siguiente modelo:

$$\begin{aligned} \text{DIV1} - \text{DIV0} &= \text{tasa de ajuste} \times \text{cambio objetivo} \\ &= \text{tasa de ajuste} \times \text{ratio objetivo} \times \text{BPA1} - \text{DIV0} \end{aligned}$$

Cuando más conservadora sea la empresa, más lentamente se acercará a su objetivo y, por tanto, menor será su tasa de ajuste.

El sencillo 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. Por tanto, si Lintner estuviese en lo cierto, deberíamos ser capaces de describir los dividendos, en términos de una *media ponderada* de los beneficios pasados. La probabilidad de un incremento en la tasa de dividendos, será mayor cuando los beneficios actuales se hayan incrementado, y será algo menor cuando sólo se hayan incrementado los beneficios del año anterior, y así sucesivamente.

$$\text{DIV}_t = aT(\text{BPA}_t) + (1-a)\text{DIV}_{t-1} \quad (1)$$

Donde “a” es la tasa de ajuste y “T” el ratio objetivo de distribución de dividendos. Pero la misma relación se verifica en t-1

$$\text{DIV}_{t-1} = aT(\text{BPA}_{t-1}) + (1-a)\text{DIV}_{t-2} \quad (2)$$

Sustituyendo DIV_{t-1} en (1)

$$\text{DIV}_t = aT(\text{BPA}_t) + aT(1-a)(\text{BPA}_{t-1}) + (1-a)\text{DIV}_{t-2}$$

Podemos efectuar sustituciones similares para DIV_{t-2} , DIV_{t-3} obteniendo de ese modo:

$$\text{DIV}_t = aT(\text{BPA}_t) + aT(1-a)(\text{BPA}_{t-1}) + aT(1-a)^2(\text{BPA}_{t-2}) + \dots + aT(1-a)^n(\text{BPA}_{t-n})$$

VI FACTORES QUE INFLUYEN EN UNA POLITICA DE DIVIDENDOS⁸

Existen factores que influyen en la política de pago de dividendos, y podemos observar que aunque éstos pueden afectar el pago de dividendos, no existe necesariamente una relación entre dichos factores y la política real de dividendos.

Regulaciones legales. Las regulaciones legales, establecen que los dividendos deberán pagarse a partir de las utilidades, ya sea de las utilidades del año en curso o de las utilidades de los años anteriores, tal como se muestran en el balance general (utilidades retenidas o utilidades de ejercicios anteriores)

Posición de liquidez. Las utilidades que se mantienen como utilidades retenidas (las que aparecen al lado derecho del balance general) generalmente se invierten en los activos que se requerirán para la marcha de la empresa. Las utilidades retenidas provenientes de años anteriores deben haber sido invertidas en planta y equipo, en inventarios y en otros activos; no se mantienen como efectivo.

Por lo tanto, aún si la empresa tiene un récord de utilidades, puede estar imposibilitada de pagar dividendos en efectivo, debido a su posición de liquidez. En efecto, una empresa en crecimiento, aún una que sea muy rentable, por lo general tiene fuertes necesidades de fondo, en tal situación, la empresa podrá optar por no pagar dividendos en efectivo

Necesidades de rembolsar las deudas. Cuando una empresa emite deuda para financiar la expansión o para sustituir otras formas de financiamiento, se enfrentará a dos alternativas. Puede rembolsar la deuda al vencimiento,

⁸ J. Fred Weston and Thomas E. Copeland, Finanzas en Administración, Novena Edición, Vol. II, Capítulo 16, Política de Dividendos, páginas 747-749.

reemplazándola con alguna otra forma de valor, o puede tomar las medidas necesarias para liquidar la deuda. Si la decisión consiste en retirar la deuda, por lo general requerirá de la retención de utilidades.

Restricciones en los contratos de deuda. Con frecuencia, los contratos de deudas, particularmente cuando se trata de deudas a largo plazo, limitan la capacidad de una empresa para pagar dividendos en efectivo. Tales restricciones, las cuales han sido incluidas para proteger la posición del prestamista, generalmente especifican que: a) los dividendos futuros se podrán pagar tan sólo con las utilidades generadas, después de la firma del contrato de préstamo (no podrán pagarse con las utilidades retenidas anteriores); b) que los dividendos no podrán pagarse cuando el capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) sea menor a un monto determinando.

De manera similar, los contratos de acciones preferentes, generalmente afirman que no se podrán pagar dividendos en efectivo de las acciones comunes sólo después de pagar todos los dividendos preferentes acumulados.

Tasa de expansión de los activos. Mientras más rápido crezca una empresa, mayor serán sus necesidades para financiar la expansión de activos, mientras más grande sea la necesidad futura de fondos, más probable será que la empresa retenga sus utilidades, en lugar de que las pague como dividendos. Si la empresa trata de obtener fondos externos, las fuentes naturales serán los accionistas actuales, quienes ya conocen la compañía.

Tasa de las utilidades. La tasa de rendimiento esperada sobre los activos, determina la propensión relativa de pagar las utilidades, bajo la forma de dividendos a los accionistas (quienes las usarán en cualquier otra parte) o de invertir las en la empresa.

Debe considerarse también en esta parte, el caso que existan socios con acciones preferentes los cuales poseen prioridad y seguridad en el pago de dividendos, de conformidad con la ley mercantil vigente; Código de Comercio, Artículo 161 inciso primero “No pueden asignarse dividendos a las acciones ordinarias, sin que antes se señale a las de voto limitado un dividendo no menor del seis por ciento sobre su valor nominal. Cuando en algún ejercicio social no se fijen dividendos, o los señalados sean inferiores a dicho seis por ciento, se cubrirá éste, o la diferencia, en los años siguientes con la prelación indicada.”

Estabilidad de las utilidades. Con frecuencia, una empresa con utilidades relativamente estables, puede predecir aproximadamente cuáles serán sus utilidades futuras. Por lo tanto, la empresa tendrá más probabilidades de pagar un porcentaje mayor de sus utilidades, que una empresa con utilidades fluctuantes.

La empresa inestable no tendrá la certeza de que en los próximos años se concreten las utilidades esperadas. Por lo tanto, probablemente retendrá una alta

proporción de las utilidades actuales, puesto que resulta más fácil mantener un dividendo menor, si en el futuro las utilidades disminuyen.

Acceso a los mercados de capital. Una empresa grande y bien establecida, con un buen historial de rentabilidad y de estabilidad de utilidades, tiene un fácil acceso a los mercados de capital y otras formas de financiamiento externo. Una empresa pequeña, nueva, o expuesta a riesgos, será menos atractiva para los inversionistas potenciales. Su capacidad para obtener fondos mediante deudas o de capital contable, a partir de los mercados de capitales se encuentra limitada; por lo tanto, es probable que una empresa bien establecida, tenga una tasa de pago de dividendos más alta que una empresa nueva o pequeña.

Control. Otra variable importante, es el efecto de las fuentes alternativas de financiamiento sobre la situación de control de la empresa. Como política, algunas corporaciones se amplían sólo en la medida de sus utilidades internas. Esta política implica que la obtención de fondos, mediante la venta de acciones comunes adicionales, diluye el control de grupo dominante en esa compañía. Al mismo tiempo, la venta de deudas, incrementa los riesgos de las utilidades fluctuantes para los propietarios actuales de la compañía.

Posición fiscal de los accionistas. En nuestro país no existen oportunidades derivadas de una u otra posición fiscal que tomen los accionistas; en la estrategia de capitalizar sus utilidades o el pago de dividendos, por la razón que las leyes tributarias consideran que la renta obtenida por persona natural ó jurídica procedente del pago de dividendos se encuentran no gravadas según Artículo cuatro de la Ley del Impuesto sobre la Renta “Son rentas no gravadas por este impuesto, y en consecuencia quedan excluidas del cómputo de la renta obtenida:

Numeral 13) Las utilidades o dividendos para el socio o accionista que las recibe, ya sea persona natural o jurídica, siempre y cuando la sociedad que las distribuye las haya declarado y pagado el Impuesto sobre la Renta correspondiente, aún cuando provengan de capitalización. numeral 14) Las utilidades, dividendos, premios, intereses, réditos, incluyendo ganancia de capital, o cualquier otro beneficio que obtengan personas naturales, generados en inversiones o en la compra venta de acciones o demás títulos valores, siempre y cuando tales acciones o títulos valores pertenezcan a emisiones inscritas y autorizadas por la Bolsa de Valores y la Superintendencia de Valores, y la colocación de los mismos sea realizada a través de una bolsa de valores legalmente autorizada.

VII CLASIFICACION DE LOS CRITERIOS PARA UNA BUENA DECISION EN LA POLITICA DE PAGO DE DIVIDENDOS

(a) Cuando el rendimiento de las inversiones en la empresa, es superior a la tasa de capitalización del mercado, ésta debe retener todos los beneficios y viceversa, con el objeto de elevar al máximo el valor de mercado de sus acciones. Sólo cuando el rendimiento de las inversiones fuera igual a dicha

tasa de capitalización del mercado, la política de dividendos sería irrelevante. Uno de los teóricos defensores de esta línea es James E. Walter, quien señala que:

- (b) Cuando nuevos proyectos de las empresas poseen excelentes flujos de efectivos, con valores actuales positivos y atractivos, tasas de retorno superiores a las de la industria en el mercado, se considera que la empresa está en auge o en crecimiento.
- (c) Cuando una empresa se encuentra en crecimiento, no debería pagar dividendos, al contrario debe de obtener financiamiento, emitiendo deuda y haciendo llamamientos de capital a los accionistas existentes.
- (d) Cuando la empresa establece, su política de dividendos considerando “la influencia de la clientela,” le interesa mantener una política de dividendos intermedia, para buscar, la convergencia entre los que desean dividendos altos y dividendos bajos.
- (e) Es necesario tomar conciencia de que los dividendos constituyen para los accionistas, un indicador de gran valor de la sanidad económica y financiera de las empresas. El beneficio o la ganancia neta que se reparta cada año es, en realidad, una nota de la eficacia económica y financiera de la unidad de producción. Sin embargo, no hay que olvidar que el concepto de beneficio, es un término muy relativo que lleva implícito un proceso de valoración del elevado margen de subjetividad. Los dividendos son para el accionista algo tangible, y por ello, la mejor prueba de que el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias que luce en el balance, responde a algo real. Cuando por ejemplo, el beneficio que se ha repartido, coincide con aquel dividendo esperado por el accionista, el valor informativo de éste es nulo.

Si por el contrario, el porcentaje repartido es superior al esperado por el accionista, éste tenderá a pensar o suponer que la eficacia de la empresa va en aumento, o que decrece si se produce el efecto contrario.

Existen dividendos estables o regulares que son también un buen indicador de la solidez económica y financiera de la empresa, y por ello es lógico que tal política inspire confianza a los accionistas en la marcha de la misma.

VIII CONCLUSIONES

- La obtención de información exógena y endógena acerca de la compañía en la cual se tiene interés, es importante para los inversionistas, gerentes, clientes, proveedores, etc., en cuanto a la toma de decisiones estratégicas que conduzcan a la maximización del valor de las acciones. Es de entender que los tiempos cambian y las estrategias a seguir deben cambiar de

conformidad a los grandes desafíos de los mercados financieros, empresas emblemáticas como Coca-Cola, T&T Corp., Xerox Corp., Hasbro y Microsoft Corp. No pensaban en repartir dividendos a sus accionistas por su visión de inversión y expansión, no obstante hoy en día lo realizan.

- Que el recorte o eliminación de los dividendos puede ser producto del desarrollo de proyectos de inversión que generaran crecimiento y expansión de la empresa, y la otra probabilidad, es que los recortes se deban a resultados negativos de la empresa.
- Hay una forma diferente a los dividendos para financiar a los inversionistas, es por medio de la recompra de sus propias acciones. Implementada en los estados unidos con el objeto de disminuir el pago impuesto sobre la renta,
- Normalmente existen tres formas de pagar dividendos; a) un monto estable por acción, b) razón constante y c) una combinación de las anteriores. Y estas se pueden finiquitar por medio de dinero en efectivo, títulos valores, en especies y por operaciones contables.
- Los temas relacionados con el arte de las Finanzas (Inversión, Endeudamiento, Política de dividendos entre otros) son de gran valor para los inversores, ya que en este entorno desafiante que se experimenta dentro y fuera de nuestro país, cuando corporaciones multinacionales e internacionales invaden el mercado local, cuando se integran grupos de países con el objeto de participar en mercados de grandes dimensiones, cuando existe la visión de creación de tratados de comercio con otros países, hacen necesario la búsqueda de la información para las tomas de decisiones sustentadas.
- En general los aspectos y temas descritos en el documento de investigación guían al lector formarse una opinión sobre la política de dividendos. No obstante las conclusiones anteriores es necesario considerar, que la base del valor de las empresas reside en la forma como los nuevos gerentes dirigen los negocios. Ya no basta con ser un gerente competitivo sino que se debe experimentar una transformación a líder; que ante todo sepa, que es una persona y que está rodeado de personas que merecen el mejor y mayor respeto. Obteniendo un clima propicio para registrar una alta productividad con ética, reflejada en el logro inevitable de altos rendimientos mercadológicos, económicos y financieros, que toda empresa e inversor espera.

IX BIBLIOGRAFIA

Donald H. Chew, Jr. Stern Stewart & Co.

The New Corporate Finance Where Theory Meet practice, Second Edition, Irwin Mc Graw Hill, 1998

Eugene F. Brigham y Louis C. Gaspenski,

Financial management, theory and practice, Edi.The Dryden Press, 1985, pag. 555

Fernández, Pablo

“Valoración de empresas”, primera edición, editado por Ediciones Gestión 2000, S.A.

Jon E. Hilsenrath Steve Liesman,

“Dividendos: a los accionistas les está lloviendo sobre mojado”, Redactores de The Wall Stree Journal, “El Financieros de la Prensa Gráfica, Página 8b, fecha 02-01-2001

Joel M. Stern and Donald H. Chew Jr.

“The Financing decision 2: The Financing Vehicles”, Third Edition The Revolution in Corporate Finance, Páginas 155-156 Reprinted 1998 (twice)

J. Randall Woolridge and Chinmoy Ghosh,

“ Dividend Cuts: Do they Always Signal Bad News?” Pennsylvania Sate University, Third Edition “The Revolution in Corporate Finance”, Páginas 143-145, Edited by Joel M. Stern and Donald H. Chew. Jr.

J. Fred Weston and Thomas E. Copeland,

“Finanzas en Administración”, Novena Edición, Vol. II, Capítulo 16, Política de Dividendos, páginas 747-749.

Juan Mascareñas,

“La Polfticas de Dividendos” Universidad Complutense de Madrid, paginas 17-19 Versión inicial, mayo 2003, última versión junio 2003

P. Jaime Loring Miro,

Profesor de Economía de la Empresa, ETEA, Cordova España, La Gestión Financiera, Ediciones Deusto,S.A., edición consultada año 1999

Rebecca Buckman,

“Por primera vez, Microsoft pagará dividendos”, Redactora de The Wall Stree Journal, <http://www.listin.com.do/antes/enero03/190113/cuerpos/dinero/wallstreet/wall2.htm>

Roberto Mancía Pineda Dr. y Juan Ramón Santillana González

El Análisis de los Estados Financieros, primera reimpresión 1996, editado por Ediciones contable y administrativas, S.A. de C.V.

Suzanne McGee,

“Los Dividendos ya no mandan la parada”, Redactora de The Wall Stree Journal, “El Financieros de la Prensa Gráfica, Página 4-C, fecha 31-12-1996

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

TRABAJO DE GRADUACIÓN

“CRITERIOS A CONSIDERAR EN LA DECISIÓN DE UNA POLÍTICA DE
DIVIDENDOS”

PRESENTA:

GERARDO ALFONSO BARAHONA MORALES

SAN SALVADOR, JUNIO 2003

CONTENIDO

	Introducción
I	Consideraciones
II	Definiciones
III	Formas de Pago de Dividendos
IV	¿Cómo funciona normalmente la P.D.?
V	¿Cómo deciden ese pago las empresas?
VI	Factores que influyen en la P.D.
VII	Clasificación de criterios en la decisión de P.D.
VIII	Conclusiones

INTRODUCCION

Obtener y disponer de información en un entorno competitivo, cambiante y desafiante es sinónimo de poder.

Decisiones estratégico financieras de inversión, financiamiento y políticas de dividendos

Objetivo principal de las compañías, es maximizar el valor para sus accionistas



CONSIDERACIONES

- Doug Ivester: "Nunca hemos pensado en la rentabilidad a un año. Si alguna vez lo hiciéramos, la gente debería vender sus acciones" 1999 (Coca-Cola).
- AT&T Corp., Xerox Corp. y Hasbro han sorprendido a los inversionistas al anunciar drásticas reducciones en sus dividendos. 2001



CONSIDERACIONES



Coca Cola



Xerox

- Rendimiento de las inversiones superiores
- Proyectos con excelentes flujos de efectivos
- Empresa en crecimiento, no debería pagar dividendos
- En otras palabras, hablaban de no apostar a los dividendos sino que al crecimiento de la Compañía.



AT&T



Hasbro

CONSIDERACIONES



- **¿La disminución de los dividendos es casi siempre señal de malas noticias?**

P.D. \ precio de las acciones
Asimetría de la información

- **¿Puede ser buena noticia la disminución de dividendos?**

Oportunidad de inversión
Limitada oportunidad de inversión

(J. Randall Woolridge and Chinmoy Ghosh "The Revolution in Corporate Finance")

CONSIDERACIONES

- **Caso de Gould Inc**



Disminución de dividendos, 6-12-83, disminuyó el 60% de sus dividendos, con el objeto de conservar el efectivo e invertir en su división electrónica.



Sustitución de dividendos en efectivo por acciones (I) Hecla Mining Company y Food Fair Store Inc.



Disminución de dividendos combinada con recompra de acciones (II) Whittaker Corporation

CONSIDERACIONES

El Caso de ITT



A mediados de 1984, ITT anunció una reducción del 64% en el pago de dividendos trimestrales de \$0.69 a \$ 0.25 por acción.

Rand Araskog: explicó que el porcentaje de dividendos sobre utilidades había llegado a ser inconsistente.

Aprobaron el recorte de dividendos para ahorrar \$232 millones y continuar con su tasa actual de inversión en productos de alta tecnología y servicios

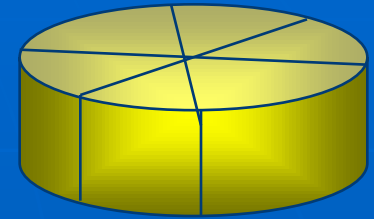
DEFINICIONES

Dividendo:

La palabra dividendo tiene su origen en el verbo dividir, en las sociedades por acciones, dada su rígida estructura capitalista, todos los derechos y obligaciones de los socios, se han de dividir entre las acciones. Así, dividendo será cualquier derecho u obligación que hay que dividir o va a ser dividida entre las acciones que integran el capital social



DEFINICIONES



Política de Dividendos: P.D.

Es la determinación de la división de las utilidades entre los pagos que se hacen a los accionistas y las ganancias que se reinvertirán en la empresa.

Las utilidades retenidas, representan una de las fuentes de fondos más significativas para financiar el crecimiento corporativo

Los dividendos forman parte del flujo de efectivo que se acumula para los accionistas

FORMAS DE PAGO

Monto estable por acción

1

Dividendos

2

**Razón constante de
pago de dividendos**

3

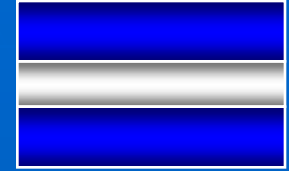
**Pago consistente bajo,
más extras**

FORMAS DE PAGO



- **Dividendo extraordinario:** La General Motors cuyas ganancias oscilan ampliamente de un año para otro, ha seguido durante mucho tiempo esta política.
- La empresa británica DUNDEE CREMATORIUM ofreció cierta vez a sus principales accionistas **una incineración** a muy buen precio.

FORMAS DE PAGO



En El Salvador:

- El C. de C. Artículo 166 menciona que "Los dividendos de las Sociedades de capitales se pagarán efectivo".
- En la L.I.S.R. Artículo 25, se expresa: "*Se entiende por utilidades realmente percibidas aquellas cuya distribución haya sido acordada al socio o accionista, sea en efectivo, títulos valores, en especie o mediante operaciones contables que generen disponibilidad para el contribuyente, o en acciones por capitalización de utilidades*".

FORMAS DE PAGO



Recompra de acciones:

- Una empresa con exceso de efectivo puede optar por llevar a cabo una recompra corporativa de acciones, en lugar de pagar un dividendo.
- La recompra generalmente se hace a un valor de mercado ligeramente superior; se puede considerar precio de la acción más el valor del dividendo estimado para el período
- El accionista se beneficia en que las UPA aumentan a medida que el número de acciones en circulación se reduce

FORMAS DE PAGO



- ***Dividendo pasivo:*** Es la cantidad de dinero que los accionistas tienen que desembolsar. Es la parte del capital suscrito y no desembolsado una vez que ha sido reclamado por los administradores.
- ***Dividendo activo:*** Es la cantidad que la sociedad ha acordado en junta general pagar a los accionistas en concepto de su participación en los beneficios en la misma.

CÓMO FUNCIONA LA P. D.



- La aplicación de los resultados después de la parte **legal contable y el impuesto sobre la renta**, es una decisión que consiste en elegir entre dos alternativas del beneficio: Las reservas o dividendos
- El debate de la junta general de accionistas es sobre que proporción del beneficio se destinará a dividendo y qué proporción se destinará a reservas.
- Dicho de otra manera equivalente, qué opción toma la sociedad frente a una política de autofinanciación

CÓMO FUNCIONA LA P. D.

En general:



“Si se trata de maximizar la **autofinanciación**, se **eliminará** el dividendo y viceversa. Por ello la decisión respecto al dividendo entra en el ámbito de la responsabilidad de la **alta dirección**, que ha de tratar de satisfacer **las expectativas de los accionistas** y **las necesidades de autofinanciación** de la empresa, llegando a un equilibrio que compatibilice ambas exigencias”

CÓMO FUNCIONA LA P. D.

- Tal decisión debe contemplar el horizonte económico, con el objeto de resolver el conflicto entre el corto y el largo plazo. Si distribuir un dividendo alto un año, puede ser incompatible con seguir distribuyendo dividendos atractivos en los años subsiguientes.
- Utilizando la fórmula de Gordon, para explicar el valor de las acciones, damos por aceptado que:

C_t = Valor de las acciones al final de un año
 (D_{t+1}) = Valor esperado para el próximo período
 K = Rentabilidad exigida por el inversor
 g_D = Tasa de crecimiento esperada

$$C_t = \frac{D_{t+1}}{k - g_D}$$

CÓMO FUNCIONA LA P. D.

La política activa:

Consiste en satisfacer los deseos de los ahorrantes-inversores.

Empresa Vendedor de
título

Ahorrador inversor
comprador

Mercado de Capitales

La política residual:

Establece que la Sociedad toma sus decisiones atendiendo los planes de inversión.

Las Sociedades

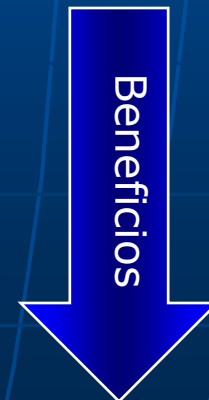
Planes de inversión

Asignar parte de
beneficio a dividendos

CÓMO DECIDIERON EL PAGO

Desde un punto de vista empírico, durante los 50's, John Lintner realizó una serie de entrevistas a directivos de empresas sobre sus políticas de dividendos deduciendo que:

La determinación de la P.D. no era la consecuencia de las necesidades de inversión. Más bien, la decisión sobre la cuantía del dividendo era generalmente una respuesta a la importancia de los beneficios.



CÓMO DECIDIERON EL PAGO

Considerando a John Lintner podemos concluir que hay razones lógicas para seguir una política de dividendos estable:

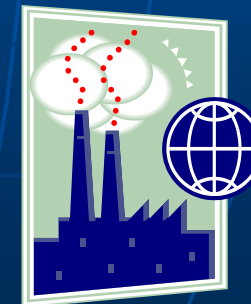
- Retrasar algunos proyectos de inversión, apartarse de la estructura de capital objetivo durante un año particular, o incluso la emisión de acciones podría ser preferible que suprimir el dividendo o reducir su tasa de crecimiento.
- El fijar una tasa constante del dividendo confirmará las estimaciones de los inversores.
- Una política de dividendos fluctuantes conduciría a una mayor incertidumbre, a un mayor costo de capital.

CÓMO DECIDIERON EL PAGO

- Los accionistas que usan los dividendos para sus gastos cotidianos necesitan contar con flujos regulares de ingresos. Por tanto, **los dividendos irregulares reducirían la demanda por estas acciones, y llevarían a una disminución de su precio.**
- El modelo de Lintner, establece que los dividendos dependen en parte de los beneficios actuales de la empresa y en parte del dividendo del año anterior. Por tanto, **se escriben en términos de una *media ponderada* de los beneficios pasados.**

FACTORES QUE INFLUYEN EN P.D.

- **Regulaciones legales.** Establecen que los dividendos deberán pagarse a partir de las utilidades, ya sea las del año en curso o de los años anteriores.
- **Posición de liquidez.** Los fondos que se mantienen como utilidades retenidas, generalmente se invierten en los activos que se requerirán para el funcionamiento normal de la empresa:
 - Planta y equipo
 - Inventarios y en otros activos
 - no se mantienen como efectivo.



FACTORES QUE INFLUYEN EN P.D.

- **Necesidades de reembolsar las deudas.** Cuando una empresa emite deuda para financiar la expansión o para sustituir otras formas de financiamiento, se enfrentará a dos alternativas:

A- Puede reembolsar la deuda al vencimiento, reemplazarla con otra forma de valor,

B- Puede tomar las medidas necesarias para liquidar la deuda.

- **Restricciones en los contratos de deuda.** Los contratos de deudas, particularmente cuando se trata de deudas a largo plazo, limitan la capacidad de una empresa a:

**Pago de dividendos
en efectivo**

**Contrato de acciones
preferentes**

FACTORES QUE INFLUYEN EN P.D.

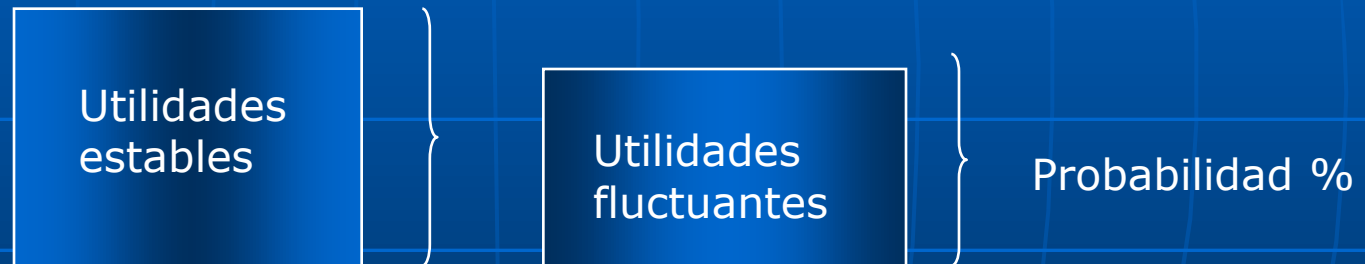
Tasa de expansión de los activos. Mientras más rápido crezca una empresa, mayor es su necesidad para financiar la expansión de activos. Durante más grande sea la necesidad futura de fondos, más probable será que la empresa retenga su utilidad.

- **Tasa de las utilidades.** La tasa de rendimiento esperada sobre los activos, determina la propensión relativa de pagar las utilidades, bajo la forma de dividendos.

Aquí debe considerarse la situación en que existan socios con acciones preferentes. (C. de C. Art. 161 inciso primero. 6%)

FACTORES QUE INFLUYEN EN P.D.

- **Estabilidad de las utilidades.** Con frecuencia, una empresa con utilidades relativamente estables, puede predecir aproximadamente cuáles serán sus utilidades futuras.



- **Acceso a los mercados de capital.** Una empresa grande y bien establecida, con un buen historial de rentabilidad y de estabilidad de utilidades, tiene un fácil acceso a los mercados de capital y otras formas de financiamiento externo.

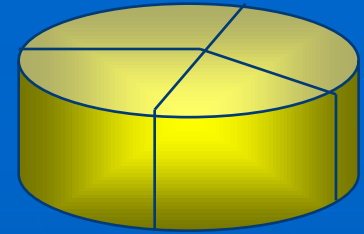
FACTORES QUE INFLUYEN EN P.D.

- **Control.** Otro factor importante, es el efecto de las fuentes alternativas de financiamiento sobre la situación de control de la empresa. Como política, algunas corporaciones se amplían sólo en la medida de sus utilidades internas.



- **Posición fiscal de los accionistas.** En nuestro país no existen oportunidades derivadas de una u otra posición fiscal que tomen los accionistas; en la estrategia de capitalizar sus utilidades o el pago de dividendos. (Artículo 4 de la L.I.S.R.)

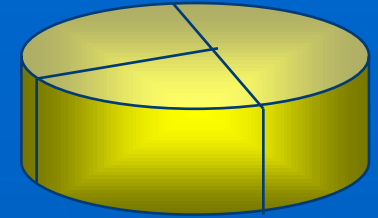
CLASIFICACION DE CRITERIOS



Cuando el rendimiento de las inversiones en la empresa, es superior a la tasa de capitalización del mercado, ésta debe retener todos los beneficios y viceversa. James E. Walter, señala que:

- Si los nuevos proyectos de las empresas poseen excelentes flujos de efectivos, con valores actuales positivos y atractivos, tasas de retorno superiores a las de la industria en el mercado, la empresa está en auge o en crecimiento.
- En período de crecimiento, no debería pagar dividendos, al contrario debe de obtener financiamiento, emitiendo deuda y haciendo llamamientos de capital a los accionistas existentes.

CLASIFICACION DE CRITERIOS



- Cuando la empresa establece, su P.D. considerando "la influencia de la clientela" le interesa mantener una P.D. intermedia, para buscar, la convergencia entre los que desean dividendos altos inmediatos y dividendos bajos con expectativas en resultados futuros.
- Es necesario tomar conciencia de que los dividendos constituyen para los accionistas, un indicador de gran valor de la sanidad económica y financiera de las empresas.
- Existen dividendos estables o regulares que son también un buen indicador de la solidez económica y financiera de la empresa, y por ello es lógico que tal política inspire confianza.

CONCLUSIONES



- Si los tiempos cambian las estrategias financieras a seguir deben cambiar, de conformidad a los grandes desafíos de los mercados financieros. Empresas emblemáticas no pensaban en la opción de repartir dividendos a sus accionistas por su visión de inversión y expansión.
- Es de considerar las diferentes formas de pagos de dividendos y en que momento deben utilizarse, para saber escoger la forma idónea a nuestra empresa con el fin de enviar una buena señal al mercado, tomando en cuenta lo establecido en el romanos VI de este trabajo.

CONCLUSIONES



- Las decisiones financieras (Inversión, Endeudamiento, Política de dividendos) son de gran valor para los administradores financieros e inversores, en los desafíos que se experimentan dentro y fuera de nuestro país.
- No solamente lo anterior es necesario considerar, ya que sabemos que la base del valor de las empresas reside en la forma como los nuevos gerentes dirigen los negocios. Ahora no basta ser un gerente competitivo sino que se debe experimentar una transformación a líder; que ante todo sepa, que es una persona y que está rodeado de personas (accionistas, directivos, proveedores empleados, clientes y la sociedad) que merecen el mejor y mayor respeto.

Donde mencionamos los criterios?

Criterio: Capacidad o facultad que se tiene para comprender algo o formar una opinión:

- ✓ La información del entorno
- ✓ Maximizar el valor de los accionistas
- ✓ Crecimiento y oportunidad inversión
- ✓ Pago por acciones, recompra de acciones
- ✓ Monto estable por acción, razón constante
- ✓ Efectivo, títulos, especies, operaciones contables
- ✓ Expectativa de los accionistas y las necesidades de autofinanciación
- ✓ Conflicto de inversión o endeudamiento L y C.P.