

# **UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



## **POLITICA DE DIVIDENDOS**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

**JULIO ANÍBAL AYALA GONZÁLEZ**

PARA OPTAR AL GRADO DE:

**MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

FEBRERO DE 2014

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

# UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



## AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : ING. MARIO ROBERTO NIETO LOVO  
SECRETARIA GENERAL : DRA. ANA LETICIA ZAVALA DE AMAYA

## AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MAESTRO ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO  
VICEDECANO : LIC. ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS  
SECRETARIO : MAESTRO JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS  
ADMINISTRADOR ACADEMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ  
ASESOR : MAESTRO JUAN FRANCISCO MERCADO CARRILLO  
TRIBUNAL EXAMINADOR : MAESTRO JUAN FRANCISCO MERCADO CARRILLO  
MAESTRO CARLOS ALVARENGA BARRERA

FEBRERO DE 2014

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

# INDICE

PRÓLOGO.....	1
I. EVOLUCIÓN HISTÒRICA DE LA POLÎTICA DE DIVIDENDOS.....	1
1. Definición de dividendos.....	3
2. Definición de política de dividendos.....	3
3. Tipos de política de dividendos.....	4
4. Factores que afectan la política de dividendos.....	4
II. LA IRRELEVANCIA Y RELEVANCIA DE LA POLITICA DE DIVIDENDOS.....	6
1. Cinco teorías que toman en cuenta la realidad de los mercados.....	8
II. LOS DIVIDENDOS EN LA ACTUALIDAD.....	12
1. Necesidades de financiamiento.....	17
2. Demanda de dividendos.....	18
3. El síndrome del jugo de naranja congelado.....	18
IV. LA RECOMPRA DE ACCIONES.....	21
1. La recompra de acciones actualmente constituye toda una moda.....	24
2. Impuestos Corporativos.....	26
3. El mercado envía señales.....	28
CONCLUSIONES.....	29
BIBLIOGRAFIA.....	30

## **PRÓLOGO**

El objetivo más importante de toda empresa es impulsar el bienestar económico y social mediante una adecuada disposición del capital a aquellas inversiones que dan el máximo rendimiento. Toda empresa, ya sea pública o privada, para poder realizar sus actividades requiere de recursos financieros (dinero), ya sea para desarrollar sus funciones actuales o ampliarlas, así como en el inicio de nuevos proyectos que impliquen inversión. Cualquiera que sea el caso, "los medios por los cuales las personas naturales o jurídicas hacen llegar recursos financieros en su proceso de operación, creación o expansión, en lo interno o externo, a corto, mediano y largo plazo, se conoce como fuentes de financiamiento". El financiamiento interno inicial es casi siempre necesario en etapas muy tempranas del desarrollo de la empresa, cuando el empresario todavía está implementado el producto o concepto de negocios y cuando la mayor parte de los activos de la firma son intangibles.

## **I. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Para determinar el impacto de la política de dividendos en la riqueza de los accionistas, revisemos los orígenes y la evolución de los dividendos empresariales. Comprendiendo este proceso evolutivo se puede entender mucho mejor las decisiones de dividendos. Frankfurter y Wood en 1997 ofrecen un excelente estudio exhaustivo de la historia de las políticas de dividendos desde la aparición de las primeras empresas con accionistas como propietarios. Estos autores destacan que a principios del siglo XVI, los capitanes de los barcos mercantes de Gran Bretaña y Holanda empezaron a vender a los inversionistas derechos sobre la retribución financiera de sus viajes. Al final de los viajes, de haber algunos ingresos derivados de la venta de las mercancías, se dividían entre los participantes en proporción a su propiedad en la empresa.

Estas distribuciones eran, de hecho, pagos que liquidaban la empresa, o dividendos de liquidación. Mediante esta práctica, los poseedores de estos derechos evitaban prácticas de contabilidad compleja o fraudulenta. A finales del siglo XVI, estos derechos sobre los resultados del viaje empezaron a cotizarse en el mercado. Y fueron estos derechos los que posteriormente serían sustituidos por la propiedad compartida. Incluso antes del desarrollo de la teoría del mercado del capital moderno, los inversionistas de estas empresas navieras solían adquirir acciones de más de un capitán para diversificar el riesgo inherente a las mismas.

Además, como en las empresas modernas, los inversores proporcionaban capital para estos proyectos, mientras que los capitanes aportaban sus habilidades especializadas, como por ejemplo la navegación en alta mar y las de dirección. Sin embargo, a medida que pasó el tiempo los propietarios empezaron a darse cuenta de que la completa liquidación del activo al final de cada viaje era ineficiente; los costes de puesta en marcha y de liquidación en cada proyecto eran elevados. Un historial de un capital con éxito y la creciente confianza de los accionistas en la responsabilidad de la dirección de la empresa dieron lugar a un sistema

de liquidación parcial al término de cada viaje concreto proporcionando dividendos del orden del 20 por ciento de los beneficios en lugar de dividendos de liquidación.

El concepto de empresas sin una vida finita correspondiente a la duración de un viaje, perduró y produjo la primera regulación del pago de dividendos. Los estatutos de las empresas incluían limitaciones al pago de dividendos derivados solamente de los beneficios. A principios del año 1700 el parlamento británico ya había establecido dos modelos que regulaban los pagos de dividendos: **la regla de beneficios y la regla de deterioro de capital**. La regla de beneficios pretendía proteger a los acreedores de las liquidaciones de la empresa en beneficio de los accionistas. La regla de deterioro de capital, que restringía las transferencias de los beneficios retenidos a los dividendos, fue adoptada para defender la continuidad de la empresa. El éxito de la estructura de propiedad compartida mediante acciones en las empresas navieras se contagió a multitud de otras industrias emergentes a finales del siglo XVII; por ejemplo, en minería, banca, venta al por menor y las empresas públicas.

La primera empresa estadounidense con características reconocidas como las de una corporación moderna fue fundada en Philadelphia en 1768. Esta empresa tuvo por nombre “The Philadelphia Contributionship for the Insuring of Houses from Loss by Fire”. A continuación empezaron a surgir políticas de dividendos. Por ejemplo, en 1781 los estatutos del Banco de Norteamérica estipulaban que el consejo de administración regularmente pagara dividendos generosos de los beneficios. Los estatutos del Banco de los Estados Unidos de 1790 estipulaban el pago de dividendos dos veces al año.

El primer estatuto de dividendos de EE.UU. fue establecido en Nueva York en 1825 y muy pronto fue imitado por otros estados. Esta nueva ley convertía en ilegal la paga de dividendos que no procedieran de los beneficios. Una regla de insolvencia, adoptada por primera vez en Massachusetts en 1830, prohibía los dividendos si la empresa era insolvente o el pago de esos dividendos creaba insolvencia. De nuevo, esta regulación fue adoptada con rapidez por otros estados. Acabada la guerra civil norteamericana, la mayoría de las empresas fabricantes del norte pagaban dividendos regulares de aproximadamente el 8 por ciento de los beneficios. La falta general de información financiera provocaba que los inversores intentaran determinar el valor de una empresa mediante el análisis de su historial de dividendos. Los aumentos generalizados en los pagos de dividendos se reflejaban en un precio creciente de las acciones.

Con la política de dividendos y riqueza de los accionistas, si una empresa sigue la regla del Valor Actual Neto-VAN -criterio de aceptación/rechazo de los proyectos de inversión- y distribuye todo lo que sobra de su flujo de caja generado internamente, se define como una empresa que sigue **la política de dividendos residuales**. La cantidad de dividendos equivale simplemente al flujo de caja sobrante después de que la empresa realice las inversiones deseables. Como los flujos de caja generados internamente poseen una

variabilidad inherente y puesto que los proyectos de inversión parecen deseables sólo aleatoria e intermitentemente, la cantidad de dividendos residuales puede oscilar mucho e incluso llegar a ser nula.

Por otro lado, los directivos también pueden pagar más que esta cantidad residual. En estos casos, decimos que la empresa sigue una **política de dividendos gestionados**. Si la dirección cree que ésta política de dividendos es importante para sus inversores y que puede influir positivamente en la valoración de las acciones de la empresa, sin duda adoptará una política de este tipo.

- 1. Definición de Dividendos:** Los dividendos son los pagos en efectivo que las corporaciones hacen a sus accionistas; y proporcionan el retorno que reciben los accionistas de la empresa por el capital contable suministrado por ellos; incluso, compañías que en la actualidad no pagan dividendos, reinvierten las utilidades generadas en la empresa y de esta forma incrementan la capacidad de la compañía para pagar dividendos en el futuro<sup>1</sup>. Los directivos de la empresa se reúnen periódicamente para decidir entre pagar dividendos o no, y para determinar el monto y la forma de dicho pago. Aunque las empresas oficialmente pagan dividendos a los propietarios individuales y las sociedades también distribuyen utilidades entre sus propietarios, muchas de las consideraciones en cuanto a la política de dividendos corporativos también se pueden utilizar para ayudar a no tomar decisiones apropiadas de distribución de utilidades para estas otras formas de organizaciones de negocios.
- 2. Definición de Política de Dividendos:** Es el plan de actuación que diseña una empresa para distribuir sus beneficios entre los accionistas a través de los dividendos. La política debe tomar en cuenta dos objetivos básicos: **maximizar el beneficio de los propietarios de la empresa y la obtención suficiente de financiamiento**. En lo relacionado a la maximización de la riqueza, dicha política debe diseñarse no solamente para incrementar el precio de la acción en el año siguiente, sino para aumentar la riqueza en el largo plazo y para la obtención suficiente de financiamiento, considerar que sin un financiamiento suficiente para realizar proyectos aceptables, el proceso de elevar la riqueza no puede llevarse a cabo. La empresa debe planear sus requerimientos futuros de fondos, tomando en cuenta la disponibilidad externa de ellos y ciertas consideraciones de mercado, determinar tanto el monto de financiamiento de utilidades retenidas necesarias, así como el de utilidades retenidas, luego de haber pagado los dividendos mínimos.

---

<sup>1</sup> Gallager, Timothy J., y Andrew, Jr., Joseph D. “Administración Financiera-Teoría y Práctica”. Editorial Prentice Hall, 2001.

Esto es que los pagos de dividendos no deberán considerarse como un residuo, sino más bien como un desembolso requerido, después del cual se pueden reinvertir cualesquiera de los fondos restantes en la empresa.

### **3. Tipos de Política de Dividendos**

- A. Que se calcula dividiendo el dividendo en la razón de pago : Efectivo por acción de la empresa entre sus utilidades por acción, indica el porcentaje por unidad monetaria percibida que se distribuye a los accionistas en forma de dividendos. Uno de los inconvenientes de esta política es que si las utilidades de la empresa decaen, o si ocurre una pérdida en un periodo dado, los dividendos pueden resultar bajos o incluso nulos.
- B. Se basa en el pago de un política de dividendos regulares: Dividendo fijo en cada periodo. Esta política proporciona a los accionistas información generalmente positiva, indicando que la empresa se desempeña correctamente, con lo que se reduce al mínimo toda incertidumbre.
- C. Política de dividendos regulares bajos y adicionales: Algunas empresas establecen una política de dividendos regulares bajos y adicionales, con la que pagan un dividendo regular bajo, complementado con un dividendo adicional, cuando las utilidades lo justifican.
- D. Dividendo en acciones. Es el pago de dividendos en forma de acciones a los propietarios existentes. Las empresas recurren a menudo a este tipo de dividendo como una forma de reemplazo o adición de los dividendos en efectivo. Aunque los dividendos en acciones no tienen un valor real, las acciones pueden concebirlos como algo de valor que les ha sido proporcionado y que antes no tenían. Aspectos contables: En el sentido contable el pago de un dividendo en acciones significa un cambio entre las cuentas de capital, en vez de utilizar los fondos. Desde el punto de vista de los accionistas: El accionista que recibe un dividendo en acciones no recibe en realidad nada de valor.

Las divisiones de acciones: tienen un efecto sobre el precio de las acciones de una empresa similar al de los dividendos en acciones. La división de acciones es un método comúnmente empleado para reducir el precio de mercado las acciones de la empresa mediante el incremento en el número de acciones que posee cada accionista. Las empresas suelen creer que el precio de sus acciones es demasiado alto, y que una reducción en el precio de mercado harán más dinámicas las transacciones.

### **4. Factores que afectan la política de Dividendos**

La necesidad de fondos de la empresa, la posición del efectivo de la firma, sus proyecciones financieras futuras, las expectativas de los accionistas y las restricciones contractuales que debe cumplir la empresa, son el fundamento de la política de dividendos.

a) El efectivo que la empresa utiliza para pagar dividendos a los accionistas son fondos que la firma podría invertir de otra manera. Por ende, una empresa con amplias oportunidades de inversión de capital puede decidir pagar pocos dividendos o nada. En forma alternativa, puede haber abundante efectivo y ningún proyecto bueno disponible de considerarlo como presupuesto de capital. Esto podría conducir a grandes pagos de dividendos.

b) Expectativas administrativas y política de dividendos. Por una parte, si los gerentes tienen perspectivas de crecimiento brillante para su empresa, pueden comenzar a pagar grandes dividendos con la expectativa de mantenerlos en los buenos tiempos venideros. Por otra parte, si los gerentes consideran que se aproximan tiempos difíciles, pueden decidir mantener reservas de efectivo de la empresa por seguridad, en lugar de pagar dividendos.

c) Preferencias de los accionistas. La reinversión interna de las utilidades, en lugar de dividendos, conduciría a mayores precios de las acciones y a un porcentaje mayor del retorno total proveniente de las utilidades de capital. Las utilidades de capital son aquellas obtenidas cuando se incrementa el precio de un activo de capital, como el de las acciones ordinarias.

d) Restricciones sobre los pagos de dividendos. Una empresa puede tener restricciones contractuales sobre los pagos de dividendos en sus actuales obligaciones de bonos o en los convenios de préstamos. Ejemplo, un contrato de préstamo de una empresa con un banco, puede especificar que la razón corriente de la empresa no puede caer por debajo de 2.0 durante la vida del préstamo. Puesto que el pago de un dividendo en efectivo disminuye la cuenta de efectivo de la empresa, la razón corriente puede caer por debajo del nivel mínimo requerido. En tal caso, la magnitud de un dividendo puede tener que recortarse u omitirse. Además, en muchos países se prohíben a las empresas el pago de cualquier parte del capital en forma de dividendos, tal capital, se mide por el valor contable de las acciones comunes. Esta restricción es una prohibición contra la tentativa de arrasar con el capital inicial. Al establecer una política de dividendos, se deben tener presente las consideraciones de los propietarios, y este es el objetivo de la empresa, que debe ser el de maximizar el beneficio de los propietarios. También, se deben tener presente las consideraciones de mercado, debido a que el beneficio de los propietarios de una empresa se refleja en el precio de mercado de las acciones, se deberá conocer la probabilidad de respuesta del mercado respecto de ciertos tipos de políticas al formular una política de dividendo adecuada.

## II. LA IRRELEVANCIA Y RELEVANCIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

La irrelevancia: Modigliani y Miller<sup>2</sup>, M&M en 1961 demostraron que, en un mercado de capitales eficiente, la política de dividendos de una empresa es irrelevante en cuanto a su efecto sobre el valor de las acciones, debido a que está determinado por su poder generador de beneficios y por su tipo de riesgo; dependerá de la política de inversiones de la compañía y no de cuántos beneficios son repartidos o retenidos. Además demostraron que si la empresa pagaba unos dividendos mayores debería emitir un mayor número de acciones nuevas para hacer frente a dicho pago, siendo el valor de la parte de la empresa entregada a los nuevos accionistas idéntico al de los dividendos pagados a los accionistas antiguos.

Por ejemplo: Suponga que la empresa ABC no cuenta con exceso de caja, pero declara un dividendo de US \$ 1,000.00. También requiere de US \$ 1,000.00 para financiar una nueva inversión. Usando la teoría de M&M, y los balances de abajo, demuestre como el valor de la firma no cambia cuando se emiten nuevas acciones para pagar el dividendo.

<u>Fecha de Cierre</u>		<u>Fecha pago de dividendo</u>	<u>Fecha post-pago dividendo</u>
Caja	1,000.00	0.00	1,000.00 (40xUS \$25.00)
Valor del activo	5,000.00	5,000.00	5,000.00
Valor total	6,000.00	5,000.00	6,000.00
Numero de acciones	200	200	240
Precio/acción	US \$ 30.00	US \$ 25.00	US \$ 25.00

En la fecha de pago del dividendo, el precio de la acción cae justo en el monto del dividendo por acción, US \$5.00 (US \$1,000.00/200). Dado que el número de acciones continúa siendo 200, el valor del capital cae a US \$5,000.00. En la fecha de post pago de dividendo, se emiten 40 acciones a US \$25.00 cada una, lo que da un total de US \$1,000.00. Con ello se logra reunir el dinero necesario para financiar los nuevos proyectos de inversión. Los accionistas antiguos están igual que antes: la pérdida de capital sufrida por la baja en el precio de sus acciones de US \$30.00 a US \$25.00, se ve exactamente compensada por la entrega del dividendo de US \$5.00 por acción. Los accionistas nuevos, en tanto pagan US \$1,000.00 por acciones cuyo valor de mercado total es precisamente de US \$1,000.00.

Ahora bien, la irrelevancia de M&M será cierta, siempre que se cumplan una serie de hipótesis básicas, como son: 1<sup>a</sup>. Los costos de transacción se ignoran; 2<sup>a</sup>. La política de

---

<sup>2</sup> Miller Merton y Modigliani Franco “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”. Journal of Business, 34 de Octubre de 1961.

Inversiones de la empresa se mantiene constante; 3<sup>a</sup>. Las ganancias de capital y los dividendos son gravados con el mismo tipo impositivo; 4<sup>a</sup>. Los dividendos no transmiten ninguna información al mercado; 5<sup>a</sup>. Los mercados de valores son eficientes y 6<sup>a</sup>. Los inversionistas actúan de forma racional.

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

Dado el nivel de inversión requerido por la empresa, el dinero pagado en forma de dividendos puede ser reemplazado por la emisión de nuevas acciones. Es la política de inversiones, no la de financiación, la que determina el valor de la empresa. Un cambio en la política de dividendos implica únicamente un cambio en la distribución del total de rendimientos entre dividendos y ganancias de capital. Cuando la empresa emite nuevas acciones para poder pagar los dividendos a los accionistas antiguos se produce una transferencia de riqueza de éstos últimos hacia aquéllos, que es equivalente al dividendo recibido por los accionistas antiguos. Así que éstos se quedan como estaban, puesto que lo que reciben de dividendos lo pierden en el valor de sus acciones.

Cuando el mercado es eficiente, un accionista que necesitara dinero líquido no tendría más que vender las acciones necesarias para conseguirlo. Si la empresa, pagase un dividendo, el inversor podría eliminar o reducir cualquier dividendo recibido comprando nuevas acciones de la compañía. De esta manera cada inversor podría diseñar su propia política de dividendos sin importarle cual es la de la empresa, por ello se puede deducir que ésta última es irrelevante para el accionista y, por lo tanto, no afectará al precio de mercado de las acciones de la empresa.

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

A continuación se detallan cinco teorías en las que se toman en cuenta la realidad de los mercados, independientemente de la política de dividendos que se quiera utilizar.

## 1. Cinco Teorías que Toman en Cuenta la realidad de los Mercados

### A. La teoría de dividendos residuales

En un mercado en el que existan costos de emisión de acciones, a la empresa le resulta más caro el dinero obtenido a través de la emisión de acciones que el que consigue vía beneficios retenidos. El efecto de los costos de emisión es eliminar la indiferencia existente entre emitir acciones para financiar los pagos por dividendos y la financiación interna. Por dicha razón, los pagos de dividendos sólo se producirán si los beneficios no se utilizan íntegramente para propósitos de inversión, esto es, sólo cuando haya "beneficios residuales" después de fijar la política de inversiones de la empresa. Por eso esta política recibe el nombre de teoría de los dividendos residuales, que podríamos desglosar en los siguientes puntos: a). Mantener constante el ratio de endeudamiento para los proyectos de inversión futuros; b). Aceptar un proyecto de inversión sólo si su valor actual neto es positivo; c). Financiar la parte del desembolso de los nuevos proyectos procedente de las acciones ordinarias, primeramente utilizando financiación interna y cuando ésta se agote, a través de la emisión de nuevos títulos; d). Si quedase alguna financiación interna sin aplicar después de asignar los proyectos de inversión, se distribuirá vía dividendos. En caso contrario no habrá pago de dividendos. Según esta teoría la política de dividendos tiene una influencia pasiva y no incide directamente sobre el valor de mercado de las acciones.

### B. El efecto clientela

En un mercado eficiente los inversores podrían diseñar su propia política de dividendos sin más que vender más acciones o recomprarlas, respectivamente, según quisieran más o menos dividendos que los repartidos por la empresa. Pero en un mercado en el que existen costos de transacción, el mero hecho de comprar o vender títulos resultaría más caro al inversor que tendría que pagar unos costes de transacción; además, claro está, de que tendría que pagar los impuestos respectivos por recibir los dividendos o por las plusvalías en el caso de la venta de títulos. Como resultado, de estas consideraciones los inversores podrían no estar interesados en adquirir o vender las acciones que permitan diseñar su propia política de dividendos. De tal forma que si tienen una política de dividendos determinada buscarían aquella empresa que la satisfaga, con preferencia a realizarla por sí mismos debido al costo añadido que ello tendría. De esta forma las empresas e inversores que prefieren grandes dividendos líquidos invertirán en aquellas empresas que se los proporcionen, mientras que las que prefieran pequeños buscarán compañías que tengan dicha política. Por ello esta teoría recibe el nombre de **efecto clientela**, pues cada empresa tendrá sus propios inversores-clientes. A menos que haya una mayor demanda agregada sobre una política de dividendos determinada que esté siendo satisfecha en el mercado, dicha política sigue siendo inocua de cara a la valoración de las acciones, es decir, una política es tan buena como otra cualquiera. Si la empresa cambia su política de dividendos vería como cambian los inversionistas de la misma en busca de una readaptación de sus inversiones.

### **C. El valor informativo de los dividendos**

Las alteraciones en la política de dividendos proporcionan información al mercado de valores. Un aumento en los dividendos esperados puede ser interpretado como una buena noticia. Un recorte de los mismos podría indicar malas noticias. Su completa eliminación, en un número importante de sectores, sería el síntoma de que algo grave le ocurre a la empresa. Como sabemos, en un mercado eficiente los precios de los títulos reflejan toda la información disponible porque los inversores tienen acceso a la misma. Sin embargo, en la realidad esto no suele suceder y los inversores no lo saben todo acerca de los flujos de caja esperados, ni acerca del riesgo asociado a los mismos. De hecho, los directivos estarán mejor informados que los accionistas y que el propio mercado (a esto se le denomina información asimétrica).

Así que la eficiencia del mercado de valores en cuanto a la generación de buenas estimaciones del valor intrínseco de las acciones depende, en cierto modo, de la capacidad de los directivos de comunicar información económica al mercado. Y la política de dividendos proporciona un vehículo ideal para comunicar tal información a los accionistas. De hecho, tal vez sea éste el principal papel de dicha política. Es decir, una elevación de los dividendos es un anuncio de la directiva de que los flujos de caja esperados van a superar a los obtenidos en el pasado. Si dicha información no fue anticipada por el mercado, entonces a la noticia le seguirá un alza de precios. Pero, hay que tener cuidado ya que no es el dividendo el que ha alterado el precio, sino la nueva información relacionada con las expectativas de generación de recursos de la empresa, que ha sido incorporada inmediatamente en el precio del título. Resumiendo, en un mercado eficiente, los accionistas anticipan el anuncio del dividendo; y si al producirse su distribución, éste fuese superior al anticipado, se produciría un alza de los precios de las acciones al indicar que las expectativas de ganancias futuras son superiores a las inicialmente supuestas por el mercado. Si el dividendo fuese inferior al esperado se produciría un descenso en los precios por el motivo contrario al expuesto.

Es necesario señalar que esto último no siempre sucede, pues si se cumplen ciertas condiciones un recorte de los dividendos esperados puede ser una buena noticia. Ello puede ocurrir cuando una empresa que tiene varias oportunidades de inversión rentables, dispone de poca liquidez y, al mismo tiempo, es muy costoso conseguir financiación externa; el valor de las acciones de la empresa puede aumentar como consecuencia de una reducción de los dividendos y un aumento de las inversiones. Ahora bien, la condición fundamental para que esto se cumpla es que el mercado se entere de todo esto y lo perciba como algo positivo. El efecto del anuncio de los dividendos sobre el precio de las acciones por ejemplo, esta situación se da en las empresas de sectores en crecimiento (Microsoft, Intel, Compaq hoy HP, etc.), cuyos accionistas buscan ganancias de capital, antes que dividendos, porque prefieren los mayores rendimientos derivados del crecimiento de las

empresas. De hecho, estas empresas tienen por costumbre no repartir dividendos; por ello, al anunciar un reparto de beneficios están diciendo al mercado que ya no hay inversiones tan suculentas como antes y que van a pasar a ser empresas con un menor crecimiento. El resultado es una reducción del precio de sus acciones para reflejar las menores expectativas existentes.

Otra política alternativa seguida por este tipo de empresas con el dinero sobrante es la recompra de acciones, que es un procedimiento que da una mayor flexibilidad que el tener que prever unos dividendos semestrales o trimestrales. Este efecto informativo de los dividendos es una muestra de la denominada asimetría informativa, es decir, del diferente grado de accesibilidad a la información existente entre los propietarios y los gerentes, pues éstos últimos tienen información privilegiada sobre la marcha de la empresa de la que no disponen los accionistas. Así, en un mercado con riesgo, los dividendos son un medio de minimizar cualquier desajuste que pueda surgir en el precio de las acciones como resultado de la asimetría informativa. Los dividendos, también, pueden ser importantes en cuanto que la dirección de la empresa no tenga otro medio fiable de informar a los inversores sobre los beneficios esperados.

#### **D. Los costes de agencia y la política de dividendos**

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

Una posible ineficiencia sucede precisamente en el incumplimiento del objetivo señalado en el párrafo anterior por parte de los directivos. Según éste, si tuviésemos dos empresas idénticas salvo en lo relacionado a la distribución de su capital social, de tal manera que una estuviese dirigida por sus propietarios (pocos accionistas), mientras que otra lo fuera por directivos contratados al efecto (muchos accionistas), su valor de mercado sería el mismo, si las restantes variables se mantuviesen inalterables. Si el mercado del "control empresarial" fuese eficiente, cualquier empresa que se desviase del objetivo final señalado anteriormente, vería descender su precio de mercado, lo que la llevaría a terminar siendo adquirida por otros directivos más capaces. Esto también implica un buen funcionamiento del mercado de trabajo, en orden a poder sustituir a los directivos que no defienden los intereses de sus accionistas por otros que sí lo hacen. Ahora bien, si ambos mercados no

funcionan eficientemente, como así parece suceder, uno de los supuestos de M&M se va abajo, dando lugar a lo que, Jensen y Meckling<sup>3</sup>, denominaron como costos de agencia. Es decir, al problema de la separación entre propiedad y control, el cual explica una parte bastante importante del comportamiento, que no parece ser racional a la luz de los supuestos de los mercados perfectos. La medida de los costes de agencia, consiste en la diferencia entre el valor de mercado de la empresa cuando su equipo directivo es el propietario de la totalidad de la misma y su valor cuando dicho equipo posee menos del cien por ciento de la misma.

Los directivos, con objeto de reducir dichos costos de agencia, suelen tomar una serie de medidas como, por ejemplo, la realización de auditorías externas de la empresa, el establecimiento de cláusulas de protección por parte de los acreedores, el establecimiento de incentivos (opciones sobre acciones, por ejemplo), etc., todo ello con el objetivo, adicional, de proporcionar información a los inversores sobre las acciones e intenciones de los directivos. A dichas medidas reductoras de los costos de la separación entre la propiedad y el control podríamos incluirles la política de dividendos. Efectivamente, si al repartir dividendos es necesario acudir al mercado financiero para financiar dicho reparto, a través de la ampliación de capital correspondiente, los suministradores de capital no acudirán a la llamada de la empresa a menos que reciban nueva información sobre los usos que la directiva piensa dar a dichos fondos, de esta manera los accionistas actuales podrán conseguir nueva información sobre las intenciones de los directivos a través de este proceso. En este caso la política de dividendos puede realizar una significativa contribución al valor de la empresa.

### **E. La teoría de las expectativas**

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

---

<sup>3</sup> Jensen Michael y Meckling William “Theory of The Firm, Managerial Behaviour. Agency Costs and Ownership Structure” Journal of Financial Economics, Vol 4, No. 4, Octubre de 1976.

### III. LOS DIVIDENDOS EN LA ACTUALIDAD

La política de dividendos constituye con frecuencia un componente activo de la estrategia de una empresa. Por lo general, los dividendos tienen un efecto de señal extraordinariamente fuerte. El mercado generalmente tiene una actitud muy negativa cuando los dividendos se interrumpen, ya que esto pone en duda la sostenibilidad futura de la empresa. Por lo tanto, las empresas se esfuerzan por asegurar los pagos de dividendos consistentes.

Altas distribuciones y el compromiso de pago de forma coherente a la vista del efecto de las señales que han logrado producir sociedades más disciplinadas. Ellos necesitan presupuestar sus recursos financieros con cuidado y utilizarlos de manera eficiente. Por el contrario, los programas de recompra de acciones no producen un efecto de señal similar, ni tampoco ejercen las mismas restricciones disciplinarias a una empresa debido a su carácter discrecional. Las empresas con alta rentabilidad por dividendo generalmente tienen ratios de balance saludables con una relativamente amplia base de capital y los flujos de caja estables.

Asimismo, los inversores suelen ser menos rápidos en vender una acción que paga altos dividendos y promete beneficios que se pueden predecir relativamente confiable, incluso en condiciones adversas o de estancamiento del mercado.

Centrándose en los altos pagos de dividendos por sí solos, sin embargo, puede ser engañoso. Más bien, es el modelo de negocio de una empresa, sobre todo, que debe dar forma a las expectativas de ganancias sostenibles, además de una política de la empresa accionista de usarlas. Si su modelo de negocio funciona, una empresa también puede contrarrestar los efectos de la inflación mediante el aumento de sus precios, lo que puede aumentar sus beneficios y, en última instancia sus dividendos. A largo plazo, los valores de los dividendos pueden añadir valor a una cartera y no sólo a través del flujo de ingresos adicionales a partir de distribuciones de ganancias.

Rendimientos de los dividendos sustanciales se pueden obtener mediante una estrategia fundamental de dividendos a pesar de los aumentos de precio de las acciones del año pasado, a condición, sin embargo, que la selección de valores se centra en las expectativas futuras de dividendos en lugar de las distribuciones recientes. Especialmente en tiempos de represión financiera, cuando las tasas de interés se mantienen artificialmente bajas, estrategia parece ofrecer un complemento muy prometedor para una cartera de acciones<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> J.P.Morgan “Dividends: The 2011 guide to dividend policy trends and best practices”. January 2011.

Apenas han habido algunos escasos encabezados sobre los magros dividendos otorgados por Microsoft y unas cuantas de las otras firmas que no los otorgan buscando un componente más amplio.

De otra manera, ni los gerentes ni los accionistas parecen estar muy preocupados por eso ya que en ninguna reunión anual de accionistas, u otras declaraciones corporativas, se ha hecho alguna insinuación de que los gerentes estén considerando volver a los ratios del pasado.

Mucho del auge que mueve las acciones desde septiembre 2002 ha favorecido a las que no pagan dividendos, por lo cual el precio de muchas acciones de alto rendimiento han estado golpeando duro en consonancia con la reciente alza de las tasas de interés. La extraordinaria revisión de las estructuras de las alzas ha sido una decepción para los mercados.

Desde 1950 a 1999 el ratio de dividendos/valor en libros, correspondiente a las empresas dentro del índice Standard & Poors-S&P 500, promediaba el 50%, y nunca cayó por debajo del 38%, excepto un breve bajón que se produjo durante el enorme auge de las ganancias del petróleo en 1999. Para el año 1999 ese ratio ha caído a niveles bajos durante el auge de la segunda mitad de los 90's. El ratio de dividendos/valor en libros durante la segunda mitad de los 90's, uno de nuestros favoritos, está llegando alrededor del 4.5%, casi 100 puntos por debajo de 1999, y eso está pasando en momentos en que los márgenes de ganancias son históricamente elevados y el dinero para préstamos está muy barato. Con el mercado accionario subiendo más del 30% mientras los bajones tocan lo de 15 meses antes, es obvio que la demanda por dividendos está aproximadamente baja; por lo cual este fenómeno tiene muy poco sentido.

Los dividendos son importantes: Ciertamente los dividendos sí importan. En un famoso artículo sobre el tema, Fischer Black (1976), argumentaba que los dividendos constituyen un verdadero y enigmático rompecabezas, mencionaba "Para mí eso es así, por la forma en que los inversionistas reaccionan a los dividendos, no por el fenómeno en sí mismo". "Para ello me baso en dos argumentos que refirió en detalle". La debilidad de los contadores: Aunque con la mejor de sus intenciones; regularmente, las ganancias que los gerentes y la contabilidad reporta con tan aparente precisión, como cuando afirman: "Hemos ganado \$2.01 este trimestre, versus los \$1.96 del trimestre anterior", en realidad son meras estimaciones construidas sobre bases muy frágiles, ya que en verdad nadie conoce cómo medir las verdaderas ganancias; pero sí todo mundo sabe el monto preciso de una declaración gerencial sobre el ratio de dividendos a otorgar. Este punto de vista fue valido durante mucho tiempo hasta antes de las pintorescas y truculentas historias contables más recientes. Recordando en 1972 a Jack Treynor, quien decía: "Reportar el cambio en el valor de una firma durante un período contable, que es lo que supuestamente constituye el principal propósito de los informes de ganancias,

implica un estimado de ese mismo valor al principio del período, lo cual, en sí mismo, constituye un fatal argumento”.

Más recientemente en 1979, Jeremy Siegel, quien era uno de los más entusiasmados con el auge del mercado de acciones decía, que “la antigua forma de estimar el poder de las ganancias siempre dependía de los dividendos”: Los dividendos son cruciales para valorar una firma, tanto así que la teoría financiera establece enfáticamente que el precio de una acción no consiste en el valor descontado de las futuras ganancias sino que el de los futuros dividendos, y de la distribución de efectivo. Se han hecho contribuciones a una línea de pensamiento, afirmando que: Los datos contables que observamos son sólo una ficción, la contabilidad por acumulación es un acto de fe. Registra como ingresos dinero que no se ha recibido. Excluye de los gastos dinero que realmente se ha proyectado gastar en activos con los que se espera producir ingresos futuros, y entre más la contabilidad acumula, más vulnerable se vuelve la empresa a un futuro que puede resultar ser muy diferente del que ellos han asumido.

Pues bien, todos los Estados Financieros están expuestos a este riesgo, hasta el punto que hace más de 30 años hubo una propuesta a la US Securities and Exchange Commission-SEC una regulación que prohibía publicar los estimados de ganancias. Y eso porque toda la correspondiente información podría asimilarse en el respectivo dividendo, lo cual sí constituye una cifra muy precisa. La tendencia de los dividendos puede configurar una clara señal sobre cómo le está yendo a una empresa. De esa forma, todos esos engañosos juegos constituidos por esos anuncios podrían abolirse en lugar de atragantarnos con sus diarios titulares periodísticos. Por supuesto, algunos cuantos inversionistas, o hasta muchos analistas, podrían lamentar la pérdida de esa información. Pero lo cierto es, qué valor puede tener una información que es inherentemente imprecisa, y a veces de forma deliberada.

Siegel, estaba muy convencido de que son los impuestos los que explican toda esa ruidosa demanda de los accionistas por esos dividendos. “Los accionistas prefieren que las compañías usen sus ganancias para impulsar el precio de las acciones en lugar de tener que pagar impuestos sobre los dividendos”, decía él. Y en lo anterior, estaba en buena compañía, incluyendo a gente muy famosa como Franco Modigliani, Merton Miller, y Fischer Black, quienes posteriormente expresaron algo parecido. Ellos argumentaban que, apartando los impuestos, los accionistas deberían ser indiferentes al decidirse entre los dividendos y las ganancias de capital. Por lo tanto no tenían ninguna duda de que “los dividendos no importan.” Pues bien, francamente otros autores están en total desacuerdo con eso.

La posición en toda esta controversia deriva del análisis ofrecido por Carlos Marx, en su famoso libro. “El Capital”, Marx propone una sencilla ecuación con la que pretende explicar cómo funciona el sistema capitalista:  $D-C-D'$ . O sea, el capitalista comienza

con una inversión en Dinero, D, en la forma de bienes de capital, C, mediante los cuales aquel espera recibir un dinero incrementado, D', que es superior al D con que aquel mismo comenzó. La mayor parte de ese libro se relaciona con las fuentes que explican al D', pero el interés en ese punto consiste sólo en lo que ese libro puede decirnos sobre la importancia de los dividendos. Y es así, porque es el efectivo lo que constituye la esencia del enfoque de Marx. Tal como puede verse, comienza y termina con dinero. El capitalista puede, y en el mundo de Marx sin duda puede hacerlo, reinvertir el, lo que ha producido mediante sus bienes de capital. Pero aquel tiene una elección; y el elemento verdaderamente crítico es el efectivo dentro de sus bolsillos. Y es que todas las deudas tienen sus límites, y uno siempre debe contar con el suficiente efectivo para pagar sus facturas.

Para un inversionista racional, las inversiones que nunca generan efectivo son demasiado riesgosas. Por ejemplo, ¿cuál es la diferencia entre una pintura, o hasta una onza de oro, versus, las acciones de una compañía que nunca pagan dividendos, que nunca recompran sus acciones, nunca venden por dinero cash un título, o que nunca podrá por sí misma convertirse en algo en verdad líquido?. En ambos casos su valor depende de que alguien esté dispuesto a pagar más por el activo en cuestión. O sea, las acciones por sí mismas no tienen valor "intrínseco". Okay mencionó en una ocasión, "sé de Warren Buffett y de Berkshire Hathaway, pero también sé que aun en esa firma sería una locura invertir a menos de que exista, de alguna forma, o en algún momento, verdaderas posibilidades positivas de conseguir un rendimiento en efectivo".

Siegel, sugiere que los accionistas prefieren a las compañías que "usan sus ganancias para elevar el precio de sus acciones"; pero cómo exactamente es que pueden alcanzar eso. Y es que si supiéramos la respuesta todos seríamos ricos. Aun las recompras no pueden asegurarnos la elevación del precio de una acción. Lo cierto es que todo eso es simplemente una teorización del mismo juego de tontos. Y es porque nadie puede hacer que el mercado haga lo que sea. El mercado forma su propia mente colectiva. Por ejemplo, las ganancias cayeron en un 12 % entre 1955 y 1961, mientras que el precio de las acciones aumentaba a un 59%, en promedio. Más adelante, las ganancias aumentaron 54%, entre 1969 a 1974, mientras que los precios caían en un 26%. Por lo tanto, si las relaciones entre el crecimiento de las ganancias y los cambios en los precios fueran tan estables, hasta el punto que las compañías pudiesen usarlas para "impulsar el precio de sus acciones", entonces nunca veríamos ninguna volatilidad en los Price, Earnings Ratios- PERs.

Las empresas pueden pagar dividendos: La idea de que las firmas de crecimiento no pueden pagar dividendos se funda en premisas muy frágiles. Mucho del crecimiento en las ganancias ha tenido lugar en firmas con elevados ratios, o con gerentes que sistemáticamente comparten con sus accionistas el incremento en las ganancias. General Electric constituye un buen ejemplo. Ella ha tenido una larga historia de crecimiento en

las ganancias que muchos envidiarían, especialmente considerando su tamaño, al punto de que su ratio ha sido del 40% durante muchos años; y lo más notable es que en los 90`s ese ratio fue aun mayor que en los 80`s.

Lo anterior puede parecer contradictorio y si no veamos a IBM, en algún momento el gran modelo de una compañía de crecimiento. Durante los 50`s otorgaba dividendos de más del 20% de sus ganancias, aunque éstas estuviesen creciendo a una tasa anual compuesta del 20%. IBM era una firma de capital intensivo porque arrendaba, en lugar de vender, sus maquinas. Desde 1956 a 1981, los dividendos otorgados crecían en un 19% anual. Ese porcentaje es muy satisfactorio en sí mismo, aun si la apreciación del capital hubiese sido cero. La acumulación total de dividendos en esos 25 años sextuplicó el precio de recompra original en 1956; y el dividendo de 1981 equivalía a 81% del precio original de recompra. No se conoce de alguien con un crecimiento mayor, en el mundo actual, en donde una empresa tenga tanta generosidad y aun mantengan su tasa de crecimiento.

Antes de 1990, las empresas en el índice Standard & Poors-S&P- 500, como un todo, otorgaban dividendos y aun así registraban altas tasas de crecimiento en sus ganancias. Los ratios excedían el 50% en cada año de la década de los 60`s, la década en que el crecimiento se convirtió en el tema dominante al invertir en acciones. Los dividendos eran tan populares en esos días, que existía una significativa correlación inversa entre los ratios y los rendimientos de los dividendos. Las diferencias impositivas no parecían ser un obstáculo para exigir dividendos, Desde 1953 y hasta principios de los 80`s, la máxima categoría de impuestos a los ingresos era del 70%, comparado con el 25% de las ganancias de capital de largo plazo. O sea, todo un mundo diferente. Los generosos recortes en las categorías más altas y en los ingresos por dividendos en el gobierno de George W. Bush no habían tenido ningún impacto en los ratios o en la popularidad de las compañías con rendimientos en dividendos por encima del promedio.

Ahora abordemos acerca de los planes de recompra de acciones. Aunque no existe diferencia entre los dividendos y las recompras en términos del cash-flow que las compañías le otorgan a los accionistas en sus respectivos cheques, sí hay una enorme diferencia en términos de las obligaciones morales y las seguridades de un cash-flow verdaderamente estable para aquellos. Al menos ese era el caso antes de que la bonanza de la década de los 90s hiciera su entrada triunfal. Antes de esa burbuja, el precio de las acciones siempre caía agudamente cuando se recortaban los dividendos; por buenas y suficientes razones. Pero ese comportamiento ya no se observa más. En ese periodo, ni los recortes de dividendos ni las promesas incumplidas sobre recompras han tenido impacto importante en el precio de las acciones; excepto en una ocasión en que hicieron que éstas subieran. En cualquier caso, cuando tantas acciones recompradas casi

inmediatamente se vuelven a emitir para las otorgadas a los gerentes y empleados, el significado de las recompras como distribución para los accionistas es bastante nebuloso.

Por lo tanto, los inversionistas han olvidado qué pensar acerca de todos estos asuntos. En un trabajo anterior, se ha demostrado que los ratios bajos conducen a menores, y no mayores, tasas de crecimiento de las ganancias. Más recientemente, Rob Amott y Cliff Asness, realizaron un elaborado análisis de esta idea, otorgando una clara, sólida y potente evidencia de que los bajos ratios no han hecho reaccionar a los accionistas. Por lo tanto, los mercados todavía deben comprender que su intuición está totalmente equivocada en cuanto a esos ratios.

**-Necesidades de financiamiento:** Las creencias propias del mercado indican que los gerentes saben más que los accionistas sobre cómo asignar mejor las ganancias de una empresa. Después de todo, administrar a la empresa es la tarea cotidiana de aquellos; y ellos supuestamente deben estar mejor informados. Aunque este enfoque parece lógico, viola las bases teóricas que fundamentan nuestro sistema económico capitalista, basado en la creencia de que es el mercado el único que verdaderamente sabe lo que es mejor. Aunque aquel a menudo puede que se equivoque, su juicio colectivo a lo largo del tiempo tiende a superar al de cualquier individuo en particular. Y si no es así, por qué entonces enfatizamos tanto en las normas y las instituciones que fomentan que los mercados sean tan libres y justos como sea posible en todas las áreas de la economía, desde las finanzas a las ventas. Y porqué la desregulación es tan bienvenida; y en cambio, el reforzamiento de las regulaciones se aborrece tanto.

Viéndolo desde ese contexto, no existen justificaciones lógicas para que las gerencias retengan las ganancias con el sólo argumento de que “la compañía necesita ese dinero”. Por el contrario, los accionistas probablemente estarían mucho mejor si aquellas mantuviesen el dinero lejos de sus manos. Sin considerar las cuestiones impositivas, la economía podría funcionar más eficientemente, y hasta con tasas de rendimiento más elevadas, si la ley les exigiera a los gerentes distribuir el 100% de las ganancias, no importando cómo éstas se definan. Luego, los gerentes tendrían que ir a los mercados financieros para conseguir cualquier monto que necesitasen para financiar, ya sea el crecimiento de la firma, repagar deudas, o para realizar adquisiciones. O sea, en un mundo donde se exigiera ese 100%, cualquier gasto basado en dinero de los accionistas, y que excediese lo destinado a gastos operativos corrientes, tendría que pasar por “la prueba de ácido” de los mercados de capitales. Y si eso fuese así, entonces seguramente no se podrían construir grandes imperios en el exclusivo beneficio de los gerentes, ni se amontonaría inútilmente el efectivo generado, ni tampoco habrían innecesarias diversificaciones. Los mercados no lo conocen todo, pero sí saben mucho más que la mayoría de arrogantes gerentes de una firma en particular. Por ello, en tanto nosotros

inhibamos la participación del mercado en las decisiones de asignación de capital, entonces estaremos impidiendo que nuestra economía opere en un nivel óptimo.

**-Demanda de dividendos:** Actualmente la demanda por dividendos ha bajado: a pesar de la luz de la fuerte evidencia histórica de que una compañía puede crecer y aún así pagar dividendos hasta por la mitad de sus ganancias; si un escenario teórico de altos ratios es algo que está más allá de cualquier discusión; si en la cresta de los escándalos corporativos y contables se pudo impulsar la demanda por dividendos; y considerando los radicales cambios impositivos sobre ellos.

Pues bien, como dijo el Rey de Siam: “todo eso es un verdadero rompecabezas”. Se ofrece una explicación algo heterodoxa, que por cierto hasta hoy no ha recibido ninguna atención.

**-El síndrome del jugo de naranja congelado<sup>5</sup>:** La solución al rompecabezas, reside en un fenómeno que una esposa describió como, el “síndrome del jugo de naranja congelado”. Es decir, cuando toda una generación ha crecido tomando solamente jugo de naranja congelado piensa que su jugo solo existe así, congelado. Y como nunca han saboreado lo auténtico, entonces no tienen ni idea de que están siendo verdaderamente engatusados.

Por otra parte, la demografía de los participantes del mercado ofrece la respuesta a este enigma. Bajos ratios y bajos rendimientos son el jugo de naranja congelado que los inversionistas de hoy en día aceptan como normal. La siguiente historia explica cómo ellos tomaron ese camino.

**A.** Hubo un tiempo en que existían cosas tales como el jugo de naranja realmente fresco, con elevados ratios y altos rendimientos. Por cerca de 70 años, desde 1871 hasta fines de los 50's, excepto breves interrupciones durante las condiciones de pánico, los inversionistas establecían los rendimientos para los dividendos dentro de un rango del 4 al 6%; y los ratios llegaban hasta el 50% de las ganancias. Si bien es cierto que los inversionistas debieron soportar rendimientos por debajo del 3%, en el ambiente recesivo de 1929, reaccionaron más adelante a la gran depresión revirtiendo a los antiguos niveles, los cuales se mantuvieron firmes hasta fines de los 50's. Ya en 1949 el índice *S&P- 500*, rindió exactamente el 6%. Ocho años más tarde, aunque los ratios de dividendos habían crecido hasta en un 80%, su rendimiento sólo fue del 4.4%, aunque aún dentro de los conocidos rangos históricos.

---

<sup>5</sup> Los Dividendos y El Síndrome del Jugo de Naranja Congelado. Traducción de la MAF, Peter Bernstein. *Financial Analyst. Journal*, 2005.

Es importante comprender por qué esto es así; y porqué John Burr Williams, quien diseñó su gran modelo de valoración alrededor de los dividendos, y no de las ganancias.

Antiguamente, los datos sobre las ganancias tenían muy poca credibilidad, mucho menos que lo que tienen actualmente luego de los escándalos contables. La mayoría de empresas reportaban sus ganancias sólo anualmente y casi sin ninguna otra información adicional.

Por lo que mantener un gran secreto ante los accionistas se convirtió en una práctica aceptada.

Por ejemplo, en el informe anual de Coca Cola Company, de 1953, se puede ver la cubierta; un título de una página; un listado de los directivos en una página. una carta del presidente con cuatro párrafos; uno informando sobre las ganancias netas, uno para comentar sobre las elevadas ventas de jarabe, uno para anunciar la fecha de la próxima reunión anual, y uno para advertir que continúan los estados financieros. Hay una hoja de balance. La primera línea del estado de pérdidas y ganancias son las ganancias brutas. El informe tiene siete notas breves y el usual informe del auditor. Todo el informe, incluyendo la portada, tiene nueve páginas. Pues bien, ¿cree usted que podría desarrollar, hoy día, todo un análisis de títulos sólo con base en eso.

Debido a que lo concerniente a los dividendos constituían la única información en la que los accionistas podían confiar, los dividendos dominaban al PER-Relación del precio con los beneficios, como medida de valor. Este enfoque; que Siegel, denominaba como "la antigua usanza" es con el que el mundo funcionó durante el gran auge y la estrepitosa caída de los años 20's, y con el que los supervivientes de esos eventos esperaban regresar para normalizar sus rendimientos.

**B.** Un aspecto crucial de toda esta historia es que quienes vivieron la gran depresión fueron los mismos que dominaron a Wall Street, por al menos treinta años después de ese trágico evento. Esos recuerdos penetraron tan hondo en la mente de las personas que muy pocos tenían algún interés en irse a Wall Street para ganarse la vida; y por muy buenas razones. Solo basta recordar que el volumen de intercambios en la Bolsa permaneció deprimido por muchos años. Desde 1951, hasta 1966, la rotación anual en la bolsa de valores de Nueva York-NYSE, promediaba un miserable 15%. No fue sino hasta 1961 que el volumen de transacciones sobrepasó el billón de acciones al año.

La mayoría de inversionistas eran personas muy ricas; los inversionistas institucionales apenas existían; y los clientes gastaban los ingresos que iban recibiendo de sus inversiones. La intromisión de dinero mal habido era el último recurso, como antes lo había sido para los padres y abuelos de esa gente. La apreciación del capital invertido era muy satisfactoria, pero los dividendos importaban aun para quienes estaban

en las categorías altas de impuestos. Las viejas épocas estaban aún vivas, y habían regresado con fuerza. O sea, el jugo de naranja todavía se tomaba bien fresco.

**C.** El paradigma cambió a inicios de los 60`s. Ya para esa época los veteranos de la depresión habían muerto, o se habían retirado. Eso era muy malo para ellos, pero muy bueno para otros. El precio de las acciones se había triplicado desde la época en que ellos habían estado.

La gran población de inversionistas cambiaba al ritmo en que lo hacía la de Wall Street, los inversionistas ricos estaban disminuyendo en importancia como propietarios de acciones; y también se fueron volviendo menos activos dentro de la actividad bursátil. Los fondos corporativos de pensiones rápidamente se convirtieron en los compradores más importantes, y ellos reinvertían sus ingresos en lugar de gastárselos, quizás porque sus necesidades de efectivo estaban muy lejos en el futuro. Consecuentemente, los fondos de pensiones no tenían ningún interés particular en los ingresos corrientes; y en consecuencia, el milagro del interés compuesto se fue olvidando poco a poco; el crecimiento era todo lo que importaba. Los rendimientos por dividendos se establecieron en 3%. Ya en ese entonces consistentemente por debajo del de los bonos; y regresaron al mismo nivel aun después del desastre inflacionario de los 70`s.

**D.** Para 1990, los que apoyaban lo de los 60`s también se fueron haciendo viejos y panzones; y los más nuevos que llegaron apenas podían saber de los malos tiempos pasados, y por lo tanto no tenían absolutamente ningún recuerdo de aquellas pasadas épocas en que los dividendos sí importaban. Durante los 15 años transcurridos entre 1975 y 1989, los precios de las acciones declinaron sólo durante dos años, y eso fue antes del 82. El mercado alcista de los años 90`s fue como un tornado esperando que sucediese. En lo más alto de la burbuja, en el 2000-2002, cambiaron muchas ideas sobre la credibilidad de los anuncios de ganancias y de las proyecciones de las mismas elaboradas por los analistas. Pero debido a que nadie recordaba nada sobre los dividendos, éstos permanecieron en las sombras en las que se ocultaron por muchos años. De muchas maneras, los nuevos empleados entre los inversionistas individuales se parecían más a los fondos de pensiones de los 60`s. Al contrario de clientes del pasado, estos nuevos no eran rentistas viviendo de sus ingresos. Más bien, financiaban sus gastos al margen de sus ingresos corrientes o préstamos, y no sentían mayor necesidad de los dividendos para sus ingresos corrientes. Guardaban sus ahorros en planes de la época o eran activos comerciantes de bolsa, por lo que la experiencia de cobrar sus cheques de dividendos no eran para ellos de algún interés.

Mientras tanto, ninguna de las importantes innovaciones en los instrumentos financieros de los 90`s se enfocaba en los ingresos. Los fondos de cobertura, las estrategias de rendimientos absolutos, las sofisticaciones en los derivados, igualmente trabajaban bien ya sea que se requieran ingresos, o no. El mercado de bonos, aun más que en el pasado,

ha desarrollado un paraíso para los traders con estrategias y arbitrajes complejos en lugar de un sitio donde la gente vaya simplemente a recortar cupones y a poner a buen resguardo sus certificados. Al mismo tiempo, la política monetaria de Greenspan le ha dado el golpe de gracia a los ingresos sobre los bonos.

#### **IV. LA RECOMPRA DE ACCIONES**

Consiste en la adquisición por parte de la empresa emisora de una parte de sus acciones ordinarias. Entre las razones aducidas para iniciar un proceso de recompra de acciones, a parte de las posibles ventajas fiscales existentes desde el punto de vista de los accionistas, podemos señalar las siguientes: 1. Es un medio de proporcionar una oportunidad de inversión interna; 2. Es una forma de modificar la composición de la estructura de capital de la empresa, aumentando su grado de apalancamiento; 3. Provoca un efecto favorable sobre los beneficios por acción; 4. Permite eliminar un grupo determinado de accionistas minoritarios; 5. Reduce los costos administrativos asociados con la atención a los pequeños accionistas y 6. Es una forma de hacerse con las acciones que forman parte de un sistema de incentivos para sus empleados sin diluir la participación del resto de los accionistas. La recompra de acciones no impide las inversiones sino que las recicla, permitiendo a los accionistas el traslado de su dinero desde unos sectores donde han invertido demasiado hacia otros donde piensan que rendirá más. La recompra de acciones puede ser contemplada como una forma de distribuir un dividendo entre cierto tipo de accionistas.

##### **El punto de vista de los inversores**

Sería conveniente preguntarnos qué elegirá un inversor cuando se encuentre ante el dilema de dividendos "versus" recompra de acciones. Al inversor le sería indiferente siempre que se encuentre en un mercado de capitales perfecto, es decir, si no hay impuestos, ni costes de transacción y si los dividendos no transmiten información; porque cualquier inversor podría crear su propia política de dividendos adquiriendo o vendiendo títulos conforme lo crea necesario. Si el mercado es imperfecto el inversor preferirá una de las dos políticas de distribución de las rentas empresariales. Así, por ejemplo, podría preferir los dividendos a la recompra de títulos porque, entre otras cosas, la empresa podría tener que pagar un precio bastante alto por las acciones (si al comprar muchas acciones se impulsa la cotización al alza; cotización que descendería una vez acabado el plan de recompra) lo cual

iría en detrimento del resto de los accionistas. O bien, porque como resultado de un plan de recompra el mercado pueda llegar a pensar que va a aumentar el riesgo financiero de la empresa, lo que haría descender el precio de mercado de las acciones. Por el contrario, si el accionista no desea recibir dividendos por motivos fiscales y no piensa vender sus títulos, lo mejor sería un plan de recompra de acciones al que sólo acudirían aquellos inversores necesitados de liquidez.

### **Decisión de inversión o de financiación**

La recompra de acciones cuando una empresa tiene exceso de liquidez puede ser contemplada como una forma de política de dividendos. Pero, si la empresa emitiese deuda y con el dinero recaudado recomprase el número de acciones equivalente con objeto de aumentar el grado de apalancamiento de la empresa, estaríamos ante una decisión de financiación. Aquí el objetivo no es repartir los beneficios generados a los accionistas sino alterar la composición de la estructura de capital de la empresa, es decir, reestructurar la compañía. Además, en este escenario se reduciría el costo del capital de la empresa al aumentar la proporción de deudas en su financiación (cuyos intereses desgravan fiscalmente) y reducir la proporción de los fondos propios. Esta reducción del costo del capital incidiría positivamente en el valor de la empresa. Si las acciones están infravaloradas en el mercado la empresa podría plantearse la decisión de recomprarlas con objeto de obtener un beneficio, en este caso nos encontraríamos ante una decisión de inversión. Pero es necesario advertir que la compra de las acciones propias no proporciona los mismos rendimientos esperados que otras inversiones. Ninguna compañía podría sobrevivir, y mucho menos prosperar, invirtiendo únicamente en sus propios títulos.

En todo caso, un estudio<sup>6</sup> que abarcó toda la década de los 80, llega a la conclusión de que el rendimiento de las acciones de las empresas que anunciaron operaciones de recompra ascendió en un promedio del 3,5% (incluso de 1990 a 1994, el aumento del rendimiento fue del 12,6%). Los resultados fueron superiores para aquellos títulos que tenían un ratio: valor de mercado/valor contable bajo.

---

<sup>6</sup> Vease Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., "2market Under-reaction to Open Market Share Repurchases" Working Paper. Rice University. Junio 1994.

## **El proceso de la recompra de acciones**

La recompra de acciones se puede hacer de tres formas:

1<sup>a</sup>. Adquiriendo las acciones en el mercado de valores. La empresa adquiere las acciones a través de un intermediario financiero al precio de mercado, lo que implicará el pago de comisiones, además de provocar un casi seguro ascenso del precio del título al aumentar la demanda del mismo. Por ello hay quien opina que se pueden utilizar para mantener el precio de mercado de las acciones ordinarias<sup>7</sup>. Esta es la forma de recompra de acciones más practicada.

2<sup>a</sup>. A través de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA), la cual se realiza a un precio determinado (superior al de mercado al llevar incorporado una prima) y por un número de acciones específico. Esta sería la mejor alternativa si se quisiera adquirir un importante número de títulos, puesto que las intenciones de la empresa serían públicamente conocidas dando así a cada accionista la oportunidad de vender sus títulos.

3<sup>a</sup>. Mediante la negociación directa con un accionista importante. Este método suele ser empleado como medida defensiva ante un intento de compra hostil para hacerse con el control de la sociedad, teniendo la ventaja de que al reducir el número de acciones en circulación y, por lo tanto, el capital social, el apalancamiento financiero aumenta y con él la rentabilidad financiera de los accionistas que aún permanecen en la empresa. Aunque hay quien opina que si lo que se persigue es aumentar el apalancamiento bastaría con distribuir unos dividendos elevados, que habrían sido financiados con recursos ajenos. Claro que este método plantearía un problema de ‘señalización’ a la compañía, porque si el dividendo ha aumentado fuertemente el mercado esperará próximos aumentos en el futuro que a lo mejor son imposibles de satisfacer, lo que entraña un riesgo que el equipo directivo no querrá correr.

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

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

---

<sup>7</sup> La Securities and Exchange Commission, (SEC) de los Estados Unidos, restringe las veces que las firmas pueden realizar este tipo de operación, limitando el volumen de compra diario, lo que dificulta la manipulación del precio de mercado de los títulos.

En este último caso si la empresa no pudiese recomprar las acciones para entregárselas a los empleados, debería emitirlas lo que causaría un efecto dilución en los accionistas de la empresa. Sin embargo, puede ocurrir que los directivos recompren acciones con la idea de hacer subir su precio lo que aumentaría el valor de sus opciones de compra (el mercado considera las recompras de acciones como una señal de que el equipo directivo de la empresa supone que las acciones están infravaloradas, esto podría explicar también el aumento de precio subsiguiente). Las acciones en cartera, pueden ser dadas de baja, o revendidas cuando la empresa lo estime necesario para financiar otras operaciones (siempre, claro está, que la legislación mercantil lo permita).

- 1. La recompra de acciones actualmente constituye toda una moda<sup>8</sup>:** Sólo en el 2004 se anunciaron planes de recompra por valor de \$230,000 millones; más del doble que el año anterior. Y durante los primeros tres meses del año 2004 ya han excedido los \$50,000 millones. Y considerando que las grandes firmas han mantenido unos \$1.6 trillones en efectivo, todo indica que esas operaciones, y otras formas de pago de dividendos, podrían incrementarse.

En general los mercados ven con buenos ojos esos movimientos, haciendo de las recompras un seductor sustituto cuando las mejoras operativas no surten efecto, o son muy escurridizas. Aun cuando el incremento en los *EPS-Rendimiento sobre el patrimonio*, a que conducen muchas recompras también ayuda a los gerentes a mejorar sus metas de compensación basadas en ese ratio contable, elevarlas de esa manera no implica una mejora real en el desempeño subyacente de la firma, o en su valor. Más aun, el enfatizar en las recompras puede impactar el correspondiente costo de las inversiones así como la sanidad financiera de largo plazo de la firma.

Una mirada más cuidadosa de las reacciones del mercado a las recompras ilustran esos riesgos, particularmente cuando las acciones de algunas empresa declinan o sencillamente no responden para nada a esas recompras.

Por ejemplo, un anuncio de Dell en el año 2004, que ha incrementado sus recompras por un total de \$10,000 millones no ha suavizado el declive de sus acciones, las cuales han comenzado a deslizarse debido a las preocupaciones sobre sus resultados operativos.

La utilidad de las recompras no es algo que deba subestimarse. Sin embargo, es crucial para la alta gerencia comprender sus verdaderos efectos cuando decide devolver dinero a

---

<sup>8</sup> El Valor de La recompra de Acciones, Traducción de la MAF., Mackinsey Quarterly., 2005.

los accionistas, o perseguir otras opciones de inversión. El impacto de una recompra en el precio de las acciones surge de los cambios en la estructura de capital de la empresa, y más críticamente de las señales que las recompras envían al mercado. Los inversionistas generalmente se sienten aliviados cuando comprenden que las compañías no intentan hacer algo tonto o dispendioso, como una imprudente adquisición, o un insensato gasto de capital con su exceso de efectivo. Muchos en el mercado, y ejecutivos, piensan que en tanto una recompra reduce las acciones en circulación, y se incrementa el EPS, eso también eleva el precio de las acciones. Tal como un importante analista decía en un reciente informe del año 2004, "las recompras de acciones ... mejoran el **EPS, que es el rendimiento sobre el patrimonio** y sobre el capital empleado, los beneficios económicos, y el valor intrínseco fundamental." A primera vista, entonces, ese argumento parece tener sentido: las mismas ganancias divididas entre un menor número de acciones conduce a un EPS más elevado, incrementando también el precio de la acción. Sin embargo, esta premisa es errónea.

Consideremos un ejemplo imaginario que ilustra cómo la transferencia de efectivo a los accionistas no crea valor fundamental, dejando por el momento a un lado el impacto de una recompra en los impuestos corporativos, dado que cualquier aumento en el EPS-Rendimiento sobre el patrimonio, es compensado con una reducción en el P/E ratio (precio actual por cada acción). Los beneficios de operación de la compañía ascienden a € 94 millones anuales, ella vale €1,300 millones. Posee € 200 millones en efectivo, sobre los cuales gana €6 millones en concepto de intereses. Qué sucede si la firma decide usar todo su exceso de cash para recomprar sus acciones? En este caso, un total de 13,3 millones de acciones.

Mientras las operaciones de la empresa no cambien, el rendimiento sobre el capital de operación es el mismo después de la recompra. Pero su operación solamente vale € 1,300 millones; exactamente el valor de las operaciones, mientras que aquí no haya salido ningún efectivo. Las ganancias caen como resultado de las pérdidas de ingreso por intereses, pero se eleva su EPS-Rendimiento sobre el patrimonio, debido a que el número de acciones ha caído en una proporción mayor a la de las ganancias. Sin embargo, el precio de la acción se mantiene igual a medida que el valor total de la empresa cae juntamente con el número de acciones. De aquí que el PER, cuyos datos se constituyen con el valor intrínseco y el EPS, cae desde 15 hasta 13.8. El impacto es similar si la compañía incrementa sus deudas para recomprar las acciones.

Por qué se reduce el PER-Beneficio por acción. En efecto, la recompra no consolida a la compañía en dos distintas entidades: una operacional y una que mantiene efectivo. La primera tiene un PER de 13.8. Y la segunda de 33.3. El PER de 15 representa el promedio ponderado de las dos entidades. Una vez que el exceso de efectivo se ha entregado a los accionistas el PER, se reducirá al nivel de la compañía operativa, mientras

que la otra entidad dejará de existir. De esa forma los cambios en el EPS-Rendimiento sobre el patrimonio, y en el PER-Beneficio por acción, constituyen sólo un efecto mecánico no ligado a la creación de valor fundamental.

Así, por ejemplo, supongamos que una empresa determinada proporciona la siguiente información financiera:

Beneficio neto: (millones de euros) 800.00, Número de acciones: 20 millones

Beneficio por acción: 40.00 €/acción, Precio de mercado (ex-dividendo) 320.00/acción y

Ratio precio/beneficio (PER): 8

El equipo directivo de la empresa está planeando distribuir 400 millones de euros vía dividendo (20.00 €/acción). Pero los principales accionistas no ven claro por qué ellos necesitan un reparto de dividendos. De hecho, opinan que sería mejor una recompra de títulos dado que ello aumentaría el precio de las acciones en el mercado y además, tampoco sería procedente invertir dicho dinero en la empresa, pues en estos momentos la tasa de rendimiento requerida por los accionistas supera el rendimiento de las inversiones internas. Si esta idea se llevara a cabo las consecuencias serían las siguientes:

1. El precio de mercado de las acciones habría ascendido hasta 340 €/acción, es decir, el precio de mercado (ex-dividendo) más el dividendo no repartido. Obsérvese que el precio de mercado (ex-dividendo) ya lleva incorporado los 20.00 €/acción que son retenidos por la empresa.
2. Sería necesario adquirir 1,176,470 acciones (400 millones/340 €)
3. El número de acciones pasaría a ser de 18,823,530
4. Si el beneficio neto de la empresa se mantuviese constante el nuevo BPA-Beneficios por acción sería de 42.50 €/acción
5. El nuevo precio de las acciones sería de 340 €/acción. Manteniéndose invariable el PER.

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

## **2. Impuestos corporativos**

Cuando los impuestos corporativos forman parte de la ecuación el valor de la firma se incrementa como resultado de la recompra, aunque por una pequeña cantidad, debido a

que su costo de capital se reduce como consecuencia del menor efectivo mantenido, o la mayor deuda. El costo de capital es menor cuando una compañía utiliza alguna deuda para financiarse debido a que los pagos de intereses son deducibles de la deuda, mientras que los dividendos no. Mantener exceso de efectivo eleva el costo de capital: en tanto que el ingreso por intereses está sujeto a impuestos, una compañía que mantiene grandes reservas de efectivo pone a los inversionistas en desventaja. En general, tener demasiado efectivo penaliza a la empresa al incrementar su costo de financiamiento.

En teoría, el incremento en el precio de las acciones derivado de una recompra resulta puramente de los beneficios impositivos de una nueva estructura de capital, más que de alguna mejora operativa subyacente. En el ejemplo, la compañía incurre en una penalización de su valor derivado de los €18 millones adicionales por el ingreso de sus reservas de efectivo. Una recompra remueve esta penalización fiscal resultando en un 1.4% de mayor valor en el valor sus acciones. En este caso, la recompra de más del 13% de las acciones resulta en un incremento de menos del 2% de sus precios. Un empuje similar ocurre cuando una empresa incurre en más deuda para esa recompra.

Por ejemplo una empresa “X” espera ganar US \$ 4.4 millones en 2009 y distribuirá el 50% de ese dinero entre los accionistas comunes. Hay 1.1 millones de acciones en circulación con un valor de mercado de US \$20.00 c/u. la compañía cree que puede utilizar US \$ 2.2 millones para recomprar 100,000 de sus acciones mediante una oferta de US \$ 22.00/acción o bien pagar un dividendo en efectivo de US \$ 2.00/acción. El efecto en las utilidades por acción y en el precio en el mercado puede analizarse así: EPS (actual): US \$ 4.4 millones/1.1 millones= US \$4.00, P/E: US \$ 20.00/US \$ 4.00=5, EPS (después de recompra): US \$ 4.4 millones/1 millones= US \$4.40, E(P) (después de recompra): P/E x EPS=US \$ 22.00. Por lo tanto los inversionistas recibirán beneficios antes de impuestos de US \$ 2.00 por acción tanto con un dividendo de US \$ 2.00 como con un incremento del precio de la acción (US \$22.00 – US \$ 20.00). Se debe a que se estima que las acciones podrían recomprarse a US \$ 22.00 y que la razón P/E no cambia. Si las acciones pudieran comprarse en menos de US \$ 22.00, la operación sería aun mejor para el resto de los accionistas; pero sucedería lo contrario si la empresa tuviera que pagar más. La razón P/E podría cambiar debido a la recompra; aumentando si los inversionistas la juzgaran favorable y disminuyendo si la juzgaran desfavorable.

Podemos estimar el impacto en los precios de las acciones derivados de este efecto fiscal, pero los anuncios recientes, e históricos, de recompras normalmente resultan en una mayor elevación en esos precios de lo que los análisis indican. Las investigaciones realizadas tanto por estudiosos como profesionales consistentemente encuentran que las compañías que inician pequeños programas de recompras experimentan un incremento promedio de sus precios de las acciones de 2-3 % en el mismo día del anuncio; aquellas que emprenden grandes programas, involucrando alrededor del 15% de sus acciones, experimentan alzas de

hasta 16% en promedio. Otras razones más sutiles explican estas importantes reacciones positivas a estas operaciones.

### **3. El mercado envía señales**

El mercado responde a estos anuncios debido a que ellos ofrecen nueva información, denominada señales, acerca del futuro de una empresa y por lo tanto del precio de sus acciones. Una muy conocida señal positiva surge de que la gerencia parece fundamentar las recompras en la creencia de que las acciones están subvaluadas. Los ejecutivos pueden reforzar este efecto comprando, a título personal, un significativo número de acciones, acto que el mercado percibe como el de especialistas que de facto poseen información privilegiada sobre las futuras ganancias y las perspectivas de crecimiento de la firma en cuestión. Una segunda señal positiva se refiere a la confianza de la gerencia de que la compañía no necesita el efectivo para cubrir futuros compromisos tales como los pagos por intereses y gastos de capital.

Pero existe una tercera señal “negativa” que consiste en que el equipo gerencial ve pocas oportunidades de inversión a futuro, sugiriéndoles a los inversionistas que les convendría más invertir su dinero en cualquier otra parte. Por ello, algunos gerentes son renuentes a impulsar estas recompras, aunque mayormente el mercado de capitales reacciona positivamente a esos anuncios, indicando que en la mayoría de casos esta última señal realmente no es un problema. En efecto, las vigorosas reacciones del mercado implican que los accionistas a menudo se dan cuenta, mucho antes que lo hagan sus gerentes, de que su compañía posee mucho más efectivo del que puede realmente invertir con provecho.

De aquí que la respuesta positiva general a una recompra muy bien puede resultar del hecho de que los inversionistas se sientan aliviados de que los gerentes no andarán por ahí gastándose el efectivo en desafortunadas fusiones, adquisiciones, o en proyectos de Valor Actual Neto-VAN negativo. En muchos casos una compañía parece estar subvaluada poco antes del anuncio de la recompra, reflejando simplemente con ello la incertidumbre de los accionistas sobre qué intentará hacer la gerencia con ese exceso de efectivo.

El escepticismo de estos últimos podría estar bien fundamentado. En muchas industrias la gerencia históricamente ha sido muy ineficiente en la asignación del efectivo. La industria petrolera desde 1964 es un buen ejemplo de eso: una enorme sombrilla de precios para gran parte de este período, cortesía de la OPEC-Organización de países que exportan petróleo, que les otorgaba el crudo a esas empresas con un margen relativamente muy elevado. No obstante, por casi tres décadas el rango entre el ROIC-Retorno de los activos, y el costo de capital para el conjunto de la industria fue negativo. Convencidos de que sobre una base sustentable esa industria no podría conducirles a una fuente balanceada de ingresos, muchas compañías comprometieron su exceso de efectivo en lo

que resultaron ser adquisiciones destructoras de valor u otras estrategias de diversificación. Por ejemplo, en los 70's, *Mobil*, compró a una firma detallista, *Montgomery Ward*. *Atlantic Richfield*, compró a *Anaconda*, una empresa minera y de metales. *Exxon* compró una participación mayoritaria en *Vydec*, una compañía especializada en automatización de oficinas. Todas esas adquisiciones, la mayor parte en efectivo, resultaron en significativas pérdidas para esas petroleras.

Con altos niveles de efectivo en todo momento y con las fusiones en alza, los gerentes arriesgaban repetir pasadas conductas equivocadas. Claramente, para las industrias plenas de efectivo, pero con insuficientes oportunidades de inversión, una tarea crítica para los ejecutivos corporativos era la de forzar a la gerencia a pagar el exceso de efectivo tan pronto como fuese posible. No obstante, al permitir que las compensaciones de la gerencia se ligaran con los EPS, los ejecutivos corrían el riesgo de promover los efectos de corto plazo derivados de las recompras en vez de administrar la sanidad financiera de la firma a largo plazo. Similarmente, los ejecutivos mentalizados en el valor, en industrias donde las buenas oportunidades de inversión aún están disponibles, deben resistir la presión para hacer recompras que persigan determinados targets-objetivos en los EPS. En la mayoría de casos, las recompras crean valor porque ayudan a mejorar la eficiencia fiscal y evitan que los gerentes inviertan en activos de dudoso valor, o persigan imprudentes adquisiciones. Solamente cuando los gerentes y los ejecutivos comprenden la diferencia entre, la creación de valor fundamental mediante mejoras en el desempeño, versus los efectos puramente mecánicos de un programa de recompras en el EPS, es que éstas podrán realmente funcionar para crear valor.

### **CONCLUSIONES:**

La política de dividendos es importante dependiendo de la naturaleza de la empresa que la adopte, debido a que hay unas que pagan dividendos y otras que capitalizan sus utilidades con la finalidad que se incremente el valor de sus acciones y con la disponibilidad de dinero que les sobra, pueden dedicar una mayor cantidad en inversiones y en la ejecución de programas que le generen mayor rendimiento.

La política de dividendos puede ser relevante o irrelevante en cuanto a su efecto sobre el valor de las acciones y dependerá de las condiciones del mercado, si este es eficiente o no, ya que una empresa deberá tomar en cuenta que en el mundo real existen los diferentes impuestos que se le aplicaran, así como los costos por las diferentes transacciones, las comisiones y los fallos en la información.

En nuestro país la política de dividendos si es importante porque los inversionistas reciben cada año dividendos que les genera la tranquilidad que la inversión la han realizado en empresas solidas y serias, que se preocupan por obtener resultados positivos al final de cada año para atender las necesidades de inversión del próximo y dedicar una cantidad de dinero para aumentar la riqueza de los accionistas.

### **Agradecimientos:**

En la obtención de este grado académico, quiero agradecer en primer lugar a **DIOS**, Padre todo poderoso y eterno, en segundo lugar a mi **FAMILIA**, mi esposa Ana María de Ayala, mi hijo Julio Ayala, mi hija Marcela Ayala y demás familia Ayala González y Guevara Manzanares, en tercer lugar a mi **TRABAJO** que es la fuente principal de mis ingresos, en cuarto lugar a mis **COMPAÑEROS y AMIGOS** por su comprensión, paciencia y apoyo en especial a Daniel Reyes, Yanira García, Margarita Reyna, Roberto Turcios, Patricia Monge y Daniel Hernández y por último lugar aunque no menos importante al anterior Director de la Maestría en Administración Financiera, Maestro Guillermo Villacorta, quien luego de la entrevista me permitió formar parte de la PROMOCION XII de la cual me siento orgulloso y también al nuevo Director Maestría en Administración Financiera, Maestro Carlos Alvarenga, quien con una nueva visión esta ordenando y potenciando para llevarla a ser la mejor de nuestra querida Alma Mater, la Universidad Nacional de El Salvador-UES.

### **BIBLIOGRAFIA**

Política de Dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa, R. C. Lease, A Kalay, U. Loewenstein, K. John y O. H. Sarig. Gestión 2000.

Los Dividendos y el Síndrome del Jugo de Naranja Congelado, Peter L. Bernstein, Financial Analyst Journal, 2005. Traducción de la MAF.

ALBOUY, Michel (1990): "La politique de dividendes des entreprises". *La Revue d'Economie Financiere*. nº 12 y 13.

BIERMAN, Harold (1984): *Planeación Financiera Estratégica*. CECSA. México. Págs.: 111-127

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

BREALEY, Richard (1987): "Does Dividend Policy Matter?". En STERN, Joel y CHEW, Donald:

*The Revolution in Corporate Finance*. Basil Blackwell. Oxford. Págs.: 304-309

BREALEY, Richard y MYERS, Stewart (1988): *Fundamentos de Financiación Empresarial*. McGraw

Hill. Madrid. Págs.: 365-392

- BRENNAN, M. (1971): "A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model". *Journal of Finance*, nº 26. Diciembre. Págs.: 1115-1122
- EMERY, Douglas y FINNERTY, John (1991): *Principles of Finance*. Nueva York. West Publishing. Pp.: 492-560
- GOODHART, Will (1991): "Dividend Dilemma". *Corporate Finance*. Marzo. Págs.: 17-21
- GORDON, M. (1959): "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*, nº 41. Mayo. Págs.: 99-105
- GROPELLI, A., y NIKBAKHT, E. (1990): *Finance*. Barron's. Nueva York. Pp.: 197-218
- HACKETT, John (1986): "Dividend Policy". En ALTMAN, Edward: *Handbook of Corporate Finance*. John Wiley. Nueva York. Cap. 13
- HESS, Patrick (1987): "The Dividend Debate: 20 Years of Discussion". En STERN, Joel y CHEW, Donald: *The Revolution in Corporate Finance*. Basil Blackwell. Oxford. Págs.: 310-319
- HIGGINS, R. (1972): "The Corporate Dividend-Saving Decision". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 7. Marzo. Págs.: 1527-1541
- LINTNER, J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *American Economic Review*, nº 46. Mayo. Págs.: 97-113
- MARTIN, J., PETTY, J., KEOWN, A. y SCOTT, D. (1991): *Basic Financial Management*. Englewood Cliffs (NJ), Prentice Hall. Pp.: 387-420
- MASCAREÑAS, Juan: *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. McGraw Hill. Madrid. 2000 (3a ed.)
- McCABE, G. (1979): "The Empirical Relationship Between Investment and Financing: A New Look". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 14. Marzo. Págs.: 119-135
- MILLER, M., y MODIGLIANI, M. (1961): "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, nº34. Octubre. Págs.: 411-433
- MILLER, Merton y SCHOLLES, Myron: "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence". *Journal of Political Economy* nº 90. Diciembre. 1983. Pp.: 1118-1141.
- Christine Jolls de la Harvard Law School, citada en *The Economist* "Share buybacks. A popular option". 25 de abril de 1998 pág.: 92
- MILLER, Merton (1987): "Can Management Use Dividends to Influence the Value of the Firm?".
- STERN, Joel y CHEW, Donald: *The Revolution in Corporate Finance*. Basil Blackwell. Oxford. 1987. Págs.: 299-303
- PIKE, Richard y DOBBINS, Richard (1986): *Investments Decisions and Financial Strategy*. Philip Allan. Oxford. Págs.: 219-242

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

SCHALL, Lawrence y HALEY, Charles (1991): *Introduction to Financial Management*. McGraw, Hill. Nueva York. pp.: 471-504

SUAREZ, Andrés (1987): *Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid. Págs.: 592-604

THE ECONOMIST (2002): "Dividends' end". *The Economist*. 12- enero. Pág. 76

WESTON, J., CHUNG, K., HOAG,S. (1990): *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*.

Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ). Págs.: 440-456

J. P. Morgan "Dividends: The 2011 guide to dividend policy trends and best practices". January 2011.