

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



**¿PUEDE CREAR VALOR PARA LA EMPRESA UNA
POLÍTICA DE DIVIDENDOS?**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

EDWIN RICARDO FLORES HERNANDEZ

Para optar al Grado de Maestría en Administración Financiera

Noviembre de 2004

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

Rectora : Dra. María Isabel Rodríguez

Secretaria : Licda. Lidia Margarita Muñoz Vela

Decano de la Facultad de
Ciencias Económicas : Lic. Emilio Recinos

Secretario de la Facultad
de Ciencias Económicas : Licda. Dilma Yolanda Vásquez de Delcid

Director Maestría
Administración Financiera : MSc Guillermo Marengo

Tribunal Examinador : MAF. Nelson Vladimir Cerritos

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

TABLA DE CONTENIDOS

Una Introducción.....	i
I. Una Tipología de Política de Dividendos	1
II. La Irrelevancia en la política de Dividendos.....	2
III. Argumentos sobre la Relevancia en la Política de Dividendos	3
III.1. Política de Dividendos y la Tasa de Rendimiento Requerida por el Accionista	3
III.2. Efecto de los Impuestos en la Política de Dividendos	4
III.3. Los Efectos de las Relaciones de Agencia.....	6
III.4. Transmisión de Información a través de la Política de Dividendos.	8
IV. Experiencia Empírica sobre Política de Dividendos	9
IV.1. Origen de la Política de Dividendos.....	10
IV.2. Ejemplos de Política de Dividendos	11
IV.3. Medios de Pago del Dividendo	12
IV.4. El proceso en el pago de Dividendos	13
IV.5. Algunas Opiniones actuales entorno a la PD	14
V. Recompra de acciones.....	17
V.1. Métodos de Recompra de acciones	18
V.2. Investigaciones sobre la práctica de Recompra de Acciones.....	18
VI. Los efectos de la Contabilidad.....	19
VII. Conclusiones	20
VIII. Bibliografía.....	22

¿PUEDE CREAR VALOR PARA LA EMPRESA UNA POLÍTICA DE DIVIDENDOS?

UNA INTRODUCCIÓN

EN la nueva economía, muchos directivos financieros enfocan sus esfuerzos para crear valor a la empresa, incrementar el precio de las acciones en el mercado y ofrecer a los accionistas expectativas de crecimiento y bonanzas para su empresa. Normalmente esta actitud conduce al Director Financiero a evaluar el mayor número de alternativas que le permitan cumplir con sus objetivos, es por ello que este documento aborda el tema de la Política de Dividendos para evaluar, si una decisión sobre distribución de dividendos, incrementa el valor de las acciones y en consecuencia, la riqueza de los accionistas.

El abordaje de este tema, está centrado en la exposición de las diferentes corrientes que afirman o rechazan que una política de dividendos (en adelante PD) puede crear valor para la empresa. Una de las exposiciones más contundentes acerca de la irrelevancia de la PD, se analiza a través de los argumentos presentados por los premios Nobel de economía Modigliani y Miller. Además, se hace revisión de las investigaciones existentes acerca de la importancia de la PD y su influencia en la creación de valor para la empresa.

En el mundo financiero actual, poco se reflexiona acerca de los elementos que influyen en las PD y en las diferentes alternativas que se tienen para ofrecer a los accionistas una retribución de sus inversiones. En este trabajo se estudian los factores que influyen en la definición de una PD de acuerdo a la situación financiera de la empresa.

En la actualidad, existen experiencias concretas sobre la fijación de PD, pero pocas son las que evalúan su impacto en el valor de la empresa. El estudio de la práctica empresarial se ha convertido en fuente de debates y discusiones; por lo que el análisis de la PD en la práctica, es un importante referente que permite al Director Financiero tomar la decisión más congruente en el contexto de su empresa.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

Ante los cambios ocasionados por la Nueva Economía, cada vez se hace más necesario y exigente, realizar una transformación en el actual sistema contable. La PD, no escapa a las repercusiones que pueda tener una decisión tomada sobre la base de datos contables que no reflejan la situación económica y financiera de la empresa. Es por ello que se hace una breve exposición acerca de la influencia de la contabilidad sobre las decisiones relacionadas con la PD.

I. UNA TIPOLOGÍA DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Desde inicios del siglo XIX¹, las empresas enfocaban sus esfuerzos para garantizar a los accionistas un flujo de efectivo que les retribuyera una compensación monetaria por la decisión de invertir dinero en las empresas para crear o mantener un negocio. Conforme fueron evolucionando las ideas sobre cómo hacer mejores negocios, los Directores Financieros reconocieron la necesidad de regular el flujo de efectivo para los accionistas; de tal forma que les permitiera generar un fondo adicional para desarrollar nuevos proyectos orientados a incrementar la rentabilidad de sus empresas. A esta acción de normar el flujo de efectivo, se dio el nombre de “Política de Dividendos” (PD).

El Director Financiero deberá prepararse para tomar la mejor decisión sobre el cuándo y que cantidad deberá liquidar de las utilidades retenidas a través de una política de pago de dividendos². Independientemente la política de dividendos que asuma la empresa y de los medios que utilice para cancelar dichos dividendos a los accionistas, ésta debería anunciar y pagar un monto en concepto de dividendos, de lo contrario se estaría interpretando que se está invirtiendo en proyectos con un valor actual neto negativo.

Existe consenso alrededor de las reglas que se practican en el ambiente corporativo de negocios para implementar una política de dividendos. La más común se fundamenta en evaluar todas las oportunidades de reinversión del flujo de caja generado y posteriormente determinar el sobrante de las utilidades retenidas, en cuyo caso servirá para trasladarlo a los accionistas en concepto de dividendos. A este mecanismo descrito anteriormente lo llamaremos “*Política de Dividendos Residuales*” (en adelante PDR).

Existen empresas que prefieren mantener un pago uniforme, constante y periódico para sus accionistas, bajo la creencia que ésta política podría incentivar a los inversionistas y mejorar el precio de las acciones. A esta política de dividendos se le conoce como “*Política de Dividendos Gestionada*” (En adelante PDG).

Los pagos de dividendos pueden realizarse periódicamente, por lo general se realizan de forma trimestral, semestral o anualmente. Para que esto se cumpla, la empresa deberá estar solvente y tener suficiente liquidez para hacerle frente a dichas obligaciones.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

Sin embargo para algunos Directores Financieros, el establecer una política de dividendos no conducirá a modificar el valor de las acciones de la empresa. Los fundamentos para esta afirmación se basan en modelos económicos que demuestran que el pago de dividendos es irrelevante en la creación de valor para el accionista. A continuación se desarrollan todos los argumentos relacionados con la irrelevancia en la política de dividendos.

II. LA IRRELEVANCIA EN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Durante muchos años, los directivos financieros estuvieron convencidos que manipular una política de dividendos conllevaría un efecto positivo en la valoración de las acciones y específicamente en su precio. Esta creencia mantuvo vigencia en el mundo financiero durante mucho tiempo; sin embargo en 1961, los futuros premios Nobel de economía Modigliani y Miller, establecieron que con ciertas condiciones de simplificación del mercado, la política de dividendos es irrelevante³, con lo cual se concluía que no producía valor para los accionistas.

El modelo de Modigliani y Miller (en adelante M&M) sobre la irrelevancia de los dividendos, tiene como base un mercado de capitales perfectos cuyas características son las siguientes:

- Los costos de transacción se ignoran.
- La política de inversiones de la empresa se mantiene constante.
- Todas las transacciones están exentas de impuestos.
- Los dividendos no transmiten ninguna información al mercado.
- La información sobre las transacciones está disponible para todo el mundo por igual.
- Los mercados de valores son eficientes.
- Los inversionistas actúan de forma racional.
- Ausencia de Costos de Agencia⁴.

Para el modelo M&M los elementos antes citados son indispensables para comprobar que la política de dividendos es irrelevante. M&M demostraron que si la empresa pagaba dividendos adicionales a los establecidos (se entenderá que la empresa adopta una política de dividendos gestionada), ésta debería emitir un mayor número de acciones para hacer frente a dicho pago. El monto de la nueva deuda adquirida con los accionistas, sería igual al monto de dividendos que

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

pagaría al otro grupo de accionistas antiguos, dando como resultado un efecto nulo en la riqueza de los accionistas; por lo tanto el valor de la empresa solo dependería de su política de inversiones.

Por el contrario, si la deuda adquirida forma parte de una financiación que requiera el pago de una tasa de rentabilidad “ r ”, entonces en el futuro, la empresa estaría cargando un costo adicional por el nuevo financiamiento producto de la PDG. Analizando este efecto a través del valor presente se puede concluir que se gana dividendos extras hoy, quedando compensado por los dividendos futuros perdidos⁵.

III. ARGUMENTOS SOBRE LA RELEVANCIA EN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Para algunos analistas financieros, el modelo planteado por Modigliani y Miller basado en un Mercado de Capital Perfecto, es muy diferente al mundo financiero real, en donde los costos de transacciones pueden llegar a ser muy elevados, se pagan impuestos por las ganancias de capital o por los ingresos percibidos en dividendos, en algún momento pueden haber conflicto de intereses entre los stakeholders⁶ de la empresa y la información no está siempre a disposición de todos y en la misma cantidad.

Bajo estos razonamientos, algunos profesores de la Universidad de Harvard concluyen que en la vida real no se puede rechazar la relevancia de la política de dividendos en el valor de la empresa ***“En consecuencia, en ausencia de un Mercado de Capital Perfecto y/o de racionalidad inversora, ya no se puede rechazar la posibilidad de que una política de dividendos gestionados pueda afectar la riqueza de los accionistas”***⁷

A continuación, se presentarán los argumentos más importantes que los analistas financieros consideran como base para sostener la relevancia de la política de dividendos.

III.1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y LA TASA DE RENDIMIENTO REQUERIDA POR EL ACCIONISTA

De los estudios más importantes que argumentan la relevancia de los dividendos y que al mismo tiempo no han perdido vigencia en el transcurrir del tiempo, son los realizados por Gordon⁸ y Lintner⁹ en 1959 y 1956 respectivamente, destacándose

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

una sólida fundamentación teórico – práctica con la cual analizan el entorno de los mercados financieros y establecen la importancia de la política de dividendos.

Ambos investigadores argumentaban, a diferencia de M&M, que la tasa de rendimiento requerida por los inversionistas, aumenta en la medida que se reduce la tasa de distribución de dividendos, debido a que los inversionistas atribuyen más riesgos a los flujos futuros que los beneficios actuales.

III.2. EFECTO DE LOS IMPUESTOS EN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Según M&M, en su Mercado de Competencia Perfecta, no existen impuestos que afecten la política de dividendos, sin embargo esta situación es muy poco probable en un mundo real. La distribución de dividendos se origina de las utilidades después de impuestos e intereses, o más bien conocidas como “utilidades por distribuir”. Así mismo las ganancias de capital se tasan al momento de realizarse la operación o percibir el ingreso. En cualquiera de los casos, si el tratamiento fiscal es diferente, las medidas fiscales pueden influir en la política de dividendos, en las decisiones de inversión y en la riqueza de los accionistas.

Las regulaciones fiscales por lo general hacen su tasación de impuestos sobre las ganancias de capital¹⁰ o sobre la distribución de dividendos¹¹. En la primera opción tiene ventaja el inversionista, ya que puede realizar su ganancia de capital en el momento más oportuno, mientras que en la distribución de dividendos, no controla el momento de recibir los ingresos, dado que es la empresa la que declara la fecha en la cual serán distribuidos los beneficios accionarios.

Para determinar los efectos de los impuestos sobre las decisiones de inversión y distribución de dividendos, tomemos el siguiente ejemplo:

Existen dos empresas con el mismo riesgo, una de las cuales, “A”, no distribuye dividendos, la otra, “B”, si lo hace (ver tabla No.1).

El sistema impositivo tiene las siguientes características:

- El impuesto a las ganancias de capital es del 30%
- El impuesto a los ingresos por dividendos es del 20%

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

El precio de las acciones para ambas empresas al inicio del período es de US \$10.0 y el precio que se espera de las acciones para la empresa “A” al final del período es de US\$13.0.

La diferencia de precios en las acciones de la empresa “A” se considera una ganancia de capital, por lo que la rentabilidad antes de impuestos es del 21%.

Respecto a la empresa “B”, ésta mantiene una PDG, por lo que decide pagar anualmente US \$ 2 por acción. Además obtiene una ganancia de capital de US \$1, por lo que la rentabilidad al final del ejercicio será de 23%.

	Empresa A	Empresa B	
Precio Actual	10	10	
Precio Final	13	11	
Ganancia de Capital	3	1	
Dividendos	0	2	
Rdto. Antes de Impuesto	30.0%	30.0%	
Impuesto s/D	20%	0	0.4
Impuesto s/G. De C	30%	0.9	0.3
Rdto. Después de impuestos	21.0%	23.0%	

Tabla 1. Los efectos de los impuestos y la política de Dividendos

El accionista de la empresa “A” recibe una riqueza adicional de \$2.1 (producto de la aplicación impositiva a las ganancias de capital, es decir \$3 por acción de ganancia de capital menos US \$ 0.9 de impuestos). Mientras que la empresa “B” su efecto impositivo es un poco diferente. La riqueza adicional es de \$2.3 por acción a diferencia de “A” que obtiene su riqueza adicional así: \$0.7 de ganancia de capital (\$1 de ganancia bruta menos el impuesto correspondiente de \$0.3) y \$1.6 de dividendos (\$2 de dividendos brutos menos \$0.4 de su impuesto correspondiente).

La explicación a este resultado es que los impuestos tienen una mayor influencia en las ganancias de capital que en los dividendos, por lo que la empresa “B” se beneficia al tener una PGD.

III.3. LOS EFECTOS DE LAS RELACIONES DE AGENCIA

Como se ha mencionado en el desarrollo de este trabajo, uno de los supuestos básicos de M&M es que en los mercados perfectos no existe conflicto de intereses en las decisiones de política de dividendos, lo que obviamente la volvería política irrelevante. Sin embargo, en la praxis encontramos otro comportamiento, ya que constantemente los directivos están tomando decisiones sobre la estructura de capital para financiar sus proyectos de inversión, el pago de dividendos, entre otros.

A esta diferencia o conflicto de intereses se le conoce con el nombre de relación de agencia, dicha denominación se dio a conocer en los estudios realizados anteriormente sobre este tema por Jensen y Meckling¹², en el cual establecieron que existe un problema en cuanto a propiedad y control, en cuyo caso presentan un comportamiento no racional bajo los supuestos de los mercados perfectos.

Para tener una clara idea de los efectos del problema planteado, se desarrollarán los principales problemas de agencia que afectarían a la política de dividendos y a la riqueza de los accionistas.

A. Relaciones entre Accionistas y Prestamistas

Para desarrollar este tema, se asumirá que los intereses de los Directores de la empresa son los mismos que de los Accionistas.

En el desarrollo de negocios de la empresa existen contratos y operaciones con proveedores (llámese, Bancos, tenedores de bonos, etc), que permiten un crecimiento y desenvolvimiento de acuerdo a los planes establecidos por la dirección. Estos mismos proveedores exigen su pago de capital e intereses al llegar al vencimiento del título, en cuyo caso, la Dirección de la empresa corresponderá cumplir con dicha obligación. Una vez cancelada la obligación, todos los beneficios residuales le corresponderán a los accionistas recibirlos.

Un flujo de dividendos, hace que los flujos de pagos para los proveedores se vuelvan más riesgosos, debido a la reducción de activos y ante las posibilidades de quiebra de la empresa, en cuyo caso deberá esperar su liquidación en el momento más oportuno.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

De lo expresado en el párrafo anterior, se derivan los problemas de agencia entre los proveedores y los accionistas, ya que ambas entidades asumen un mayor riesgo por la disminución del valor de la empresa. Para los accionistas, esta situación no es desventajosa, debido a que están recibiendo riqueza líquida en el corto plazo y preferirán los flujos presentes líquidos a los flujos “proyectados”. Bajo este esquema, se está haciendo una transferencia adicional de riesgos a los proveedores.

En resumen, los efectos ocasionados por una política de dividendos es el aumento del riesgo de la deuda por un aumento en el apalancamiento de la empresa.

B. Relaciones entre Accionistas y Directivos

En muchas ocasiones existen diferencias entre el control y la propiedad de la empresa, entre los Directivos (incluyendo a los miembros del directorio, los CEO's principales y CFO's) y los accionistas, para lo cual podemos mencionar algunos ejemplos:

- Los Directivos mantienen un control sobre las operaciones de la empresa y sus decisiones “representan los intereses” de los accionistas.
- Los principales accionistas, evidentemente son los propietarios de la empresa, y además mantiene un control directo sobre las decisiones de la empresa.
- La Dirección de la empresa tiene acceso a más información que el Consejo de Directores (Junta Directiva) o accionistas. En esta situación el control sobre la toma de decisiones estará en función de los criterios e intereses del primero.

Estos ejemplos podrían servir para tener una idea de lo difícil que podría ser evaluar el desempeño de un Directivo.

Según el análisis de Easterbrook al que los profesores de Harvard¹³ hacen referencia, será la política de dividendos la que obligue a los Directores a buscar financiamiento y de esa forma, su gestión será analizada y evaluada por el sistema financiero.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

Para algunos Directores, su gestión se ve mejorada cuando disminuyen sus obligaciones con proveedores e incrementan el valor de las acciones a través de la capitalización de las utilidades. Obviamente, los costos en el corto como en el largo plazo se reducen, obteniendo un mejor resultado operativo por la gestión financiera.

La decisión de algunos Directores de mantener un apalancamiento bajo, se ve contrariada por la decisión de distribuir dividendos, obligando de esta forma a incrementar el nivel de apalancamiento.

Cuando los accionistas son los que ejercitan las actividades de control, se esperaría que reduzcan el pago de dividendos, dado que no necesitan actividades de control de parte de otras empresas.

En muchas ocasiones, el conflicto sobre la compensación de los Directores, puede llegar a constituir una buena herramienta para motivarlos al pago de dividendos, debido a que en algunos casos, estos ejecutivos son contratados con la condición que compren opciones sobre acciones de la empresa. Los accionistas, garantizan que el ejecutivo tenga los mismos intereses y esté motivado a pagar dividendos de forma razonable.

III.4. TRANSMISIÓN DE INFORMACIÓN A TRAVÉS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Uno de los argumentos de M&M sobre la irrelevancia en la política de dividendos es que, el simple anuncio sobre el pago de dividendos no transmite ninguna información al mercado, ya que en el supuesto de los Mercados de Capital Perfectos, la información está disponible para todos y en igualdad de condiciones. Prueba de lo contrario, son las reacciones que el mercado de valores ha tenido sobre los anuncios de pago de dividendos:

- *Figgie International anunció una reducción de sus dividendos trimestrales de 12.5 a 6 centavos de dólar por acción el 17 de noviembre de 1993. Ante tal anuncio el precio de las acciones de Figgie descendió un 9 por ciento, de 14.25 a 13.00 dólares.*

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

- *Bethlehem Steel Corporation anunció la suspensión de sus dividendos trimestrales el 29 de enero de 1992. El precio de sus acciones bajó un 14 por ciento al hacerse pública la noticia de 16 a 13.75 dólares*
- *Wall-Mart Store anunció un aumento de dividendos trimestrales de 5.25 a 6.75 centavos de dólar el 6 de marzo de 1997. El precio de las acciones de Wall-Mart aumentó en ese momento de 26.50 a 27.25 dólares¹⁴.*

Como se puede observar, el anuncio de un aumento en el pago de dividendos, puede ocasionar un alza en el precio de las acciones, así mismo los efectos que ocasiona la suspensión del pago o una reducción, es que el precio de las acciones disminuya.

Sin embargo este fenómeno no siempre sucede, debido a que una reducción en el pago de dividendos podría incrementar el precio de las acciones, sólo si la empresa tuviera proyecto de inversión altamente rentables y con un costo elevado para la emisión de deuda que tenga que recurrir a reducir el pago de dividendos. Esta situación solo sería posible si el mercado es informado sobre las acciones de la empresa y que lo perciba como algo positivo¹⁵.

En el anexo no.1, se presenta una tabla la cual se muestra los estudios realizados sobre política de dividendos y sus efectos informativos en el mercado.

IV. EXPERIENCIA EMPÍRICA SOBRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS

En este apartado supondremos que sobre la base de los razonamientos hasta ahora expuestos, la Política de Dividendos no es irrelevante, o dicho de otra manera, el modelo de los Mercados de Capital Perfectos no da la certeza que dicha política sea irrelevante.

Lo importante de todo esto, es observar cómo se comportan los directivos financieros en la práctica y determinar la importancia que puede tener una política de dividendos así como determinar si existen criterios en común sobre las decisiones. Para alcanzar este objetivo, citaremos dos fuentes de información importantes. En primer lugar, los estudios realizados en 1956 por J. Lintner¹⁶ y más recientemente la recopilación de datos que nos ofrece Ronald Lease¹⁷.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

Lintner realizó una serie de entrevistas con los más altos directivos de las empresas de Estados Unidos, abordando el tema de las decisiones sobre política de dividendos. Dicha investigación puede resumirse en tres elementos importantes:

- Las empresas se han fijado una razón de pago de dividendos a lo largo del tiempo. Este indicador está basado en la necesidad de justificar cambios en los dividendos.
- Los directivos enfocan sus esfuerzos en el cambio de dividendos de un año respecto al año anterior. Su interés es mantener o incrementar un valor absoluto que defina su política de dividendos y se preocupan más por tener que eliminar un incremento al pago de dividendos.
- También se pudo observar que la mayoría de directivos tenían un criterio uniforme en cuanto a la percepción del mercado, sus creencias estaban orientadas a que el mercado prefería una tasa estable y que el mercado valoraba más la estabilidad y el crecimiento gradual.

Según información recolectada por Ronald Lease¹⁸ y mostrada en la gráfica no.1 se puede observar que existe una evidencia en las constantes sobre el pago de dividendos y los beneficios percibidos por seis empresas norteamericanas. A pesar que en algunos períodos existe una disminución en los beneficios por acción, los dividendos por acción permanecen con una tendencia a la alza, lo cual puede inducirnos a pensar que estas empresas mantienen una política “gestionada de pago de dividendos”.

Otro elemento importante de analizar sobre los estudios realizados por Lintner, es la suposición que los directivos priorizan el pago de dividendos ante una oportunidad de inversión. Esta decisión no debería representar ningún problema para un director financiero, ya que las alternativas de financiamiento para invertir en proyectos con Valor actual positivo, son muy variadas, por lo tanto podrían pagar dividendos y al mismo tiempo invertir en proyectos con VAN positivo¹⁹.

IV.1. ORIGEN DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Existe una diversidad de factores que determinan la política de dividendos alrededor del mundo, dependerá de la legislación local (fiscal y mercantil según sea el caso) la que regulará las decisiones que tenga que ver con la definición de una política de dividendos adecuada a la situación de la empresa. Por lo que corresponde a la presente investigación, se asumirá que es la Junta de Directores

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

quienes definirán la política dividendos.²⁰ Por lo general esta decisión proviene de un estudio exhaustivo por parte de la Gerencia o Dirección de la sociedad.

Dentro de los elementos que se deben evaluar al tomar la decisión sobre qué política adoptar, se encuentran las siguientes:

- a) Cuando la empresa ha evaluado su estructura óptima de capital, considerando que una distribución de dividendos no afectaría bruscamente el costo de promedio ponderado de capital.
- b) Cuando la empresa ha evaluado todas las alternativas de inversión y ha determinado que dentro de sus opciones no existen proyectos que tengan una tasa de rendimiento mayor a la requerida por el accionista.
- c) Cuando la empresa ha pagado dividendos en años anteriores y realiza el pago con el fin de no permitir una caída en el precio de las acciones.
- d) Cuando la empresa tiene expectativas de acudir al mercado de valores a emitir acciones y financiarse con las mismas, de tal forma que la política de pago de dividendos genere un record.
- e) Cuando la empresa tiene la liquidez y solvencia necesaria para hacerlo.

Es importante observar que la posibilidad de financiarse a través de acciones puede resultar en una pérdida del control de la sociedad y puede convertirse en una incorporación hostil por parte de otra empresa, inclusive de la competencia.

Un efecto negativo de la política de dividendos podría derivarse en una descomposición de la estructura de capital. Lo cual provocaría un incremento en el riesgo de insolvencia y redundar en un descenso en el valor de la acción.

IV.2. EJEMPLOS DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Se hace necesario establecer un listado de las principales políticas de dividendos utilizadas por las empresas en los últimos años.

- a) **Repartir 100% de las Utilidades:** De acuerdo a esta política, lo único que les interesa a los accionistas es recibir con cierta periodicidad un pago en concepto de dividendos por su inversión realizada en la empresa.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

- b) **No se reparten dividendos:** Debido a los altos costos de transacciones o en su defecto, como producto de necesidades de financiamiento de proyectos de inversión, se suspende el pago de dividendos o se transfiere para otra fecha.

- c) **Un porcentaje fijo sobre las utilidades:** Este mecanismo es poco utilizado por los directores creyentes que los dividendos envían información al mercado, debido a su variación sobre los resultados obtenidos en las utilidades. Si las utilidades aumentan, los dividendos también aumentarán y si las utilidades disminuyen, también lo harán los dividendos.

- d) **Dividendo como residuo:** Esta política está basada en el criterio de financiar primero todos los proyectos con valor actual neto positivo y los excesos de liquidez deberán ser devueltos a los accionistas a través de dividendos o recompra de acciones.

- e) **Dividendo anual ajustado:** Esta es una política en la cual se pretende mantener un pago constante a los accionistas solamente si se estima que los beneficios futuros se mantendrán constantes también. Sin embargo las proyecciones con el efecto inflacionario hacían que las empresas ajustaran los beneficios futuros a través de una tasa que representara la inflación proyectada, así mismo se ajustarían el pago de dividendos.

- f) **Dividendo arbitrario o errático:** Las empresas que asumen este esquema son aquellas que no tienen una política definida, muy probablemente no tienen estabilidad en el mercado y no tiene claro una estrategia definida sobre la cual sustentar sus decisiones.

IV.3. MEDIOS DE PAGO DEL DIVIDENDO

En la práctica empresarial, existen diferentes formas de pago de los dividendos, ya que no todos se pagan en efectivo, para lo cual a continuación se detallan las prácticas más comunes del pago de dividendos:

- a. **Pago de dividendos líquidos:** Se refiere a la cancelación de los dividendos anunciados por la empresa, a través de cheque o efectivo al propietario de las acciones.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

- b. **Dividendos en Acciones:** Es el pago recibido a través de un título valor que representa el monto de dividendos que espera recibir el accionista, según lo anunciado por la empresa emisora. El accionista aumenta el número de acciones en su poder y por lo tanto, tiene un monto mayor de inversión en la empresa emisora. Por parte de la empresa que anuncia la distribución de dividendos, ésta traslada el monto de “Utilidades Retenidas” como “Capital Social”, por lo tanto, el valor de la empresa permanece constante.
- c. **Entrega de Warrants:** Ante el anuncio de la distribución de dividendos, la empresa entrega “Warrants”, es decir, entrega el derecho a su poseedor, de comprar acciones de la empresa emisora.
- d. **Opciones sobre acciones preferentes:** Otra alternativa de dividendo no líquido, en la cual, el accionista recibe por parte de la empresa emisora una opción de compra de acciones preferentes.

Los períodos de pago de los dividendos, por lo general son cancelados anualmente, sin embargo las modalidades cambian entre las empresas, ya que algunas, según su planificación financiera, deciden realizar el pago cada semestre, trimestre o inclusive mensualmente.

IV.4. EL PROCESO EN EL PAGO DE DIVIDENDOS

Un elemento muy importante en las transacciones de pago de dividendos, son las fechas en las que éstas se mueven, dado que cada una de ellas podría representar beneficios o pérdidas para el comprador o vendedor.

Desde el anuncio hasta el pago efectivo de los dividendos, existen cuatro momentos importantes en las cuales es necesario tener en consideración. Estos son:

- a. **Declaración o anuncio:** Fecha en la cual el consejo directivo de la empresa redacta un documento legal²¹ confirmando el valor del dividendo que deberá ser cancelado, así como también los períodos que cubrirá éste

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

(si la frecuencia de pago es anual, semestral, trimestral, etc. y qué período de utilidades retenidas corresponde).

- b. **Fecha ExDividendos:** Dos días hábiles antes de la fecha de registro, se define así para identificar al poseedor de la acción y al poseedor del derecho del pago de dividendos. Si un inversionista compra la acción después de la fecha de exdividendos, será el antiguo propietario del activo subyacente quien reciba el beneficio del dividendo.
- c. **Registro del Tenedor:** Fecha en la que se registra en los libros legales de la empresa y se define a los nombres de los accionistas que recibirán el pago de dividendos.
- d. **Fecha de pago:** Aproximadamente, esto ocurre dos semanas después de haber hecho el registro de los inversionistas que recibirán el pago de los dividendos.

IV.5. ALGUNAS OPINIONES ACTUALES ENTORNO A LA PD

En la actualidad, existen diversas opiniones acerca de la influencia de una política de dividendos sobre el valor de la empresa. Para comprender las opiniones de los diferentes exponentes que defienden, o por el contrario cuestionan la PD, es necesario ubicar los acontecimientos más recientes y las tendencias a nivel mundial de lo que acontece alrededor de la PD.

A. El contexto de la PD : Una tendencia alcista al pago de dividendos?

Hasta hace algunos años uno de los criterios para invertir en bolsa había sido la tasa de pago que ofrecía una empresa a sus inversionistas. Según el Índice 400 de Dividendos de Standard & Poors, la tasa de rendimiento de dividendos no debería ser menor a un 3%²², para indicar que la empresa cotizante tiene muy buenas expectativas para los inversionistas que quisieran comprar acciones. Sin embargo, para algunos analistas financieros, la seguridad se percibe en el crecimiento del precio de las acciones, la recompra de títulos y la ganancia empresarial.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

Hasta finales del año 2001, el Índice 400 de dividendos de Standard & Poors (Ver anexo 3) refleja una tendencia hacia la baja, mientras que el flujo de caja disponible en las empresas ha venido en aumento. Para algunos directivos, esta tendencia se puede interpretar como un cambio de estrategia, en la cual se pretende incrementar el valor de la acción a través del incremento de las ganancias por acción en sustitución de una política de dividendos²³.

Situación diferente presenta la economía Española, en la cual para muchos inversionistas, dada la tendencia hacia la baja en la bolsa de Madrid, los dividendos se han convertido en el único ingreso²⁴.

Para el segundo trimestre del 2003, empresas como Citigroup anunciaban a sus inversionistas que para este año aumentarían la razón de pago hasta por un 75%, impulsados principalmente por el recorte tributario aplicado a las empresas estadounidenses, lo que ocasiona que cada vez más existan inversionistas que buscan una relativa seguridad de acciones que pagan dividendos. La respuesta del mercado ante estos anuncios, marcaron un incremento en el precio de las acciones de Citigroup en 2.1%.

Analizando el índice Standard & Poor's 500 podemos observar que para el año de 2002, el total de empresas que pagaban dividendos ascendían a un total de 104, mientras que para el primer semestre del 2003, había crecido a 124 empresas, reflejando una clara tendencia alcista al pago de dividendos²⁵.

En el 2004, las presiones económicas a nivel mundial como producto de los acontecimientos políticos y militares de los últimos años, ha desatado una "anunciada" inestabilidad en los mercados financieros. Prueba de ello, son las disminuciones en los precios de los bonos a escala mundial y el aumento en las tasas de interés anunciadas por la Reserva Federal de Estados Unidos.

Ante esta situación, los gestores de activos y estrategias de inversión recomiendan a los inversionistas, analizar las tendencias de las empresas que pagan dividendos, especialmente las compañías europeas, puesto que existe una relación entre el pago de dividendos y el precio de la acción²⁶. Esta orientación se debe a que las acciones que pagan dividendos, por lo general reflejan un buen

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

desempeño, por lo que si el precio de la acción incrementa, el inversionista puede sumar dicha ganancia de capital.

Este tipo de acciones han surgido en los últimos años como medida de fortalecimiento en el precio de la acción. Alfonso Cortina, presidente de Repsol, anunció el pasado 10 de noviembre del 2003 un pago de dividendo de casi el 40% del beneficio neto hasta el año 2007. Esta medida se enmarca en un Plan estratégico integral que involucra obtener un ROA hasta del 14%, reducir el nivel de endeudamiento y estimular a los inversionistas para que el precio de la acción se incremente²⁷.

B. El contexto de la PD : Es vigente la irrelevancia en el mundo actual?

De los estudios sobre PD más sobresalientes y realizados posteriormente a los de M&M, se encuentran los de Fischer Black y Myron Scholes. En 1974, aparecieron los resultados de su investigación realizada a 25 carteras en el período de 1936 a 1966. El análisis realizado puso de relieve que el rendimiento de los inversores se explicaba por el nivel de riesgo y no estaba afectado por la PD. Estos resultados confirmaron la irrelevancia de la PD según lo había establecido en 1961 M&M.

En la actualidad, se sigue sosteniendo que una PD es irrelevante en la gestión financiera de la empresa. Algunos analistas consideran que pagar dividendos es una admisión per se al fracaso²⁸, (fracaso atribuido a la dirección) debido a la falta de capacidad de encontrar oportunidades de inversión suficientemente atractivas para utilizar todo el dinero disponible en proyectos que generen un valor actual neto positivo y que incrementen el valor de la empresa.

Bennett Stewart afirma que si una empresa ha agotado sus oportunidades de inversión, con seguridad sería mejor pagar dividendos en lugar de hacer inversiones que no proporcionen recompensas. Sin embargo, antes de pagar en efectivo dividendos, es recomendable recomprar las acciones que sustituirían el pago de dividendos.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

En algunas compañías, las presiones de los inversionistas para el pago de dividendos se convierten en un elemento determinante para establecer una política clara que satisfaga sus necesidades de efectivo. A pesar de estas exigencias, los directivos pueden orientar a sus inversionistas a crearse sus propios dividendos a través de la venta de sus acciones o solicitando préstamos con la garantía de sus acciones.

Los analistas que establecen la irrelevancia de los dividendos, plantean que los anuncios de disminuciones de pago de dividendos que, normalmente ocasionan un desplome en el precio de la acción, se explica desde una relación casual y no desde la óptica que muchos directivos quieren verla, es decir, una relación directamente proporcional a los cambios anunciados, producidos por las expectativas de los inversionistas y como una mala señal en el mercado.

En la práctica se puede observar cómo algunas compañías reservan todos sus beneficios adquiridos para reinvertirlos en los proyectos de desarrollo y crecimiento. En el año de 1999, los beneficios por acción de Microsoft crecieron a un ritmo acelerado hasta alcanzar un máximo de 40 centavos por acción. Aún cuando los beneficios representaban un alto rendimiento, Microsoft declaró que no pagaría dividendos²⁹.

V. RECOMPRA DE ACCIONES

La Recompra de acciones³⁰ es un método alternativo al pago de dividendos líquidos, ante la decisión de remunerar económicamente a los accionistas. Antes de desarrollar cualquier idea sobre este tema, vale la pena preguntarnos, ¿Qué motivaciones tendrían los directores de promover una iniciativa de recompra de acciones?

Dentro de las motivaciones más importantes se encuentran, la de transmitir información positiva al mercado, el cual puede considerarse como una mayor confianza de los directores sobre los beneficios futuros de la empresa.

Una segunda motivación, está relacionada a la transmisión de riqueza a un grupo de accionistas como medida enérgica para resolver conflicto de intereses frente a terceras obligaciones.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

Otra de las razones por las cuales se puede promover la recompra, es para cambiar la estructura del capital social por razones de control en la misma.

Finalmente, un cuarto motivo tiene que ver con un apoyo a los accionistas para reducir impuestos, ya que la tasa impositiva para la recompra de acciones es mucho menor a la distribución de dividendos, debido a que éstos últimos son gravados como ingresos ordinarios, mientras que la recompra de acciones tiene un gravamen aplicable a la plusvalía.

V.1. MÉTODOS DE RECOMPRA DE ACCIONES

Los métodos más conocidos³¹ y practicados para la recompra de acciones son: a) Las acciones recompradas son adquiridas a través de un corredor en el mercado abierto. b) Se realiza una oferta pública de adquisición para todos o una parte de los accionistas, solicitándoles a éstos, que entreguen sus acciones a cambio de un precio determinado. C) Realizar una negociación directa con un accionista importante que la dirección considere pertinente que posea una suma determinada de acciones. Este último método puede utilizarse como un ataque a una empresa de la cual se quiera tomar el control³².

V.2. INVESTIGACIONES SOBRE LA PRÁCTICA DE RECOMPRA DE ACCIONES

En una de las más importantes investigaciones sobre este tema se encuentra las efectuadas por Wansley, Lane y Sarkar en 1989³³ en la cual enviaron cuestionarios a directores generales de empresas que recompraban acciones.

Los argumentos que éstos daban respecto a los motivos por los cuales ejecutan tal acción, se referían a la creencia de la dirección que las acciones estaban infravaloradas y que además tenían confianza en las previsiones futuras positivas de la empresa.

Sin embargo, por parte de los directores generales de las empresas que no recompraban acciones explicaban que una acción de ese tipo solo tenía explicación si la empresa no contaba con oportunidades de inversión con VAN positivo.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

En el anexo 2, se presenta una lista de las principales investigaciones sobre este tema; sin embargo, no nos lleva a definir de forma contundente los motivos por el cual, los directivos se inclinan por el pago de dividendos líquidos o por la recompra de acciones.

Finalmente podemos decir, que una política de dividendos pagada a través de Recompra de acciones, estimula al mercado mandando buenas señales, previene adquisiciones hostiles y representa un atractivo para los inversionistas que prefieran reducir los impuestos y esperan una liquidez futura³⁴.

VI. LOS EFECTOS DE LA CONTABILIDAD

Durante muchos años, el actual sistema de contabilidad diseñado por el matemático Lucas Pacioli, ha contribuido a presentar informes sobre las transacciones comerciales de las empresas, así como establecer sus tendencias históricas del desempeño financiero. Sin embargo, con el desarrollo tecnológico de las computadoras, el Internet y las transformaciones económicas reflejadas en la globalización; la contabilidad es el centro de discusión de muchos analistas, llegando a cuestionar su funcionalidad y debilidad de medir y registrar el valor de las empresas³⁵.

Muchas empresas que mantienen una situación financiera que dificulta el acceso al crédito o que simplemente quieren reflejar un buen desempeño en la gestión del negocio, buscan alternativas orientadas a diferir costos y gastos para ejercicios posteriores, dichas acciones afectarían la política de dividendos basada en cifras erróneas, las cuales podrían ser desastrosas para cualquier compañía, traduciendo los beneficios de corto plazo para los inversionistas, en pérdidas futuras en el mediano plazo.

En términos generales, podría establecerse que con el actual sistema contable y el desarrollo de la Nueva Economía, las empresas no se encuentran en la capacidad de presentar una situación financiera que refleje el verdadero valor de la empresa. Visto desde esta perspectiva, cualquier política de dividendos impulsada por la Dirección de la empresa repercutiría en el detrimento de la gestión empresarial.

Con los escándalos contables de Enron, WorldCom y Xerox³⁶, la contabilidad ha quedado aún más en evidencia, sobre la deficiencia que tiene para presentar información confiable. Las grandes firmas de asesoría y contabilidad han

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

despertado serias dudas, no solo en el Gobierno de los Estados Unidos de Norteamérica, sino también en los inversionistas³⁷. La actuación del gobierno norteamericano, deberá estar encaminada a reducir el temor de los inversionistas, para tratar de estabilizar las operaciones en la bolsa de Wall Street, evitar la caída del precio de las acciones y una fuga de capitales.

Ante este panorama general, los inversionistas mantendrán una posición cada vez más cautelosa ante la distribución de dividendos, debido a la falta de confianza sobre los estados financieros presentados por las compañías cotizantes. Finalmente esta actitud por parte de los inversionistas, se verá reflejada en una reducción aún más pronunciada en el pago de dividendos presentando en el índice 400 de Estándar & Poors.

VII. CONCLUSIONES

Al inicio de este trabajo se ha explicado las diferentes teorías que han fundamentado que el pago de dividendos no incrementa el precio de la acción. Una propuesta muy reveladora es la expresada por Modigliani y Miller, demostrando la irrelevancia de la política de dividendos como fuente generadora de valor para la empresa. Sin embargo es importante hacer notar que el modelo presentado por M&M solamente es útil en la medida que identifiquemos las variables que influyen en la determinación de una política de dividendos y en las circunstancias que los diferentes mercados de capitales se encuentren para objetivar este argumento y que nos conduzca a conclusiones inequívocas acerca de la creación de valor a través de una política de dividendos.

Los argumentos teóricos e investigaciones realizadas sobre la relevancia en la política de dividendos, han sido expuestos y analizados de tal forma que se pueda tener una idea clara de lo que implica una decisión de este tipo y el impacto que pueda ocasionar en el precio de las acciones y finalmente en el valor de la empresa.

No hay que olvidar que la contabilidad juega un papel importante en la determinación de la política de dividendos. Si bien es cierto que en la nueva economía, el sistema contable ha evidenciado sus limitaciones y vacíos al no poder contabilizar los activos intangibles, también es cierto que durante muchos años ha sido el único instrumento que ha permitido el registro de las operaciones y activos físicos de la empresa. Por lo que corresponda a los Directores Financieros, será de vital importancia garantizar al menos, que los datos expresados en los

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

estados financieros reflejen fielmente la situación financiera y económica de la empresa.

Independientemente de la teoría y las tendencias reflejadas por los Índices de Standard & Poors, lo cierto es que la política de dividendos puede llegar a ser relevante para la empresa por presiones de los inversionistas para el pago de dividendos. Es decir, si estos últimos estiman necesario un pago de dividendo, será conveniente para la dirección escucharlos, ya que una fuga de inversionistas de la organización, llevará a una reducción en el precio de las acciones. Por lo tanto, para algunas compañías no aplicará el argumento de “gestionar un incremento en las cotizaciones de acciones a través de incrementos en los beneficios por acción”³⁸.

Finalmente, una política de dividendo podrá impactar en el valor de la empresa, en la medida que las imperfecciones del mercado aparezcan como determinantes en el precio de la acción y además dichas políticas se diseñen de tal forma que puedan transmitir confianza al inversionista. Por tal razón, no existen recetas que puedan garantizar un impacto positivo en la riqueza de los accionistas, más bien, son los Directores Financieros quienes deberán profundizar en el análisis de la empresa y su entorno y en esa medida diseñar la política que más impacte a su organización.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

- Bennett Stewart III "En Busca del Valor" Editorial Gestión 2000 1ª. Edición Barcela, España 2000.
- Frankfurter, G., and R.Wood, jr. "The Evolution of Corporate Dividend Policy" Journal of Financial Education (1997).
- GORDON, M.: "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review Of Economics and Statistics*, N°. 41 mayo 1959.
- JENSEN, Michel y MECKLING, William: "Theory of the Firm: Managerial Behaviour. Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol.4, n°1. October 1976
- LEASE, Ronald y otros: "Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa". Ed. Gestión 2000, 1ª. Edición, Barcelona.
- Ley del Impuesto Renta. San Salvador, El Salvador
- LINTNER, J.: "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *American Economic Review*. N°46. Mayo 1956
- MILLER, Merton y MODIGLIANI, Franco: "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, October.1961.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

CITAS Y NOTAS

¹ Un estudio exhaustivo de la historia de políticas de dividendos fue elaborado en 1997 por Franfurter y Wood. En dicho estudio plantean que desde principios del siglo XVI, los capitanes de los barcos mercantes de Gran Bretaña y Holanda empezaron a vender a los inversores derechos sobre la retribución financiera de sus viajes. Al final de los viajes, los ingresos se distribuían entre los propietarios de la empresa según su participación, liquidando de esta forma a la organización. Así mismo, antes del desarrollo de la teoría del mercado de capital moderno, los inversores en estas empresas navieras solían adquirir acciones de más de un capitán para diversificar el riesgo. Al transcurrir el tiempo, esta práctica llevó a reflexionar sobre la ineficiencia producida por la liquidación de los proyectos al final del viaje, los cambios relacionados a esta reflexión iniciaron con la retención de ingresos para financiar nuevas inversiones y liquidaciones parciales de dividendos. El estudio concluye que, **“los patrones de pago de dividendos, es un fenómeno cultural ... y que impactan en diferentes empresas y en formas distintas. Por tanto no se puede modelar matemáticamente y uniformemente para todas las empresas en todo momento”** Frankfurter, G., and R.Wood, jr. “The Evolution of Corporate Dividend Policy” *Journal of Financial Education* (1997).

² Independientemente de la política de dividendos que asume la empresa y de los medios que utilice para cancelar dichos dividendos a los accionistas, ésta debería anunciar y pagar un monto mínimo en concepto de dividendos, de lo contrario se estaría interpretando que se está invirtiendo en proyectos con un Valor Actual Neto negativo.

³ MILLER, Merton y MODIGLIANI, Franco: “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”. *Journal of Business*, 34 October.1961. Pp.: 411-433

⁴ Una definición de este concepto puede consultarse en LEASE, Ronald y otros: “Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa”. Ed. Gestión 2000, 1ª. Edición, Barcelona. Según estos autores los Costos de Agencia son los relacionados a la gestión de conflicto de intereses entre los propietarios de acciones y la dirección de la empresa.

⁵ Otros análisis que explican el planteamiento de Modigliani y Miller son los expuestos por Fernández Fernández L. Donde explica que ante las opciones de pagar dividendos o retener beneficios, para los inversionistas sería equivalente, dado que una disminución en el valor de las acciones que produce la emisión de las acciones, compensa exactamente el pago del dividendo, y por lo tanto, el valor actual de la acción en el mercado después del pago del dividendo y su financiación (emisión de acciones) es igual al valor actual de la acción antes del pago del dividendo, debido a la disminución en el valor que produce una nueva emisión de acciones, lo cual compensaría el dividendo pagado.

Por otro lado, si una empresa invierte el total de las utilidades retenidas en proyectos con VAN positivo, se esperaría que el valor de las acciones en bolsa se vea incrementado, de modo que si el accionista en algún momento exige liquidez, solo debe recurrir a la bolsa de valores y vender sus acciones. Ver Fernández Fernández L.(2001): “La Política de Dividendos”. <http://www.5campus.com/lección/poldiv>> enero 2002

⁶ El término “stakeholders” es un extranjerismo utilizado comúnmente en el mundo empresarial para identificar a los grupos de interés de la empresa, dentro de los cuales se encuentran: proveedores, clientes, accionistas y empleados.

⁷ LEASE, Ronald y otros: “Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa”. Ed.Gestión 2000,1ª. Edición, Barcelona, 2001.pp.61

⁸ GORDON, M.: “Dividends, Earnings and Stock Prices”. *Review Of Economics and Statistics*, N°. 41 mayo 1959

⁹ LINTNER, J.: ”Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”. *American Economic Review*. N°46. Mayo 1956

¹⁰ En El Salvador, es muy bonancible el tratamiento fiscal para los inversionistas, teniendo una tasa media efectiva del 1% según lo expresa en el Art.42 de la Ley del Impuesto sobre la renta, en otros países, esta misma tasa puede llegar a ser hasta un 40%.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

¹¹ En El Salvador, la tasa fiscal para los dividendos para personas particulares no excede al 30% y al 25% para personas jurídicas, con la atenuante de un crédito fiscal por los impuestos pagados por la empresa que origina el dividendo

¹² JENSEN, Michel y MECKLING, William: “Theory of the Firm: Managerial Behaviour. Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*. Vol.4, nº1. October 1976

¹³ LEASE, Ronald y otros: “Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa”. Ed. Gestión 2000, 1ª. Edición, Barcelona, 2001.

¹⁴ LEASE, Ronald y otros: “Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa”. Ed. Gestión 2000, 1ª. Edición, Barcelona, 2001

¹⁵ MASCAREÑAS, Juan.: “La Política de Dividendos” Universidad Complutense de Madrid, Abril 2001. <http://www.ucm.es/info/jmas/temas/divid.pdf>

¹⁶ En 1956, J. Lintner revisó la literatura financiera existente y redactó algunas preguntas en las cuales abordaba al menos quince variables que consideraba importantes a la hora de tomar decisiones sobre política de dividendos. Dentro de estas variables se encontraban el tamaño de la empresa, las inversiones de fábricas y maquinaria, la disposición o aversión al endeudamiento externo, el uso de los dividendos en acciones, la estabilidad de los beneficios, etc. Posteriormente eligió una muestra de 600 empresas industriales y a partir de esta muestra eligió 28 empresas en las cuales entrevistaría a los directores sobre la base del cuestionario elaborado. Ver Lintner J.: “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes”. *American Economic Review*, no. 46. Mayo 1956, pp. 97-113

¹⁷ Lease recopila información concerniente a 6 y su patrón de comportamiento en el pago de dividendos y los beneficios percibidos, en el período comprendido entre 1975 y 1997. Los datos son extraídos del *Annual Industrial Compustat Tapes* de Estados Unidos de Norteamérica.

¹⁸ Información recolectada por Ronald Lease del *Annual Industrial Compustat Tapes* entre 1975 y 1997, véase LEASE, Ronald y otros: “Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa”. Ed. Gestión 2000, 1ª. Edición, Barcelona, 2001. pp. 138-139

¹⁹ En “*The Economist*” de fecha 4 de junio de 1994 página 15, se puede leer “Los dividendos y las inversiones no son competidores directos por que las empresas pueden obtener capital no sólo de beneficios, sino también de préstamos bancarios o de los mercados financieros.”

²⁰ Según la legislación salvadoreña, es la Junta General de socios que dentro de sus facultades se encuentra la autoridad para decretar el Reparto de Utilidades o Distribución de dividendos. El código de comercio en su artículo 117 establece que serán los miembros de la junta general de accionistas quienes establecerán el monto de los dividendos a cancelar.

²¹ En el caso de El Salvador, este documento legal está tipificado como Punto de Acta de Junta General de Accionistas.

²² Una referencia sobre la tasa de rentabilidad del dividendo puede encontrarse en “Los Dividendos ya no mandan la parada” *The Wall Street Journal Americas*, publicado en *La Prensa Gráfica*, 31 de diciembre de 1996.

²³ Una interpretación similar a la tendencia reflejadas por el Índice 400 de S&P se puede leer en una publicación de *The Wall Street Journal Americas* “Los Dividendos ya no mandan la Parada” por Suzane McGee, redactora del citado periódico.

²⁴ En los últimos dos años, la bolsa de España ha experimentado contracciones en el rendimiento de la misma. Sólo en el 2000 el Ibex 35 perdió más de un 22%, para el 2001 un 7.82% y en enero del 2002 un 3.13%, lo que ha alejado a un buen número de inversores. Para más detalle al respecto de esta nota ver editorial en economía de *El Mundo* “Los dividendos se han convertido en el único ingreso para muchos inversores en bolsa Marzo 22 de 2002 <http://www.elmundo.es/2002/02/03/economia/1102133.html>

²⁵ Referencia a los cambios en la política de dividendos para el año 2003 puede encontrarse en “Citigroup aumenta dividendos un 75% y se espera que otras empresas la sigan” *The Wall Street Journal Americas*, publicado en *La Prensa Gráfica*, 15 de julio de 2003.

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

²⁶ Un detalle acerca de las consideraciones más importantes que hacen los analistas de riesgo, puede encontrarlo en “Los dividendos altos, un buen refugio para los inversionistas” The Wall Street Journal Americas, publicado en La Prensa Gráfica, 26 de mayo de 2004.

²⁷ El resumen del Plan Estratégico de Rapsol puede encontrarse en

<http://www.elconfidencial.com/noticias/dinamico>

²⁸ Según Bennett Stewart III, el pago de dividendos ocasiona una disminución del dinero disponible para invertir en el crecimiento y las consecuencia del desperdicio de las oportunidades de inversión deben ser restadas del precio de las acciones. G.Bennett Stewart III “En Busca del Valor” Editorial Gestión 2000 1ª. Edición Barcela, España 2000. pp 66

²⁹ Para una compañía como Microsoft, el reparto de dividendos se considera una pérdida de dinero que impide el crecimiento constante de las empresas. Para obtener más detalle puede consultarse el artículo publicado por Forbes “Outlook: Time to look at dividends” en: <http://www.forbes.com/1999/07/20/mu1.html>.

³⁰ Una definición sobre la Recompra de acciones puede encontrarse en MASCAREÑAS, Juan.: “La Política de Dividendos” Universidad Complutense de Madrid, Abril 2001, <http://www.ucm.es/info/jmas/temas/divid.pdf>, la cual define a la Recompra de acciones como la acción de adquirir, por parte de la empresa emisora, una parte de sus propias acciones ordinarias. Por su parte Ronald Lease comprende a la recompra de acciones como el pago que una empresa realiza por la devolución de toda o parte de las acciones en posesión de accionistas particulares, produciendo como consecuencia una reducción de las acciones restante del capital accionario.

³¹ Otros métodos no menos importantes son los enunciados por Ronald Lease, entre ellos encontramos la Recompra de subasta holandesa y distribución de opciones de venta. Ver LEASE, Ronald y otros: “Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa”. Ed. Gestión 2000, 1ª. Edición, Barcelona, 2001. pp.173. Así mismo J. Sabal considera otra modalidad, la que él llama “La recompra de acciones en el mercado sin anuncio previo de los accionistas” (Open Market Repurchases) más detalle al respecto se puede consultar en <http://servicios2.iesa.edu.ve/Profesores/JSabal/ClasesPDF/EstructdeCapit/Dividend.PDF>

³² Juan Mascareñas aborda este tema más a profundidad. Establece que al reducir el número de acciones en circulación, y por lo tanto, el capital social, el apalancamiento financiero aumenta, y junto a él, la rentabilidad financiera de los accionistas que aún permanecen en la empresa. <http://www.ucm.es/info/jmas/temas/divid.pdf>

³³ El estudio arrojó otros resultados como por ejemplo la creencia de los directores que las recompras de acciones son más eficaces que un aumento de dividendos a la hora de lograr protección de precios en un mercado en descenso. Ver LEASE, Ronald y otros: “Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa”. Ed. Gestión 2000, 1ª. Edición, Barcelona, 2001. pp.172

³⁴ Para Juan Mascareñas, al inversor le será indiferente la alternativa de Pago de Dividendos o Recompra de acciones siempre que esto se dé en un mercado perfecto, de lo contrario, el inversor preferirá cualquiera de las alternativas expuestas. Por ejemplo, podría preferir los dividendos a la recompra, cuando la empresa tenga que pagar un precio bastante alto por las acciones (cuando se presenta el caso que la empresa compre muchas acciones impulsando la cotización a la alza, para luego disminuir el precio cuando el plan de recompra finalice, lo cual afectaría en gran medida a los nuevos accionistas).

³⁵ Un análisis más extenso sobre este tema, puede documentarse con “Matemática para una nueva Economía” Baruch Lev, Estrategia & Negocios Abril 2000.

³⁶ Los escándalos contables protagonizados por estas empresas se fundamenta en la falsificación de balances a través de registros tendientes a cubrir costos para fortalecer el precio de su acción en la bolsa de New York, de la cual en algunos casos, fue utilizado para realizar compras hostiles (WorldCom al hacer una oferta de adquisición hostil al grupo de telecomunicaciones MCI Communications Corp.). Ver La Prensa Gráfica “ Xerox protagoniza nuevo escándalo financiero” 29 de junio de 2002, pág.32. Bajo este esquema, Xerox infló sus ganancia en seis mil millones de dólares,

¿Puede crear valor para la empresa una Política de Dividendos?

mientras que WorldCom “enmascaró sus cuentas de tal modo que convirtió US\$3,850 millones de pérdidas en ganancias. Las repercusiones que ha tenido la revelación de estos datos, se traduce en “pérdidas de miles de millones de dólares por parte de los inversionistas”. Ver La Prensa Gráfica “Los Escándalos de las empresas en E.U.A.” 29 junio de 2002, pág.32

³⁷ También las firmas auditoras están en la mira de los inversionistas y del Gobierno de Estados Unidos. La primera Arthur Andersen, fue acusada de destrucción de evidencias en el caso de ENRON, posteriormente la firma de auditoría y consultoría KPMG está siendo investigada por supuestas asesorías a un importante empresario estadounidense al cual ofreció “estrategias de solución al pago de impuestos de sus ganancias”. Ver La Prensa Gráfica “Asesorías de KPMG despiertan dudas en E.U.A” 15 de julio de 2002, pág.32. Los efectos de estas acciones por parte de empresas industriales y comerciales,. Así como de aquellas dedicadas a la auditoría y consultoría, están conduciendo a los inversionistas a despertar serias dudas sobre las utilidades que reflejan las empresas en la bolsa de valores. Según los expertos en materia financiera, “es que estas malas noticias, no solo afectan a las compañías involucradas en los escándalos, sino a estas alturas a todas las compañías estadounidenses, de quienes se comienza a poner en dudas su contabilidad”. Las proyecciones sobre los efectos que ocasionará estos escándalos se proyectan a que algunas empresas, podrían hacer provisiones de ganancias con los peores supuestos posibles, lo que podría traducirse en una ola de advertencia de resultados. Ver La Prensa Gráfica “Wall Street no frena su caída” 15 de julio de 2002.

³⁸ Telefónica, el gigante de las comunicaciones a escala mundial está siendo presionado por los inversionistas, cansados de más de 5 años de no recibir beneficios líquidos de sus acciones y ante caídas cada vez más frecuentes de sus acciones en la bolsa de Madrid. Ver El Mundo “Telefónica estudia repartir dividendos en el 2003 ante el malestar de los accionistas” Abril 12 de 2002, publicado en página web en la siguiente dirección: <http://www.elmundo.es/2002/02/03/economia/1102133.html>

ANEXO 1

Resumen de los estudios sobre los efectos del anuncio de dividendos¹

Autor(es) del estudio	Tipo de anuncio	Período de fechas del estudio	Tamaño de la Muestra	Efecto del anuncio: rentabilidad excedente de dos días (porcentaje)	Hipótesis respaldadas por el resultado (interpretación de los autores)
Petitt (1972)	Cambios en los dividendos	1967-1969	135	Incrementos: +0,935 Reducciones: -3.69	Se transmite información sustancial mediante el anuncio de cambios en dividendos. El mercado incorpora con eficiencia esa información al precio de las acciones.
Aharony y Swary (1980)	Cambios en los dividendos	1963-1976	149	Cuando los anuncio de beneficios preceden o siguen a los dividendos: +0.72 y +1.03 para incrementos de dividendos, respectivamente, y -3.76 y -2.82 para reducciones respectivamente	Los cambios en los dividendos líquidos trimestrales proporcionan información más allá de la ofrecida por las cifras de beneficios trimestrales. El mercado bursátil se ajusta con eficiencia a la información trimestral de los dividendos
Asquith y Mullins (1983)	Iniciaciones de dividendos	1964-1980	168	+3.7	Iniciar una política de dividendos transmite información positiva al mercado
Kalay y Lowenstein (1986)	Si anuncios son pronto o tardíos	1981	Pronto:72 Tarde:76	Pronto=+0.331 Tarde= -0.124	El mercado interpreta el retraso de los anuncios de los dividendos como información negativa

¹ LEASE, Ronald y otros: "Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa". Ed. Gestión 2000, Barcelona, 2000.

Continuación del Anexo n°1

Autor(es) del estudio	Tipo de anuncio	Período de fechas del estudio	Tamaño de la Muestra	Efecto del anuncio: rentabilidad excedente de dos días (porcentaje)	Hipótesis respaldadas por el resultado (interpretación de los autores)
Healey y Palepu (1988)	Iniciaciones de dividendos Omisiones de dividendos	1969-1980	Iniciaciones: 131 Omisiones: 172	Iniciaciones=+3.9 Omisiones= -9.5	Los precios de las acciones suben ante iniciaciones de dividendos y bajan ante omisiones. Además, los resultados en beneficios de una empresa cambian de forma importante alrededor de una iniciación u omisión de dividendos
John y Lang (1991)	Iniciaciones de dividendos	1975-1985	265	Todas las empresas, +3.23. Para el grupo de venta interna, 2.2 menos que para el grupo restante.	El efecto del anuncio de iniciaciones de dividendos es un 2.2 por ciento menor cuando va acompañado de venta interna que en el caso contrario. Las pruebas demuestran que el comercio interno es otra señal cuando se combina con aumentos de dividendos.
Dyl y Weigand (1988)	Iniciaciones de dividendos	1972-1993	240	La varianza desciende de 0.001329 a 0.001138. La beta desciende de 1.397 a 1.218	La iniciaciones de dividendos transmiten información al mercado referente al menor riesgo (varianza y beta) de la empresa. El riesgo es menor en el año posterior a la iniciación de dividendos
Lipson, Macquiera y Megginson (1998)	Iniciaciones de dividendos	1980-1990	1628 IPOs 114 Iniciaciones	+1.53	Las iniciaciones de dividendos están asociadas con sorpresa favorables subsiguientes de beneficios. Las sorpresas son más favorables para empresas que inician dividendos que para las que empezaron a cotizar el mismo momento pero eligieron no iniciar dividendos.

ANEXO No. 2

Autor(es) del estudio	Tipo de recompra	Tamaño de la muestra	Prima pagada media (porcentaje)	Fración media de las acciones deseada (porcentaje)	Impacto en riqueza sobre las acciones restantes, días del -3 al +30 ^a (porcentaje)	Hipótesis respaldada por los resultados (Interpretación del investigador)
Masulis (1980)	Oferta de precio fijo	199	23	16	18,2	Beneficios fiscales y transferencias de riqueza
Dann (1981)	Oferta de precio fijo	143	22,46	15,3	18,5	Contenido informativo positivo (señalización)
Vermaelen (1981)	Oferta de precio fijo	131	22,76	15,0	13,6	Señalización
Lakonishok y Vermaelen (1990)	Oferta de precio fijo	221	21,8	17,0	12,54	Información para la defensa de las empresas pequeñas, de la adquisición por parte de grandes empresas
Hertzel y Jain (1991)	Oferta de precio fijo	127 ^b	16,7	14,8	10,1	Información sobre el nivel y el riesgo de los beneficios futuros
Dann, Masulis y Mayers (1991)	Oferta de precio fijo	122	24	16	17,68	Información sobre el nivel y el riesgo de los beneficios futuros
Comment y Jarrell (1991)	Oferta de precio fijo	59	20,6	18,8	12	Señalización
Vermaelen (1981)	Mercado abierto	243	-	5,0	3,3	Señalización
Bartov (1991)	Mercado abierto	185	-	5,28	2,96	Información sobre el nivel y el riesgo de los beneficios futuros
Comment y Jarrell (1991)	Mercado abierto	1.157	-	7 ^c	2,3	Señalización

Autor(es) del estudio	Tipo de recompra	Tamaño de la muestra	Prima pagada media (porcentaje)	Fracción media de las acciones deseada (porcentaje)	Impacto en riqueza sobre las acciones restantes, días del -3 al +30 ^a (porcentaje)	Hipótesis respaldada por los resultados (interpretación del investigador)
Comment y Jarrell (1991)	Subasta holandesa	63	12,8	15,6	8,3	Señalización
Bagwell (1992)	Subasta holandesa	31	13,4	15,3	6,7	Valoración heterogénea (valoración superior para el nuevo inversor marginal)
Dann y DeAngelo (1983)	Recompras de bloque objetivo ^d	41	16,4	11,0	-6,7	Atrincheramiento de los directivos
Bradley y Wakeman (1983)	Recompras de bloque objetivo	61	9,8	11,1	-3,5	Atrincheramiento de los directivos
Mikkelson y Ruback (1991)	Recompras de bloque objetivo	99	19,5	12,9	-4,82	Revisión de las expectativas sobre el resultado de los bloques de propiedad
Denis (1990)	Recompras defensivas	40	-	28 ^e	-3,68	Atrincheramiento de los directivos
Bradley y Wakeman (1983)	Objetivo pequeñas propiedades	15	10	Despreciable	1,6	Reducción de los costes de revisión

^a Muchos de los estudios utilizaron periodos más cortos alrededor de los eventos.

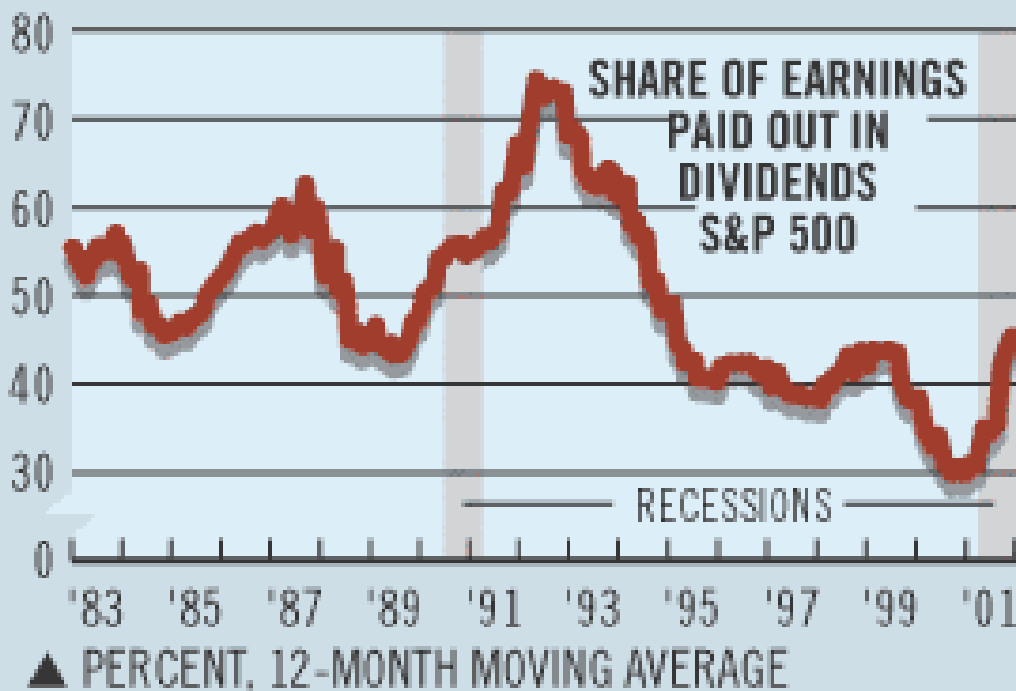
^b Empresas extraídas de Value Line.

^c No documentado, sino estimado de los resultados documentados.

^d Recompras negociadas a una prima.

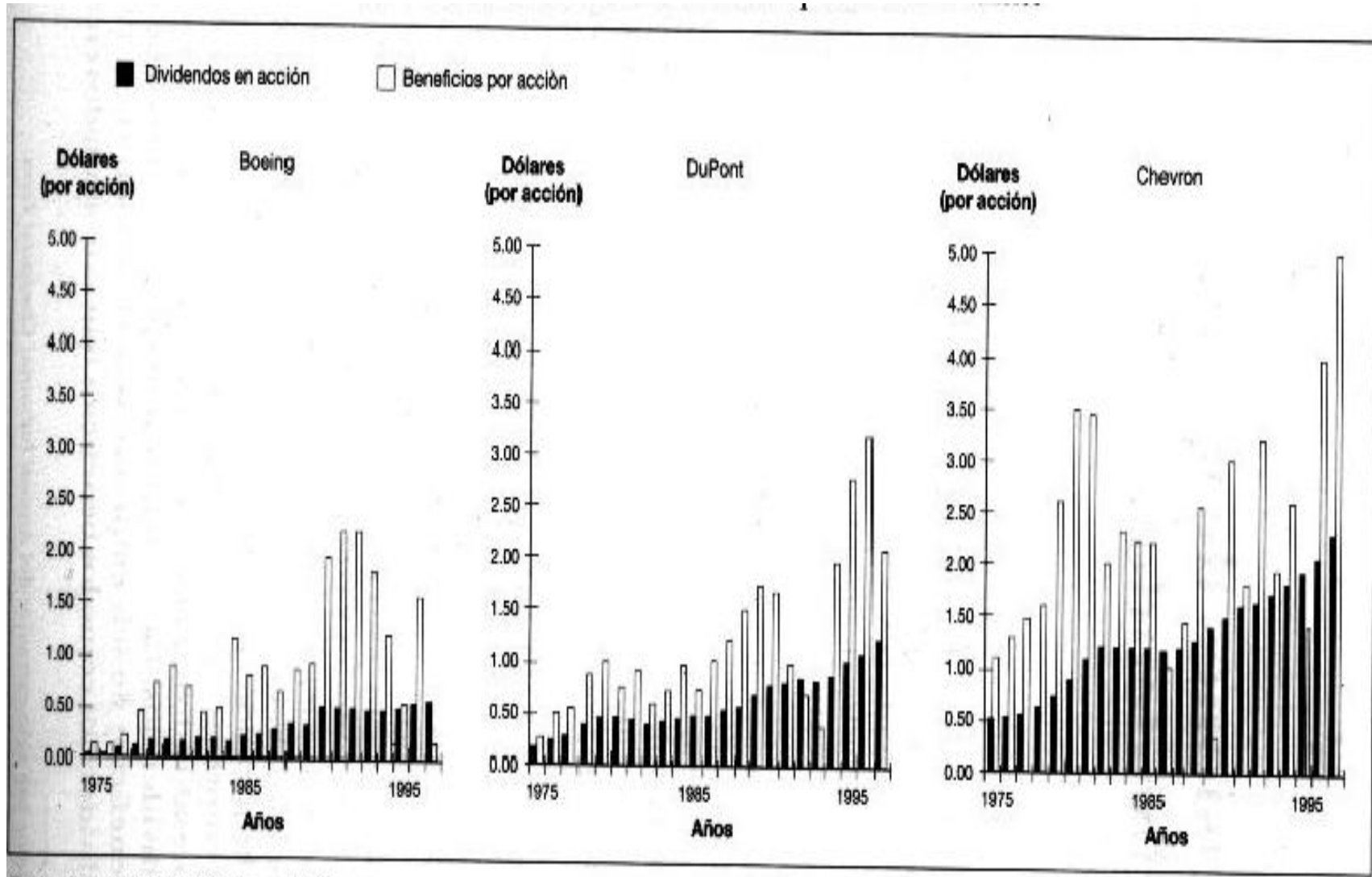
^e Estimado a partir de la Tabla 6 de Denis (1990).

A STRIKING DECLINE IN DIVIDEND PAYOUTS



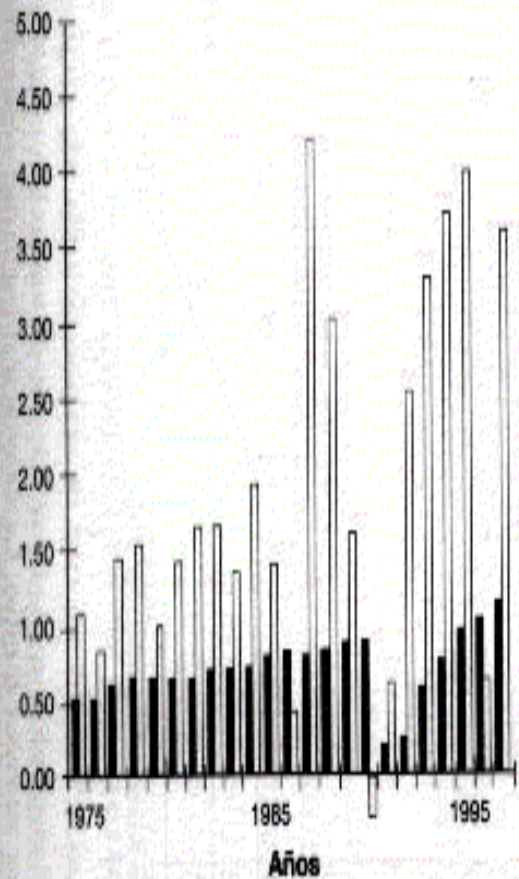
Data: Robert D. Arnott and Clifford S. Asness

GRAFICA No.1



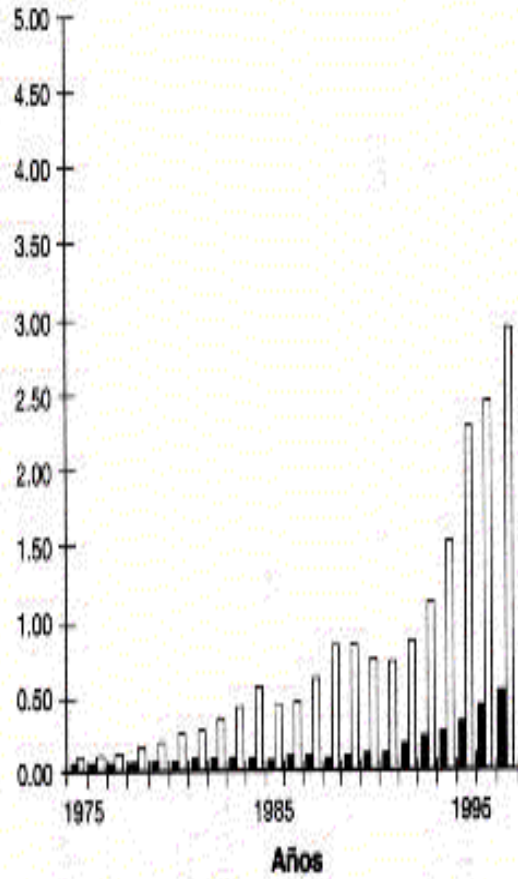
Dólares
(por acción)

Goodyear



Dólares
(por acción)

Hewlett-Packard



Dólares
(por acción)

Intel

