

Política de dividendos

FERNANDO GÓMEZ-BEZARES
AMAIA APRAIZ
Deusto Business School, Universidad de Deusto

Fecha recepción: 14/04/2012
Fecha aceptación: 23/07/2012

RESUMEN

La política de dividendos es una de las decisiones importantes que se deben tomar en las finanzas corporativas. A lo largo del siglo xx y durante lo que llevamos del siglo xxi muchos académicos han estudiado este tema, muchas veces en contacto con los ejecutivos empresariales. Así se han ido desarrollando modelos y analizando los elementos que deben considerarse para establecer la cuantía de los dividendos a distribuir, así como se han analizado otras posibilidades alternativas. El trabajo de Miller y Modigliani (1961) supuso un desafío para los estudiosos de este tema, como el de Modigliani y Miller (1958) lo supuso en el tema del endeudamiento. Desde entonces su postura resulta fundamental para entender las políticas de dividendos. La investigación actual no ha encontrado todavía una respuesta satisfactoria sobre cuáles son las decisiones idóneas en este campo.

PALABRAS CLAVE

Dividendos, Miller y Modigliani, Valor Informativo.

ABSTRACT

Dividend policy is one of the key decisions to be taken on corporate finance. During the twentieth century and for so far this century many scholars have studied this topic, often in contact with corporate executives. Models have been developed and the factors to be consi-

dered to establish the amount of dividends to be distributed have been analyzed, as well as other alternatives have been studied. The work of Miller and Modigliani (1961) was a challenge to scholars, such as the one of Modigliani and Miller (1958) supposed on the issue of debt. Since then, their posture is essential to understand the dividend policies. Current research has not yet found a satisfactory answer for what the right decisions are in this field.

KEYWORDS

Dividends, Miller and Modigliani, Informative Value.

1. Introducción

A la vista del título de este trabajo el lector, probablemente, habrá deducido que en las páginas que siguen hablaremos de cuáles son las «políticas» más adecuadas para que la empresa reparta los dividendos a los accionistas. ¿Es bueno dar un dividendo más o menos constante, o es mejor adecuarlo a los resultados de la compañía?, ¿Es conveniente mantener el dividendo, aunque sea pequeño, en épocas de «vacas flacas»? ¿Debe haber un objetivo de reparto de dividendo o sería mejor considerar al dividendo como una consecuencia de las políticas de inversión y financiación de la empresa repartiendo el excedente correspondiente? Seguramente el lector supondrá que va a encontrar respuesta a éstas y otras preguntas similares, y algo de eso va a suceder. Pero el problema al que nos vamos a enfrentar es más serio, la primera pregunta que deberemos contestar es si importan o no las políticas de dividendos, lo que nos llevaría a cuestionarnos si los propios dividendos importan o no.

Empecemos por esto último: ¿importan los dividendos? Para responder a esta pregunta debemos recordar que en las *finanzas corporativas* se puede hablar de tres grandes decisiones:

1. La decisión de inversión: dónde y cuánto invierto.
2. La decisión de financiación: quién y en qué condiciones me proporciona los fondos para realizar las inversiones.
3. La decisión de dividendos: cuánto dinero y cuándo doy a mis accionistas como retribución al capital que han invertido en la compañía.

Parece claro que, mientras los prestamistas, los acreedores de la empresa, van a recibir unos intereses y la correspondiente devolución del principal según las estipulaciones contractuales firmadas con la compañía, y de ahí se deduce su retribución, los accionistas verán en los dividendos su fuente natural de retribución (aunque esto pueda matizarse, como veremos después, lo simplificaremos así de momento). Si los dividendos son la forma natural de retribución del accionista, parece lógico que la «decisión de dividendos» sea una decisión fundamental en la empresa, tal como acabamos de explicitar (aunque, a veces, se incluya dentro de la decisión, más general, «de financiación», esto no le resta ni mucho menos trascendencia). Podremos discutir hasta qué punto los dividendos vienen ya condicionados por las políticas de inversión y financiación, pero son importantes para los accionistas.

Para ver esto más claro recordemos la fórmula de Williams (1938); el valor de los fondos propios de una empresa es el resultado de actualizar la corriente esperada de dividendos:

$$V = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \dots \quad (1)$$

donde V es el valor de las acciones de la empresa, D_i es el dividendo correspondiente al año «i», k es el tipo de descuento, y suponemos una vida indefinida para la empresa.

Si el *objetivo financiero* de la empresa es maximizar su valor en el mercado, maximizar el valor de sus acciones, y tal valor depende de los dividendos, es obvio que los dividendos, en un sentido amplio (donde se podría incluir la liquidación de la sociedad), son importantes.

Hemos visto que los dividendos son la forma «natural» de retribuir al accionista, y además de ellos depende el valor de la empresa, luego *los dividendos son importantes*, eso no está en discusión; lo que se discute es si puede haber una «política» de dividendos que sea más conveniente que otras.

Según el diccionario de la Real Academia Española (22.^a edición) tenemos que irnos a la acepción 11.^a (arte o traza con que se conduce un asunto o se emplean los medios para alcanzar un fin determinado) o a la última, la 12.^a (orientaciones o directrices que rigen la actuación de una persona o entidad en un asunto o campo determinado), para encontrar un significado que se adecue a lo que aquí estamos entendiendo por *política*.

La política de dividendos sería la forma concreta de repartir los divi-

dividendos (constantes, crecientes, proporcionales al resultado...); veremos que no está tan claro si esto es importante o no. Lo que está fuera de toda duda es que la capacidad de la empresa para repartir dividendos fruto de la generación de fondos que consiga, y, en consecuencia, cuánto dividendo reparta y cuándo lo haga es fundamental.

A la vista de lo anterior organizaremos el trabajo de la siguiente manera: en la sección 2 justificaremos la irrelevancia de las políticas de dividendos en un mercado perfecto; veremos en la sección 3 cómo afectan las relajaciones que se producen en los mercados reales para hacer que las políticas de dividendos puedan tener importancia, comentando algunas de ellas, para resumir en la sección 4 algunas novedades al respecto. Finalmente en la sección 5 tendremos las conclusiones.

2. De Lintner a MM en unos pocos años

John Lintner (Lintner, 1956) hizo un estudio sobre cuáles eran las directrices que utilizaban las empresas en sus repartos de dividendos, viendo cómo actuaban las compañías y en base a entrevistas con sus directivos. Sus conclusiones las podemos ver en la figura 1.

Lintner (1956):

- Tendencia a repartir un porcentaje X del beneficio como dividendo
- Rechazo a disminuir el dividendo absoluto
- Alisamiento: al menos mantener dividendo del año anterior y no hacer un reparto que no se pueda mantener en el futuro

Figura 1: Conclusiones de Lintner (1956).

El estudio de Lintner refleja adecuadamente cuál era entonces la política de dividendos que seguían normalmente las grandes empresas y, probablemente, en lo fundamental, sigue siendo útil hoy. Resumidamente propugna la estabilidad o el crecimiento del dividendo, entendiéndolo que eso es valorado positivamente por los accionistas.

Sólo cinco años después, Franco Modigliani y Merton Miller (Miller y Modigliani, MM, 1961) plantearon, sin embargo, la indiferencia de la política de dividendos en un mercado perfecto. Tratemos, en primer lugar, de entender la idea de una manera intuitiva: si un accionista tiene 10 acciones, con un precio en el mercado de 20\$ cada acción, y la empresa decide repartir 2\$ por acción como dividendo, el accionista pasará a tener 20\$ en caja (re-

sultado del reparto de dividendos), y conservará las 10 acciones, que lógicamente valdrán menos ahora (por ser participaciones en la propiedad de una empresa que ahora vale menos al haberse desprendido de un dinero en forma de dividendos); lo lógico es que ahora valga 18\$ cada acción (dos dólares es lo que corresponde como pérdida a cada acción). Si hacemos las cuentas, el accionista está igual que antes del reparto del dividendo: antes tenía 200\$ en acciones y ahora tiene 20\$ en caja y 180\$ en acciones (lo que sigue arrojando una riqueza de 200\$). Alguien puede argumentar que ahora el accionista tiene «liquidez», pero esa misma liquidez la podría haber conseguido, de no repartirse el dividendo, vendiendo una acción (por la que le hubieran dado 20\$) y manteniendo las otras nueve (con un valor de 180\$ si no hubiera habido reparto de dividendos). Esto es como «hacerse sus propios dividendos» (*homemade dividends*): resulta equivalente que la empresa reparta un 10% del valor de las acciones como dividendo o que el accionista venda el 10% de sus acciones. Todavía se puede argumentar que el accionista que se «ha hecho sus propios dividendos» vendiendo una acción, ahora tiene menos acciones y por lo tanto menos participación en la empresa, pero tampoco ese razonamiento es correcto. En efecto, para que ambas situaciones sean comparables debemos pensar en dos empresas idénticas, una que reparte y otra que no reparte dividendos, y que ambas llegan a la misma situación final; para que eso ocurra pensemos que la que no reparte dividendos compra acciones propias en el mercado por importe del 10% de su valor en bolsa (con lo que se deshace de caja por un importe idéntico al que la empresa gemela dedica al reparto de dividendos), para amortizarlas a continuación (con lo que sus fondos propios valdrán lo mismo que los de su gemela). El accionista de la primera empresa (la que reparte dividendos) tendrá un porcentaje de participación X, correspondiente a sus 10 acciones; el de la segunda es cierto que tiene sólo nueve acciones (al haber vendido una para «hacerse sus dividendos», lo que representa el 10% de sus acciones), pero en el mercado hay también un 10% menos de acciones (por la compra y posterior amortización realizada), con lo que el porcentaje X de participación se mantiene. Luego volveremos sobre esto con un ejemplo más completo.

Miller y Modigliani (1961) nos proponen un razonamiento matemático, donde P_0 es el valor de la acción al principio del período y P_1 el correspondiente al final del mismo, D es el valor del dividendo que se reparte justo antes de terminar el período, m las acciones emitidas por la empresa al precio ex-dividendo, I las inversiones que quiere realizar la empresa en el período, F los fondos generados por la empresa, n el número de acciones que había al principio del período y k el tipo de descuento. El valor de una acción al principio del período será:

$$P_0 = \frac{P_1 + D}{(1 + k)} \quad (2)$$

Enlazando esto con la idea intuitiva que hemos desarrollado antes, si un mayor dividendo se traduce automáticamente en un menor valor de P_1 , el accionista será indiferente a la cuantía del dividendo. Si pensamos en el conjunto de la empresa, su valor al principio del período [$n.P_0$] será el valor final $[(n+m).P_1]$ menos lo que ha habido que invertir para conseguir ese valor $[m.P_1]$ más lo repartido como dividendos $[n.D]$, actualizado al tipo k :

$$nP_0 = \frac{(n + m)P_1 - mP_1 + nD}{(1 + k)} \quad (3)$$

Pero las necesidades de fondos de la empresa $[I-F]$ han de ser iguales a la financiación externa obtenida (suponemos, por simplificar, que sólo se obtiene financiación de los fondos propios) menos los dividendos repartidos $[m.P_1 - n.D]$, luego:

$$mP_1 - nD = I - F \quad (4)$$

Sustituyendo (4) en (3) tendremos:

$$nP_0 = \frac{(n + m)P_1 - (I - F)}{(1 + k)} \quad (5)$$

En la fórmula (5) han desaparecido los dividendos, con lo que el valor de la empresa dependerá de $[I-F]$, que a su vez dependerá de las decisiones de inversión tomadas por la empresa y de los fondos generados internamente, del tipo de descuento y del valor final de la empresa $[(n+m).P_1]$, que a su vez dependerá de lo que sea capaz de producir en el futuro. Otra forma de leer la fórmula (5) sería: el valor actual de la empresa es el resultado de actualizar lo que valdrá al final del período menos el dinero (neto de dividendos) que los accionistas tendrán que aportar; lo que tiene una enorme lógica, como todo el resultado de MM.

Desde un primer momento aparecieron críticas al razonamiento de MM (véase, por ejemplo, Gordon, 1963), pero, suponiendo mercados perfectos, su razonamiento es muy sólido. En realidad su trabajo de 1961 com-

pleta el de 1958 (Modigliani y Miller, 1958), donde defendían la irrelevancia de la política de endeudamiento (véase Gómez-Bezares y Santibáñez, 2011). En el mundo de MM sólo se crea valor por la inversión; la financiación y los dividendos resultan indiferentes. Si una empresa tiene buenas oportunidades de inversión, deberá acometerlas; si además quiere repartir dividendos (y no tiene suficiente dinero) deberá buscar financiación externa, más cuantos más dividendos quiera repartir. Si pensamos, por simplificar, sólo en fondos propios, cuantos más dividendos reparta, mayores ampliaciones de capital deberá hacer. Pero esto no afecta ni al valor de la empresa ni a la riqueza de los accionistas.

Veamos un ejemplo numérico que nos ayude a entender mejor lo anterior. Pensemos en una empresa que inicia el período con un activo de 1000 y supongamos que los valores de mercado coinciden con los valores en libros y que vivimos en un mundo sin impuestos. Durante el período obtiene un beneficio de 100, donde ya se han restado las amortizaciones, cuyo importe se ha reinvertido para mantener el valor del activo; valor que permanece inalterado por el resto de conceptos hasta el final del período, excepto por un aumento de 100 en caja que es la materialización de los 100 de beneficios. Supondremos también, para simplificar, que toda la financiación proviene de fondos propios, repartidos en 1000 acciones que valen en el mercado una unidad monetaria (ueme) cada una al comienzo del período y 1,1 uemes al final del mismo (pues el activo ha pasado a valer 1100 al aumentar en 100 la caja, cantidad que supondremos excedentaria).

En estas condiciones los directivos de la compañía se plantean, justo antes de cerrar el ejercicio, hacer una inversión de 100 uemes, que por tener un Valor Actualizado Neto (VAN) positivo va a producir un aumento de valor de la empresa de 55 uemes ($VAN = 55$). Los directivos deciden utilizar la caja excedentaria (100 uemes) para realizar la inversión: el activo (a precios de mercado) valdría 1155 al incorporar automáticamente el VAN, que es lo esperable en un mercado perfecto, y cada acción pasaría a valer 1,155 uemes.

Pensemos ahora en una empresa gemela, pero en la que los directivos, desconocedores de la posibilidad de esa inversión, justo antes de cerrar el ejercicio proceden a un reparto de dividendos por el importe de la caja excedentaria (100), lo que supone un dividendo de 0,1 por acción. En ese momento las acciones pasan a valer una ueme, que es el resultado de dividir el valor del activo tras repartir la caja (1000) entre las 1000 acciones. Inmediatamente después de hacer el reparto aparece la posibilidad de acometer la inversión a la que antes nos referíamos, que los directivos consideran muy interesante al tener un VAN positivo, por lo que deciden rea-

lizarla financiándola con una ampliación de capital de 100 acciones de una ueme cada una; en este caso el valor del activo tras la inversión (1155) estaría repartido entre 1100 acciones que valdrían 1,05 uemes cada una. Si a la ampliación acuden los antiguos accionistas, no hay ningún problema, pero si acudieran nuevos accionistas, los antiguos podrían vender sus derechos preferentes de suscripción con un valor de 0,005 el derecho que corresponde a cada acción; como con cada 10 acciones viejas se tiene derecho a suscribir una nueva, el nuevo accionista tendría que comprar 10 derechos por un importe de 0,05 uemes, lo que sumado al importe de la acción en la ampliación daría un coste de 1,05 uemes que sería el precio de cotización.

Un accionista con 10 acciones de la primera empresa acabaría el período con una riqueza de 11,55 uemes. Si decidiera «hacerse sus propios dividendos» por un importe del 10%, vendería una acción cobrando 1,155 en metálico y le quedarían 9 acciones por un importe de 10,395. Su participación en la empresa pasaría del 1% (10/1000) al 0,9% (9/1000).

Si planteamos la misma situación en la segunda empresa, un accionista con 10 acciones recibiría como dividendo una ueme; si ahora acude a la ampliación, tiene derecho a una acción, por lo que invertiría el importe del dividendo, y pasaría a tener 11 acciones que valdrían 1,05 uemes cada una, con una riqueza total de 11,55, y una participación en la empresa del 1% (11/1100), igual que en el caso anterior. Si quisiera tener liquidez, recibiendo un dividendo del 10%, debería no acudir a la ampliación, quedándose con el dividendo, vender sus derechos y vender un trocito de acción (si esto fuera posible) por valor de 0,105, obteniendo en metálico: $1 + 0,05 + 0,105 = 1,155$ (igual que antes). En acciones le quedarán 9 acciones de 1,05 y una de 0,945 ($1,05 - 0,105$), con una riqueza en acciones de 10,395 (igual que antes). Su participación en la empresa puede calcularse de dos formas: al haber vendido $0,105/1,05$ acciones (0,1 acciones), le quedan 9,9 acciones, lo que representa el 0,9% ($9,9/1100$); o también $10,395/1155 = 0,009$, el 0,9% (igual que antes).

Luego en el mundo de MM es indiferente repartir o no repartir dividendos; el que quiere liquidez está igual en ambos casos y el que no la quiere, también. Podemos ver esto en la figura 2. Lo importante es el volumen total del activo (igual para ambas empresas), no el que éste esté dividido en más o menos acciones.

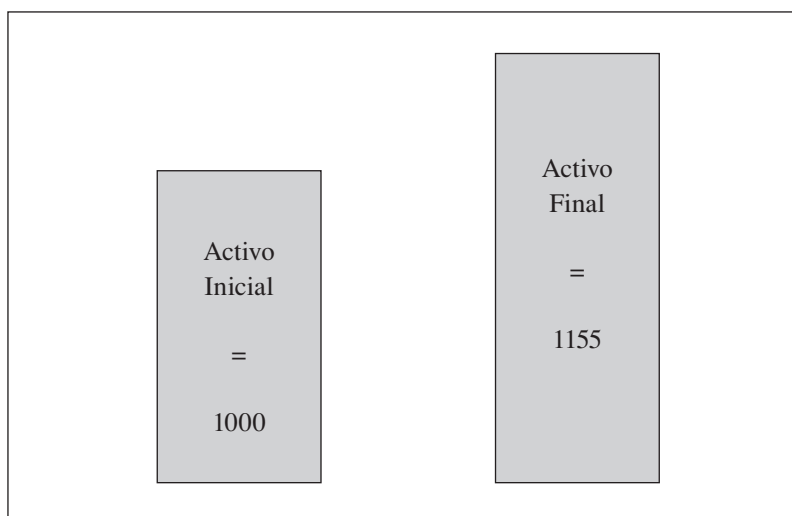


Figura 2: En el mundo de MM.

La conclusión de todo esto es perfectamente lógica: en el mundo de MM no hay posibilidad de mejorar la posición del accionista, de aumentar su riqueza, mediante las políticas de dividendos (como tampoco la hay alterando el endeudamiento); lo que mejora la posición del accionista es una política inteligente de inversión. La idea de MM fue anticipada en 1938 por Williams, véase también Gómez-Bezares (1995), y parece muy lógica, no hay «trucos» para aumentar el valor. El valor del activo dependerá de los flujos de efectivo que sea capaz de generar, y sólo podremos alterar ese valor haciendo inversiones con VAN positivo. Fijada la política de inversión, como hacen MM, si repartimos más dividendos tendremos que buscar el dinero haciendo ampliaciones de capital, pero el valor de la empresa permanecerá constante. Sin duda la postura es sugerente, pero nada es tan fácil en los mercados reales.

3. Imperfecciones y dividendos

En los mercados reales hay numerosas imperfecciones, que hacen que determinadas políticas de dividendos puedan resultar interesantes. Comencemos pensando en los impuestos. Un accionista puede ser retribuido mediante dividendos o mediante plusvalías en la cotización de las acciones, si

ambos caminos soportan diferente cargas impositivas el accionista puede no ser indiferente a cuál de ellos se utilice. Aunque los sistemas fiscales son variados, en el espacio y en el tiempo, suele haber un mejor trato de las plusvalías, aunque sólo sea porque los impuestos no se pagan hasta que se realizan, lo que nos llevaría a una preferencia por el no reparto de dividendos.

Miller y Scholes (1978) proponen un sistema para retrasar el pago de los impuestos, que haría indiferentes a los dividendos, pero esto habría que ver en qué sistemas fiscales es posible.

Parece que podría haber «clientelas» diferentes para las empresas que reparten regularmente dividendos y para las que no lo hacen, dependiendo de las circunstancias fiscales de los accionistas; sin embargo, la variedad de accionistas de las grandes empresas parece que no avala esta postura.

Otra imperfección pueden ser los costes de transacción (donde incluimos también los costes de emisión). Al aparecer estos costes, no es indiferente que la empresa dedique su caja a hacer una determinada inversión o que reparta dividendos y luego haga una ampliación de capital (o pida un crédito) para financiar la inversión. Los costes de transacción parece que desanimarían, en algunos casos, el reparto de dividendos.

También, la posibilidad de «hacerse sus propios dividendos» puede verse encarecida por los costes de transacción y dificultada por la no divisibilidad de las acciones, por lo que algunos accionistas podrían preferir los dividendos. Pero esos mismos costes de transacción (junto a la no divisibilidad) llevarán a aquellos que desean reinvertir los dividendos a preferir que las empresas no los repartan.

Por otro lado existen instituciones que prefieren el reparto de dividendos cuando por ley, por estatutos, o por otra razón, se encuentran con restricciones para vender las acciones, pudiendo, en cambio, operar libremente con el producto de éstas, que serían los dividendos.

Puede haber también preferencias conductuales⁴⁵ si algunos individuos prefieren los dividendos, sin basarse en una perfecta racionalidad económica; simplemente les gustan más.

De gran importancia para comprender la actuación de las empresas respecto a los dividendos es la consideración de la *asimetría informativa* y

45. El término inglés *behavioral* cuando acompaña a finanzas: *Behavioral Finance* da a veces lugar a una traducción al castellano como «Finanzas Conductistas»; esta traducción es errónea (por las connotaciones que el Conductismo tiene en psicología) y debería traducirse como Finanzas de la Conducta o Finanzas Conductuales, este último término es el que se utiliza en varios artículos en la revista del Consejo General de Colegios Oficiales de Psicólogos (2010).

el *problema de agencia*. Es claro que en las grandes corporaciones hay una gran diferencia entre la información que tienen los directivos y la que tienen los pequeños accionistas; por otro lado, y amparados por este hecho, los directivos pueden dedicarse a buscar sus propios intereses en lugar de los intereses de los accionistas, que se centran en la maximización del valor de la empresa; es el problema de agencia: los directivos no siempre actúan como leales agentes de los accionistas. En estas circunstancias el dividendo puede tener un importante *valor informativo*: el dinero recibido no es «manipulable» y sí lo son otras informaciones como los estados contables, o mucho más las declaraciones de los directivos o las publicaciones hechas por la propia empresa. Por otro lado, el obligar a los directivos a repartir un dividendo (constante o creciente) supone para ellos una «disciplina» que les obliga a obtener resultados o a pedir el dinero en los mercados de capitales (que a su vez les van a exigir resultados). Además, el tener que repartir dividendos disminuye la tesorería de la compañía, lo que disminuye el riesgo de que los directivos hagan inversiones poco justificadas, por la única razón de que ya tenían el dinero. Probablemente la principal razón de que las empresas sigan políticas de dividendos constantes o crecientes sea su valor informativo. Este tipo de políticas son mucho menos frecuentes en las pequeñas y medianas empresas, donde propietarios y directivos muchas veces coinciden, o al menos suelen estar mucho más cercanos.

Con todo, atribuir al dividendo un gran valor informativo no es demasiado justificable, pues una gran empresa puede fácilmente estar varios años repartiendo dividendos, a pesar de su mala salud financiera, mediante el recurso al endeudamiento o, incluso, a la ampliación de capital; abonando los dividendos con cargo a reservas.

Pero los mercados parece que atribuyen al dividendo un valor informativo, considerando una buena noticia el aumento del dividendo, de la misma manera que se considera buena noticia la recompra de acciones (financieramente equivalente a un dividendo). La ventaja que tiene la recompra de acciones es que puede hacerse cuando la empresa tiene un exceso de tesorería de manera excepcional; si se llevara como dividendo la empresa se vería más comprometida a mantenerlo en el futuro. Por otro lado las recompras pueden informar a los mercados de que la dirección de la empresa cree que las acciones están baratas, y por eso las compra; al entenderse que los directivos tienen mejor información, los mercados recibirían eso como una buena noticia. Otro aspecto interesante es el fiscal; lo normal es que en las recompras se paguen menos impuestos.

De momento podríamos concluir que las razones están divididas: para

unos, pesa más el valor informativo o el mayor aprecio por los dividendos, serían los partidarios de repartos importantes; otros pueden valorar más las desventajas fiscales de los dividendos y los costes de transacción, prefiriendo el no reparto siempre que haya oportunidades de inversión. En medio MM que consideran indiferentes las políticas de dividendos (puede verse Brealey, Myers y Allen, 2010, cap. 17).

Ante esta situación lo lógico es estudiar la evidencia empírica para ver quién tiene razón, lo que sucede es que tampoco ésta está del todo clara. Sí parece haber un apoyo al «valor informativo»; así, por ejemplo, el anuncio de un aumento del dividendo es considerado como una información sobre un futuro prometedor para la empresa. Pero otras evidencias resultan contradictorias, cuando se estudian los efectos fiscales nos encontramos con que los sistemas son muy cambiantes y la propia legislación mercantil varía entre países y a lo largo del tiempo, por lo que no podemos dar respuestas definitivas (véase Gómez-Bezares, 1991, tema VII). Con todo, en la siguiente sección, veremos algunas novedades al respecto.

También es importante considerar las circunstancias concretas de las empresas: si una compañía tiene grandes posibilidades de inversión y crecimiento, parece más lógico que no reparta dividendos, y si otra tiene grandes excedentes de tesorería, y escasas oportunidades interesantes de inversión, debería repartir dividendos, amortizar deuda o recomprar acciones.

Junto a la política de dividendos, *stricto sensu*, aparecen figuras muy relacionadas como las ya comentadas recompras de acciones; y también podríamos hablar de ampliaciones completamente liberadas o dividendos en acciones. En este tipo de figuras se entregan acciones gratis a los accionistas, que la empresa puede crear con cargo a reservas. En este caso, desde la ortodoxia financiera, no se está entregando nada a los accionistas, simplemente se están dividiendo los fondos propios en más acciones (es parecido a lo que pasa con los *splits*, donde se divide el nominal de los títulos viejos para hacer títulos nuevos). Sin embargo pueden ser un mensaje apreciado por el mercado. Por ejemplo, si se hace una ampliación gratuita de una acción nueva por cada 10 viejas, y se anuncia que se va a mantener el dividendo por acción, en realidad se está informando de un aumento del dividendo en un 10%. Estas operaciones también pueden tener un efecto positivo por interpretarse como que las acciones van a subir (por eso las hacen más pequeñas o crean más acciones), o por mejorar su comerciabilidad. Además las ventas de los derechos preferentes de suscripción pueden considerarse como alternativa a los dividendos, muchas veces con un tratamiento fiscal favorable.

No vamos a hacer aquí un repaso completo de las diferentes políticas

de dividendos, pero muy resumidamente podríamos decir que van desde el dividendo constante o creciente, siguiendo más o menos las conclusiones de Lintner (1956), hasta posturas, más coherentes con MM, que reparten dividendos o recompran acciones en función de su tesorería y sus oportunidades de inversión. Esta última postura necesita de mucha mayor transparencia ante los inversores, por lo que es mucho más utilizada por empresas pequeñas o medianas, por empresas familiares, etc. Sin embargo podría ser la más ortodoxa en nuestro contexto. Para las grandes empresas esta postura exige a los directivos explicar y tener credibilidad ante los accionistas, para que cuando se suspende el dividendo, pero se dice que la empresa va muy bien y sólo quiere tener dinero disponible para posibles inversiones, eso sea creíble. Por eso muchas grandes empresas prefieren explicar menos y seguir una política tipo Lintner (1956).

Vemos, en definitiva, que el tema es complejo, desde una postura algo idílica, planteada por MM en mercados perfectos, hasta las consideraciones de las diferentes imperfecciones y peculiaridades de los diferentes mercados, las posturas conductualistas, etc. (esto puede completarse en Gómez-Bezares, 2010a y 2012). Podemos detenernos un momento en la visión desde la asimetría informativa y la teoría de agencia. Dado que los accionistas en las grandes empresas muchas veces sospechan que no poseen toda la información y que los directivos pueden estar buscando sus propios intereses, los dividendos pueden actuar como *señales* que nos indican la marcha de la empresa, a la vez que la «obligación» de pagar dividendos puede representar un *incentivo* para que los directivos se esmeren en su trabajo. En esta línea ya hemos comentado que el tener que pagar dividendos disminuye la discrecionalidad de los directivos que tendrán menos dinero excedentario, a la vez que les puede obligar a acudir a los mercados de capitales, que a su vez les impondrán una mayor supervisión y disciplina.

4. Algunos estudios recientes

Comentaremos en esta sección algunos estudios de los últimos 15 años para situarnos en cómo está en este momento la investigación en este campo.

Fama y French (1998) concluyen que el valor está positivamente relacionado con los dividendos, por lo que parece que los efectos informativos sobre los resultados futuros, no considerados por las numerosas variables de control, superan a los efectos fiscales, que penalizarían el reparto de dividendos.

Fama y French (2002), entre otras muchas conclusiones, encuentran que las empresas más rentables y las empresas con menos inversiones tienen mayores *payouts* de dividendos, lo que parece perfectamente lógico. Otro hallazgo interesante es el de Fama y French (2001): la proporción de empresas norteamericanas que pagan dividendos en metálico bajó mucho en los ochenta y noventa, en parte por el aumento de pequeñas empresas, poco rentables y con oportunidades de crecimiento (características de las empresas que no pagan dividendos), pero también hay una menor tendencia en general a pagar dividendos. Estos hechos, tal vez podrían interpretarse como que un mejor funcionamiento de los mercados nos estaría acercando al mundo de MM: las empresas con más excedentes de tesorería reparten más y las que tienen menos excedentes reparten menos, evitando costes de transacción; y en general hay una menor tendencia a repartir por el tratamiento fiscal perjudicial para los dividendos. Aunque todo esto último es una interpretación personal.

Brav, Graham, Harvey y Michaely (2005) encuestaron a 384 ejecutivos financieros y mantuvieron entrevistas en profundidad con otros 23 para estudiar las motivaciones de las decisiones de dividendos y de recompra de acciones, actualizando, de alguna manera, el estudio clásico de Lintner (1956). Sus hallazgos son muy interesantes; entre ellos tenemos que mantener el nivel de pago de dividendos es importante, mientras que las recompras de acciones se realizan con la caja que queda tras hacer las inversiones. Parece que gustan las recompras porque son más flexibles que los dividendos, pueden hacerse cuando las acciones están baratas y aumentan el beneficio por acción. Los ejecutivos creen que el *payout* afecta poco a su clientela de inversores. También parece que las consideraciones fiscales son secundarias.

Sorprendente es el estudio de Li y Zhao (2008) donde concluyen que hay una relación negativa entre la asimetría informativa de las empresas y los dividendos, lo que va en contra de una de las teorías más asentadas en este tema como es el valor informativo de los dividendos.

Brav, Graham, Harvey y Michaely (2008) estudian la importancia que tienen los tipos impositivos sobre dividendos para los pequeños inversores en la política de dividendos de las compañías, llegando a la conclusión de que son de una importancia secundaria.

DeAngelo y DeAngelo suscitan una polémica (DeAngelo y DeAngelo, 2006, Handley, 2008, DeAngelo y DeAngelo, 2008) sobre la validez del teorema de la irrelevancia de la política de dividendos de MM. Sus argumentaciones no parecen tener demasiado interés práctico.

Desai y Jin (2011) aprecian una relación entre las características im-

positivas de los accionistas institucionales y las políticas de dividendos de las empresas en las que invierten. Parece que aquellos que deben pagar más impuestos prefieren empresas que paguen menos dividendos, y que las empresas tratan de adaptarse a las características de sus accionistas.

John, Knyazeva y Knyazeva (2011) creen que la lejanía geográfica incrementa los costes de supervisión por parte de los accionistas derivados del problema de agencia, por lo que sería justificado que las empresas localizadas muy lejos repartieran más dividendos. Y comprueban que es así. Además tales empresas utilizan más los dividendos regulares en vez de los dividendos especiales o las recompras de acciones. También disminuyen los dividendos menos a menudo.

En definitiva seguimos discutiendo sobre temas parecidos desde hace bastantes años: valor informativo de los dividendos, efectos del sistema fiscal y de otras imperfecciones sobre la política de dividendos, etc. Incluso se sigue cuestionando la formulación de MM. Después de mucha investigación las cosas siguen sin estar claras.

5. Conclusiones

Siguiendo la sugerencia de Gómez-Bezares (2010b) vamos a extraer tres lecciones de todo lo que hemos ido comentando:

1. No está claro si las políticas de dividendos son o no son importantes, y menos qué elementos hay que tener en cuenta. Nadie debería pontificar sobre este tema.
2. Aunque parece que las políticas de dividendos deberían ir perdiendo importancia conforme funcionen mejor los mercados: mayor transparencia, menores costes de transacción, etc. Lo que nos acercaría al mundo de MM: lo importante son los activos, lo importante es la inversión.
3. Con todo, tras lo visto, algunas ideas sí tenemos que nos pueden ayudar a formular nuestras políticas de dividendos, como veremos a continuación.

En efecto, una gran empresa deberá ser consciente del valor informativo que los mercados atribuyen al dividendo (hay una mayoría que lo defiende) y, en consecuencia, puede adoptar políticas tipo Lintner (1956), pero también puede buscar la transparencia con sus accionistas y minimizar los problemas de agencia, lo que le dejará mucha más libertad en

el reparto de dividendos, evitando costes de transacción y perjuicios fiscales.

Si se trata de una empresa de menor tamaño, sobre todo si propietarios y directivos coinciden o están muy próximos, habrá, presumiblemente, menores problemas de agencia, por lo que la política de dividendos no tiene que ser tan rígida. Deberá ajustarse a los excedentes de tesorería y a las oportunidades de inversión, acercándose mucho al mundo de MM.

Una conclusión a la que se llega tras esta revisión (u otras similares) es que la investigación en finanzas está un poco atascada en algunos campos. Se estudian una y otra vez los mismos temas, se presta poca atención a las pequeñas y medianas empresas..., deberíamos replantearnos el método de investigación (véase Gómez-Bezares y Gómez-Bezares, 2006).

Referencias bibliográficas

- BRAV, A., J.R. GRAHAM, C.R. HARVEY y R. MICHAELY (2005): «Payout policy in the 21st century», *Journal of financial economics*, vol. 77, n.º 3, septiembre, págs. 483-527.
- BRAV, A., J.R. GRAHAM, C.R. HARVEY y R. MICHAELY (2008): «Managerial response to the may 2003 dividend tax cut», *Financial management*, invierno, vol. 37, n.º 4, págs. 611-624.
- BREALEY, R.A., S.C. MYERS y F. ALLEN (2010): *Principios de finanzas corporativas*, McGraw-Hill, traducción de la 9.^a edición de *Principles of corporate finance*, México.
- CONSEJO GENERAL DE COLEGIOS OFICIALES DE PSICÓLOGOS (2010): Revista *Infocop*, varios artículos, n.º 46, enero-febrero.
- DEANGELO, H. y L. DEANGELO (2006): «The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem», *Journal of financial economics*, 79, págs. 293-315.
- DEANGELO, H. y L. DEANGELO (2008): «Reply to: Dividend policy: reconciling DD with MM», *Journal of financial economics*, 87, págs. 532-533.
- DESAI, M.A. y L. JIN (2011): «Institutional tax clienteles and payout policy», *Journal of financial economics*, vol. 100, n.º 1, abril, págs. 68-84.
- FAMA, E.F. y K.R. FRENCH (1998): «Taxes, financing decisions, and firm value», *Journal of finance*, vol. 53, n.º 3, págs. 819-843.
- FAMA, E.F. y K.R. FRENCH (2001): «Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?», *Journal of financial economics*, vol. 60, n.º 1, págs. 3-43.

- FAMA, E.F. y K.R. FRENCH (2002): «Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt», *Review of financial studies*, vol. 15, n.º 1, págs. 1-33.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1991): *Dirección financiera*, Desclée de Brouwer, Bilbao, 2.ª ed.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1995): «Panorama de la teoría financiera», *Boletín de estudios económicos*, vol. 50, n.º 156, diciembre, págs. 411-448.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2010a): «Novedades en las finanzas corporativas», *Boletín de estudios económicos*, vol. 65, n.º 199, abril, págs. 5-18.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2010b): «Presente y futuro de las finanzas. Situación y perspectivas de las finanzas a comienzos del siglo XXI», *Contabilidad y dirección*, n.º 10, págs. 53-78.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2012): *Elementos de finanzas corporativas*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- GÓMEZ-BEZARES, F. y F.R. GÓMEZ-BEZARES (2006): «On the use of hypothesis testing and other problems in financial research», *Journal of investing*, 15, 64-67.
- GÓMEZ-BEZARES, F. y J. SANTIBÁÑEZ (2011): «Perspectiva histórica de la financiación empresarial», *Contabilidad y dirección*, vol. 12, págs. 115-143.
- GORDON, M.J. (1963): «Optimal investment and financing policy», *Journal of finance*, mayo, vol. 18, n.º 2, págs. 264-272.
- HANDLEY, J.C. (2008): «Dividend policy: reconciling DD with MM», *Journal of financial economics*, 87, págs. 528-531.
- JOHN, K., A. KNYAZEVA y D. KNYAZEVA (2011): «Does geography matter? Firm location and corporate payout policy», *Journal of financial economics*, vol. 101, n.º 3, septiembre, págs. 533-551.
- LI, K. Y X. ZHAO (2008): «Asymmetric information and dividend policy», *Financial management*, invierno, vol. 37, n.º 4, págs. 673-694.
- LINTNER, J. (1956): «Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes», *American economic review*, mayo, vol. 46, n.º 2, págs. 97-113.
- MILLER, M.H. y F. MODIGLIANI (1961): «Dividend policy, growth and the valuation of shares», *The journal of business*, octubre, págs. 411-433.
- MILLER, M.H. y M.S. SHOLES (1978): «Dividends and taxes», *Journal of financial economics*, diciembre, vol. 6, n.º 4, págs. 333-364.
- MODIGLIANI, F. y M.H. MILLER (1958): «The cost of capital, corpora-

tion finance and the theory of investment», *American economic review*, junio, págs. 261-297.

WILLIAMS, J.B. (1938): *The theory of investment value*, Harvard University Press, Cambridge.



Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección

Edif. Colegio de Economistas de Cataluña
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensió 2019
info@accid.org – www.accid.org