

# **La política de dividendes: Estudi del cas La família**

SOLEDAD MOYA  
Universitat Autònoma de Barcelona

Data de recepció: 23/09/10  
Data d'acceptació: 15/02/11

## **Resum**

El cas plantejat analitza la política de dividendes portada a terme per l'empresa La Família. Els diferents propietaris de l'empresa sostenen postures divergents respecte al repartiment de dividendes i mentre l'accionista majoritari advoca per una política conservadora de poc repartiment, alguns accionistes minoritaris preferirien augmentar el percentatge de beneficis repartits. De l'anàlisi de l'empresa es desprèn que presenta una situació tant econòmica com financera positiva. Els arguments a favor d'un major repartiment serien el ja suficient volum de capitalització, el possible augment de rendibilitat amb major nivell de deute, la solvent situació financera a curt termini i el fet que els accionistes ho reclamin. En contra cal argumentar la fiscalitat i l'alta rendibilitat. L'empresa en tot cas haurà de procurar aconseguir un equilibri entre la maximització del seu valor i la satisfacció dels seus propietaris.

## **Paraules Clau**

Política de dividendes, capitalització, rendibilitat, autofinançament

## Abstract

This case study analyzes the dividend policy of the company «La Família». The shareholders support different dividend strategies and while the majority holding wants to keep a very conservative policy with low dividend payout, some other owners would prefer to increase the percentage of income paid out. The analysis of the financial statements of the company shows how it is a strong and capitalized firm. Arguments in support of an increment in the dividend payout would be the level of capitalization, the increase on return due to more external financing, the strong short term financial position and the fact that some shareholders do claim for it. Arguments against would be tax and the high level of the ROE. In any case, the firm should try to find a balance between maximising the value of the company and the satisfaction of its owners.

## Keywords

Dividends policy, capitalisation, return, self-financing.

---

## 1. Presentació

El consell d'administració de Perfums La Família, empresa que actua des de fa quaranta anys en el sector de la cosmètica, està reunit per a decidir la conveniència de continuar amb la política d'endeutament i capitalització que s'ha seguit fins al present. La totalitat de les accions de l'empresa està en mans de la família Ribot, d'acord amb el detall següent:

Titular	Percentatge
Oscar Ribot	55%
Felix Ribot	10%
Maria Ribot	10%
Gigí Ribot	25%
Total	100%

Com es pot comprovar en els estats financers de l'empresa, l'empresa ha optat per destinar a reserves la major part dels beneficis obtinguts que,

juntament amb la reducció dels tipus d'interès, ha fet que la càrrega financera s'hagi anat reduint.

No obstant això, alguns membres de la família, especialment Fèlix i Maria, no estan conformes amb la política de poc repartiment de dividend que està seguint l'empresa. Tant Fèlix com Maria, creuen que si l'empresa necessita fons per a anar finançant les seves necessitats d'inversió, hauria de recórrer a la banca. En aquest sentit, cal tenir en compte que es reben contínuament visites de diversos professionals de la banca que ofereixen finançament amb condicions molt avantatjoses per a l'empresa.

Oscar argumenta que la rendibilitat que aconsegueix l'empresa és superior a la que podrien arribar els accionistes si invertissin uns majors dividends en altres alternatives. De fet, actualment el cost d'oportunitat dels accionistes és del 10% anual. A més, a Oscar li preocupa la possibilitat de perdre independència financera i augmentar el nivell de risc.

La posició de Gigí és ambigua, com la seva vida mateixa, i no es decanta per cap de les dues postures.

A la vista d'aquestes consideracions, i les dades que s'acompanyen a continuació, es tracta de determinar la conveniència de continuar amb la política d'endeutament i capitalització que té l'empresa.

## 2. Informació economicofinancera

A continuació s'acompanyen els balanços de situació, comptes de resultats i dividends repartits per l'empresa en els dos anys anteriors (any -1 i any 0) i la previsió per als tres pròxims anys (anys +1, +2 i +3).

### a) Balanços de situació

	-1	0	+1	+2	+3
Immobilitzat net	305	310	302	346	442
Existències	433	473	481	516	555
Realitzable	351	392	336	350	359
Disponible	96	110	73	89	138
Total actiu	1185	1285	1192	1301	1494
Patrimoni net	653	744	881	1043	1229
Deutes llarg termini	155	165	41	34	29
Deutes curt termini	377	376	270	224	236
Total passiu i patrimoni net	1185	1285	1192	1301	1494

## b) Comptes de resultats

	-1	0	+1	+2	+3
Ingressos	+929	1103	1220	1312	1400
Cost de vendes	-360	-469	-485	-520	-557
Despeses estructura	-387	-435	-480	-503	-519
Amortitzacions	-26	-30	-40	-42	-43
Altres resultats	+87	+4			
BAII	243	173	215	247	281
Despeses financeres	+9	-26	-4		
Ingressos financers	-26	+7		+7	+14
BAI	219	154	211	254	295
Impost societats	-66	-46	-63	-76	-89
Benefici net	153	108	148	178	206

## c) Dividends repartits

	-1	0	+1	+2	+3
Dividends repartits	9	9	0	5	9

## Notes:

- L'increment del patrimoni net es deu exclusivament a l'augment de reserves procedents de beneficis no repartits.
- La partida d'altres resultats correspon a resultats extraordinaris obtinguts per l'empresa i classificats, segons la normativa comptable, en resultats d'explotació.
- L'empresa ens informa que del deute que posseeix a curt termini, aproximadament un 50% és amb cost.

## 3. Anàlisi dels estats financers

Si analitzem els percentatges verticals de la Figura 1 observem com les proporcions de l'actiu pràcticament no canvien al llarg dels anys analitzats. L'immobilitzat net es manté en un percentatge més o menys constant d'entre el 25 i el 30% mentre que l'actiu corrent, compost per les existències, el realitzable i el disponible, configuren el 70% restant. Dins de l'actiu corrent, la composició també es manté bastant estable, suposant les existències al voltant del 35 o 40%, el realitzable entre el 25 i el 30 i el disponible entre el 7 i 9%. Això ens fa pensar que l'empresa no té intenció

d'efectuar grans canvis en la seva estructura ni en la seva activitat i que sembla preveure un creixement estable del seu negoci.

	-1	%	0	%	1	%	2	%	3	%
Immobilitzat net	305	26	310	24	302	25	346	27	442	30
Existències	433	37	473	37	481	40	516	40	555	37
Realitzable	351	30	392	31	336	28	350	27	359	24
Disponible	96	8	110	9	73	6	89	7	138	9
Total actiu	1185	100	1285	100	1192	100	1301	100	1494	100
Patrimoni net	653	55	744	58	881	74	1043	80	1229	82
Deutes llarg termini	155	13	165	13	41	3	34	3	29	2
Deutes curt termini	377	32	376	29	270	23	224	17	236	16
Total passiu i patrimoni net	1185	100	1285	100	1192	100	1301	100	1494	100

**Figura 1:** Balanços de situació en percentatges de Perfums La Família

Quant al passiu i patrimoni net, sí que observem un canvi en la presència de les diferents fonts de finançament. Així, el percentatge de patrimoni net o recursos propis s'espera que passi del 55% al 82%, que augmenta per tant de manera significativa el volum de capitalització de l'empresa. Al mateix temps, els percentatges esperats de deute disminueixen significativament passant del 13% al 2% en el cas de deutes a llarg termini i del 32% al 16% en el cas del deute a curt termini.

Es confirma, per tant, la tendència prevista per l'empresa d'enfortir l'estructura financera sobre la base de l'increment de reserves procedents dels beneficis obtinguts i de mantenir un nivell de repartiment de dividends relativament baix.

Quant a l'anàlisi dels comptes de resultats, tant els reals com els previstos, podem observar en la Figura 2 com la tendència en vendes és d'increment continuat. El percentatge d'increment total en vendes previst per al període analitzat és d'un 50%.

Observem com la proporció de despeses d'explotació es manté en el temps excepte per la partida d'altres resultats, que desapareix en els anys previsionals. Això és degut al fet que es tracta de despeses de caràcter extraordinari que s'han produït en els anys -1 i 0 i que l'empresa no espera que es tornin a produir en els exercicis següents.

	-1	%	0	%	1	%	2	%	3	%
Ingressos	929	100	1103	100	1220	100	1312	100	1400	100
Cost de vendes	-360	-39	-469	-43	-485	-40	-520	-40	-557	-40
Despeses estructura	-387	-42	-435	-39	-480	-39	-503	-38	-519	-37
Amortitzacions	-26	-3	-30	-3	-40	-3	-42	-3	-43	-3
Altres resultats	87	9	4	0		0		0		0
BAIL	243	26	173	16	215	18	247	19	281	20
Despeses financeres	-33	-4	-26	-2	-4	0		1		0
Ingressos financers	9	1	7	1		0	7	0	14	1
BAI	219	24	154	14	211	17	254	19	295	21
Impost societats	-66	-12	-46	-4	-63	-5	-76	-5	-89	-6
Benefici net	153	16	108	10	148	12	178	14	206	15

**Figura 2:** Comptes de resultats en percentatges de Perfums La Família

Quant al resultat financer, observem que es preveu que desapareguin amb el temps les despeses financeres. Això confirma el desig de l'empresa d'augmentar el seu volum d'autofinançament i, per tant, disminuir de manera significativa la seva dependència financera exterior.

El benefici abans d'interessos i impostos decrementa significativament entre el període -1 i 0 a causa de l'absència en l'any 0 dels resultats de +87 (altres resultats) que són extraordinaris. No obstant això, a partir de l'any 0 s'espera un increment constant del percentatge d'aquest benefici sobre vendes fins a arribar al 20% en l'últim any. D'altra banda i respecte al benefici abans d'impostos i benefici net, la tendència és similar: arriba al 21% sobre vendes el primer i al 15% de vendes el segon en l'últim període.

Si calculem algunes ràtios observem el següent:

	-1	0	1	2	3
Solvència (Actiu corrent / Passiu corrent)	2,3	2,6	3,3	4,3	4,5
Tresoreria (Realitzable + disponible / Passiu corrent)	1,2	1,3	1,5	2,0	2,1
Prova de l'àcid (Disponible / Passiu corrent)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6
ROI (BAIL / Actiu)	20,5	13,5	18,0	19,0	18,8
ROE (Benefici net / Patrimoni net)	23,4	14,5	16,8	17,1	16,8
Cost del deute (despesa financera/Deute amb cost)	9,6	7,4	2,5	0,0	0,0
Palanquejament financer (diferència entre ROI i cost deute)	Positiu	Positiu	Positiu	Positiu	Positiu
Dividend/Benefici Net	0,06	0,08	0,00	0,03	0,04

**Figura 3:** Ràtios de Perfums La Família

Si passem a l'anàlisi de la situació financera de l'empresa, considerem en primer lloc la ràtio de liquiditat calculada com el quocient entre l'actiu corrent i el passiu no corrent. Aquesta ràtio ens informarà sobre la capacitat que té l'empresa de fer front als seus pagaments a curt termini. En el cas de l'empresa analitzada, aquesta ràtio es manté en nivells superiors a 2 en tots els anys considerats, cosa que ens informa de la capacitat sobrada de l'empresa per a atendre aquests pagaments a curt termini.

A continuació es considera la ràtio de tresoreria, calculada com el quocient entre la suma del realitzable i disponible i el passiu corrent. Aquesta ràtio hauria d'oscil·lar al voltant del valor 1 i observem com l'empresa en tots els exercicis presenta valors superiors a 1 amb el que és clara la seva capacitat d'atendre els pagaments a curt tenint en compte únicament el seu realitzable (comptes a cobrar) més el seu disponible (tresoreria i altres mitjans efectius equivalents).

Quant a la prova de l'àcid, observem com els valors oscil·len entorn del 0,3 i 0,6 confirmant per tant la bona salut de tresoreria que gaudeix l'empresa.

Les ràtios que incorpora la Figura 3 referides a la rendibilitat de l'empresa són el ROI (*Return on Investment*, equivalent al ROA o Rendibilitat dels actius) i el ROE (*Return on Equity* equivalent a la Rendibilitat dels recursos propis o Patrimoni Net).

En el cas del ROI, observem com en el primer any suposa un 20% encara que sofreix una important baixada en el segon any (13,5%) degut principalment a la desaparició dels ingressos extraordinaris (partida d'altres resultats) però a continuació es recupera i s'espera que arribi a un 19% en l'últim any. Quant a la ROE o rendibilitat dels accionistes, segueix una tendència semblant a la del ROI i en tot cas se situa en nivells molt alts per a tots els exercicis.

Quant al cost del deute, s'ha calculat com la ràtio entre les despeses financeres i el total de deute amb cost. Per a això s'ha considerat en el denominador el total de deute a llarg termini i el 50% del deute a curt termini segons ens informen els comptes anuals de l'empresa. Observem com el primer any tenim un cost aproximat del 10% que baixa ja en el segon any al 7,5%. Seguint la intenció de l'empresa d'eliminar al màxim la dependència financera amb cost en els pròxims exercicis, el cost del deute desapareix completament a partir de l'any 2.

La diferència entre la ROI i el cost del deute determina el palanquejament financer de l'empresa. Per a tots els exercicis el ROI és superior al cost del deute, cosa que indica que l'empresa obté una rendibilitat en les seves inversions que és superior al cost financer i que, per tant, l'empresa té

marge per a endeutar-se. Un augment del seu endeutament podria produir un augment de la rendibilitat dels accionistes<sup>22</sup>.

La ràtio de dividend sobre benefici net (*dividend payout ràtio*) calcula el quocient entre el dividend efectivament repartit als accionistes i el benefici net de l'exercici. Generalment, empreses en període d'expansió tenen valors baixos d'aquesta ràtio ja que retenen la major part del benefici en l'empresa per a finançar projectes d'inversió futurs (White *et al.*, 2003). No obstant això, empreses més madures i amb una determinada quota de mercat més estable tendeixen a tenir valors més alts d'aquesta ràtio. En l'empresa analitzada, aquesta ràtio es manté en valors molt baixos i la intenció de l'empresa és fins i tot disminuir-la més de cara a autofinançar el negoci de l'empresa el màxim possible.

#### 4. Política de dividends i estructura òptima del capital

La política de dividends representa el pla d'acció de l'empresa en relació al pagament de rendiments als accionistes mitjançant el qual es pretén obtenir un equilibri entre el nivell adequat de capitalització de l'empresa i la satisfacció dels accionistes. La política de dividends de l'empresa hauria de dissenyar-se amb dos objectius en ment: maximització de la riquesa dels propietaris i manteniment d'un adequat nivell de finançament. Aquests objectius no han de ser mútuament excloents sinó que han de constituir-se en un adequat equilibri.

Han estat molts els estudis que han intentat relacionar la política de dividends amb el valor de l'empresa (Mascareñas, 2003). Aquests estudis s'han realitzat sobre la base d'empreses cotitzades on el que es busca és veure si la política de dividends resulta un indicador fiable de les possibles variacions sobre el preu de les accions. No obstant això, fins al moment no s'ha pogut demostrar que aquesta política sigui un factor determinant a l'hora d'establir el valor de l'acció d'una empresa. Això ha fet que les decisions en relació als dividends com política de finançament hagin quedat sovint relegades a posicions bastant inferiors a les decisions d'inversió.

La política de dividends està al mateix temps molt relacionada amb l'intent d'arribar a l'estructura òptima de capital. L'obtenció d'una estructura òptima de capital es basa en la recerca de les proporcions de capital i

---

22. Per a un estudi detallat del palanquejament financer i la seva relació amb la rendibilitat financera o rendibilitat dels accionistes, vegeu Gironella, I: (2005).



deute que minimitzin el cost mitjà ponderat del finançament i que maximitzin el valor de l'empresa (Mazón *et al.*, 2003). No obstant això, el fet d'arribar a o no aquesta estructura de capital vindrà condicionat per múltiples factors com són la desgravació fiscal, els costos d'insolvència o els costos d'agència<sup>23</sup> entre d'altres.

En l'empresa que estudiem, de caràcter familiar i no cotitzada, la política de dividends seguida per l'empresa està relacionada amb la filosofia dels seus propietaris i les seves necessitats de finançament (no tant de l'empresa sinó probablement dels seus accionistes a nivell particular).

El soci majoritari de l'empresa advoca per mantenir una política molt conservadora on el nivell de repartiment de dividends sigui mínim, de manera que es pugui aconseguir un volum de capitalització molt alt i, per tant, la dependència financera de l'exterior sigui mínima. No obstant això, part dels socis minoritaris advoquen per un repartiment major de dividends i donarien suport a la recerca de finançament bancari si calgués.

Abans d'analitzar el cas particular de l'empresa que ens ocupa podríem dir que, en general, l'aportació de capital té més risc que els fons de tercers atès que si l'empresa entra en situació de fallida se satisfaria abans el deute amb tercers. A més, sol succeir (sobretot en les PIMES) que els accionistes actuïn com a avaladors de préstecs bancaris, amb la qual cosa fins i tot es podrien embargar els seus béns. Així doncs, els accionistes solen exigir un rendiment superior al dels prestadors (Mazón *et al.*, 2003). En l'actualitat, sol estar en un mínim del 4% però pot arribar fins i tot a doblar el cost dels fons aliens en funció del risc de mercat o del risc de l'empresa. Si l'empresa opta per finançar inversions amb autofinançament (reserves) això suposa un cost d'oportunitat per als accionistes que es mesura a través del rendiment que aquests podrien obtenir d'aquests fons en una inversió alternativa. En el cas de l'empresa aquest cost d'oportunitat està al voltant del 10%.

Si analitzem els punts a favor i en contra de la decisió de repartir majors dividends per al cas de l'empresa La Família podríem trobar-nos amb el següent:

---

23. Podem definir els costos d'agència com la possible pèrdua de valor que es pot produir en les empreses per la falta de coincidència entre els interessos dels propietaris/accionistes i els interessos dels gerents/directius. Aquests costos solen estar més presents en les grans organitzacions on sovint la propietat està clarament separada de la direcció. En aquest cas i sota circumstàncies normals, els interessos de la propietat sempre es basaran en la maximització del valor de l'empresa mentre que en cas de la gerència els incentius poden ser diversos i de vegades divergents dels dels propietaris.

Com a punts a favor:

– Capitalització:

L'empresa tenia una proporció de patrimoni net sobre total actiu del 55% en l'exercici -1 i del 58% en l'exercici 0. Aquesta estructura de capital sembla ja prou estable i ofereix garanties sobre el nivell de capitalització de l'empresa. En les seves previsions, aquests percentatges augmenten de manera substancial fins a arribar al 82% de recursos propis sobre total actiu en l'any 3, nivell que potser sigui massa alt considerant que un cert nivell d'endeutament podria afavorir la rendibilitat de l'empresa.

– ROI superior al cost del deute:

Hem observat com el ROI és superior al cost del deute i que, per tant, el palanquejament financer és favorable. Això ens indica que l'empresa té marge per a endeutar-se i que fer-ho podria incrementar la rendibilitat dels seus recursos propis, de manera que en aquest cas interessaria augmentar el repartiment de dividends.

– Tresoreria:

De l'anàlisi de les ràtios de liquiditat i tresoreria exposades en apartats anteriors es comprova com l'empresa no té cap problema de tresoreria i que podria afrontar sense problema un major repartiment de dividend.

– S'ha repartit poc fins ara:

Fins al moment s'ha repartit poc dividend i la política ha estat molt conservadora.

– Sol·licitud dels accionistes:

Part dels accionistes han sol·licitat un major repartiment de dividends. Un dels objectius de la política de dividends és aconseguir la satisfacció dels propietaris sempre que sigui compatible amb la maximització del valor de l'empresa, però en el cas que s'analitza sembla que ambdós objectius són compatibles.

Com a punts en contra:

– ROE molt alt, difícil de superar:

Hem vist en la Figura 3 com la ROE de l'empresa es manté en nivells

molt alts per a tots els exercicis, percentatges superiors al cost d'oportunitat dels accionistes que s'estima en un 10%. Per tant, des d'un punt de vista de rendibilitat de la inversió en l'empresa potser no interressi augmentar el dividend.

– Fiscalitat:

La fiscalitat no aconsella repartir major dividend per la seva tributació com a renda de les persones físiques.

## **5. Conclusions finals**

El cas plantejat analitza la política de dividends portada a terme per l'empresa La Família. Els diferents propietaris de l'empresa sostenen postures divergents respecte al repartiment de dividends que s'ha efectuat fins a la data i el que es té previst en pròxims exercicis. Així, mentre l'accionista majoritari proposa una política conservadora i de poc repartiment de dividend, alguns accionistes reclamen que s'augmenti el repartiment de beneficis.

L'empresa té una situació financera sòlida, manté uns percentatges de recursos propis elevats que la fan autònoma financerament i asseguren suficient nivell de capitalització i garantia enfront de tercers. La seva situació financera a curt termini és també positiva quant a les seves disponibilitats de tresoreria i la seva capacitat de fer front als pagaments a curt termini.

Quant al seu resultat i rendibilitat, hem vist també que és una empresa molt rendible, amb perspectives de creixement i que ofereix als seus accionistes rendiments de les seves inversions molt atractius.

Els arguments a favor d'un major repartiment de dividends serien que l'empresa ja té prou volum de capitalització, que una major proporció de deute podria augmentar la rendibilitat dels recursos propis, que té suficient capacitat financera a curt termini i que part dels accionistes ho han sol·licitat. Com a arguments en contra podríem parlar de la fiscalitat i de l'extremadament alt valor de la ROE.

La decisió de repartir o no major dividend ha de tenir en compte tots els factors exposats i també altres de caràcter més personalista com les postures i visions de cadascun dels socis i les seves possibles necessitats financeres. L'empresa en tot cas haurà de tractar d'aconseguir un equilibri entre la maximització del valor de l'empresa i la satisfacció dels seus propietaris.

## Referències bibliogràfiques

- AMAT, O. (2008) *Anàlisi integral d'empreses*, Profit Editorial, Barcelona.
- BREALEY, R.A. i MYERS, S. (1993) *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.
- COPELAND, T.E., WESTON, J.F. i SHASTRI. K. (2005) *Financial theory and corporate policy*, Pearson Addison Wesley, Boston.
- GIRONELLA. E. (2005) «El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa», *Revista de Comptabilitat i Direcció*, 2, pp. 69-88.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2009) *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- MASCAREÑAS, J. (2002) *La política de dividendos*, Universitat Complutense de Madrid.
- MAZON, F., OLSINA, F., AGUILA, S. (2003) *Finanzas: de la planificación a largo a la gestión diaria de tesorería*, Editorial Gestió 2000, Barcelona.
- Real Decret 1514/2007 de 16 de novembre pel que s'aprova el Pla General de Comptabilitat.
- Real Decret 1515/2007 de 16 de novembre pel que s'aprova el Pla General de Comptabilitat per a les petites i mitjanes empreses.
- VAN HORNE, J.C. (1986) *Financial management and policy*, Prentice-Hall International, Londres.
- WHITE, G., SONDHI, A., FRIED, D. (2003) *The analysis and use of financial statements*, John Wiley and Sons, Nova York.

**ACCID**Associació  
Catalana de  
Comptabilitat i  
Direcció**Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció**  
Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya  
Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona  
Tel. 93 416 16 04 extensió 2019  
info@accid.org - www.accid.org - @Associacio ACCID