

Política de dividendes

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

Data recepció: 14/04/2012
Data acceptació: 23/07/2012

RESUM

La política de dividendes és una de les decisions importants que s'han de prendre en les finances corporatives. Al llarg del segle XX i durant el que portem del segle XXI molts acadèmics han estudiat aquest tema, moltes vegades en contacte amb els executius empresarials. Així s'han anat desenvolupant models i analitzant els elements que han de considerar-se per establir la quantia dels dividendes a distribuir, així com s'han analitzat altres possibilitats alternatives. El treball de Miller i Modigliani (1961) va suposar un desafiament per als estudiosos d'aquest tema, com el de Modigliani i Miller (1958) ho va suposar en el tema de l'endeutament. Des de llavors la seva postura resulta fonamental per entendre les polítiques de dividendes. La recerca actual no ha trobat encara una resposta satisfactòria sobre quines són les decisions idònies en aquest camp.

PARAULES CLAU

Dividendes, Miller i Modigliani, Valor informatiu.

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. Introducció

A la vista del títol d'aquest treball el lector, probablement, haurà deduït que a les pàgines que segueixen parlarem de quines són les «polítiques» més adequades perquè l'empresa reparteixi els dividends als accionistes. És bo donar un dividend més o menys constant, o és millor adequar-ho als resultats de la companyia? És convenient mantenir el dividend, encara que sigui petit, en èpoques de «vaques flaques»? Ha d'haver-hi un objectiu de repartiment de dividend o seria millor considerar el dividend com una conseqüència de les polítiques d'inversió i finançament de l'empresa repartint l'excedent corresponent? Segurament el lector suposarà que trobarà resposta a aquestes i altres preguntes similars. En part, això serà així. Però el problema a què ens enfrontarem és més seriós, la primera pregunta que haurem de contestar és si importen o no les polítiques de dividends, la qual cosa ens portaria a qüestionar-nos si els propis dividends importen o no.

Comencem per això últim: importen els dividends? Per respondre a aquesta pregunta hem de recordar que en les finances corporatives es pot parlar de tres grans decisions:

1. La decisió d'inversió: on i quant inverteixo.
2. La decisió de finançament: qui i en quines condicions em proporciona els fons per realitzar les inversions.
3. La decisió de dividends: quants diners i quan dono als meus accionistes com a retribució al capital que han invertit en la companyia.

Sembla clar que, mentre els prestadors, els creditors de l'empresa, rebran uns interessos i la corresponent devolució del principal segons les estipulacions contractuals signades amb la companyia, i d'aquí es dedueix la seva retribució, els accionistes veuran en els dividendes la seva font natural de retribució (encara que això pugui matisar-se, com veurem després, ho simplificarem així de moment). Si els dividendes són la forma natural de retribució de l'accionista, sembla lògic que la «decisió de dividendes» sigui una decisió fonamental en l'empresa, tal com acabem d'explicitar (encara que, de vegades, s'inclouï dins de la decisió, més general, «de finançament», això no li resta ni molt menys transcendència). Podrem discutir fins a quin punt els dividendes vénen ja condicionats per les polítiques d'inversió i finançament, però són importants per als accionistes.

Per veure això més clar recordem la fórmula de Williams (1938); el valor dels fons propis d'una empresa és el resultat d'actualitzar el corrent esperat de dividendes:

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

on V es el valor de les accions de l'empresa, D_i es el dividend corresponent a l'any « i », k es el tipus de descompte, i suposem una vida indefinida per a l'empresa.

Si l'*objectiu financer* de l'empresa és maximitzar el seu valor al mercat, maximitzar el valor de les seves accions, i tal valor depèn dels dividendes, és obvi que els dividendes, en un sentit ampli (on es podria incloure la liquidació de la societat), són importants.

Hem vist que els dividendes són la forma «natural» de retribuir a l'accionista, i a més d'ells depèn el valor de l'empresa. Per tant, *els dividendes són importants*, això no està en discussió; el que es discuteix és si pot haver-hi una «política» de dividendes que sigui més convenient que altres.

Segons el diccionari de la Real Acadèmia Espanyola (22a edició) ens n'hem d'anar a l'accepció 11a (art o traça amb què es condueix un assumpte o s'empren els mitjans per aconseguir un fi determinat) o a l'última, la 12a (orientacions o directrius que regeixen l'actuació d'una persona o entitat en un assumpte o camp determinat), per trobar un significat que s'adeqüï al que aquí estem entenent per *política*.

La política de dividendes seria la forma concreta de repartir els dividendes (constants, creixents, proporcionals al resultat...); veurem que no està tan clar si això és important o no. El que està fora de tot dubte és que la capacitat de l'empresa per repartir dividendes fruit de la generació de fons que aconseguí, i, en conseqüència, quant dividend reparteixi i quan ho faci és fonamental.

A la vista de l'anterior organitzarem el treball de la següent manera: en la secció 2 justificarem la irrellevància de les polítiques de dividendes en un mercat perfecte; veurem en la secció 3 com afecten les relaxacions que es produeixen als mercats reals per fer que les polítiques de dividendes puguin tenir importància, comentant algunes d'elles, per resumir en la secció 4 algunes novetats sobre aquest tema. Finalment en la secció 5 tindrem les conclusions.

2. De Lintner a MM en uns pocs anys

John Lintner (Lintner, 1956) va fer un estudi sobre quins eren les directrius que utilitzaven les empreses en els seus repartiments de dividendes, veient com actuaven les companyies i sobre la base d'entrevistes amb els seus directius. Les seves conclusions les podem veure a la figura 1.

Lintner (1956):

- Tendència a repartir un percentatge X del benefici com a dividend.
- Rebuig a disminuir el dividend absolut.
- Alisament: mantenir i no fer un repartiment que no es pugui mantenir en el futur.

Figura 1. Conclusions de Lintner (1956).

L'estudi de Lintner reflecteix adequadament quin era llavors la política de dividendes que seguien normalment les grans empreses i, probablement, en el fonamental, segueix sent útil avui. Resumidament propugna l'estabilitat o el creixement del dividend, entenent que això és valorat positivament pels accionistes.

Només cinc anys després, Franco Modigliani i Merton Miller (Miller i Modigliani, MM, 1961) van plantejar, no obstant això, la indiferència de la política de dividendes en un mercat perfecte. Tractem, en primer lloc, d'entendre la idea d'una manera intuïtiva: si un accionista té 10 accions, amb un preu al mercat de 20\$ cada acció, i l'empresa decideix repartir 2\$ per acció com a dividend, l'accionista passarà a tenir 20\$ en caixa (resultat del repartiment de dividendes), i conservarà les 10 accions, que lògicament valdran menys ara (per ser participacions en la propietat d'una empresa que ara val menys en haver-se després d'uns diners en forma de dividendes); el lògic és que ara valgui 18\$ cada acció (dos dòlars és el que correspon com a pèrdua a cada acció). Si fem els comptes, l'accionista està igual que abans del repartiment

del dividend: abans tenia 200\$ en accions i ara té 20\$ en caixa i 180\$ en accions (cosa que continua totalitzant una riquesa de 200\$). Algú pot argumentar que ara l'accionista té «liquiditat», però aquesta mateixa liquiditat la podria haver aconseguit, si no s'hagués repartit el dividend, venent una acció (per la qual li haguessin donat 20\$) i mantenint les altres nou (amb un valor de 180\$ si no hi hagués hagut repartiment de dividends). Això és com «fer-se els seus propis dividends» (*homemade dividends*): resulta equivalent que l'empresa reparteixi un 10% del valor de les accions com a dividend o que l'accionista vengui el 10% de les seves accions. Encara es pot argumentar que l'accionista que «s'ha fet els seus propis dividends» venent una acció, ara té menys accions i per tant menys participació en l'empresa, però tampoc aquest raonament és correcte. En efecte, perquè ambdues situacions siguin comparables hem de pensar en dues empreses idèntiques, una que reparteix i una altra que no reparteix dividends, i que ambdues arriben a la mateixa situació final; perquè això ocorri pensem que la que no reparteix dividends compra accions pròpies al mercat per import del 10% del seu valor en borsa (i així es desfà de caixa per un import idèntic al que l'empresa bessona dedica al repartiment de dividends), per amortitzar-les a continuació (i així els seus fons propis valdran el mateix que els de la seva bessona). L'accionista de la primera empresa (la que reparteix dividends) tindrà un percentatge de participació X, corresponent a les seves 10 accions; el de la segona és cert que té només nou accions (en haver-ne venut una per «fer-se els seus dividends»), la qual cosa representa el 10% de les seves accions, però al mercat hi ha també un 10% menys d'accions (per la compra i posterior amortització realitzada), i així el percentatge X de participació es manté. Després tornarem sobre això amb un exemple més complet.

Miller i Modigliani (1961) ens proposen un raonament matemàtic, on P_0 és el valor de l'acció al principi del període i P_1 el corresponent al final, D és el valor del dividend que es reparteix just abans d'acabar el període, m les accions emeses per l'empresa al preu ex-dividend, I les inversions que vol realitzar l'empresa en el període, F els fons generats per l'empresa, n el nombre d'accions que hi havia al principi del període i k el tipus de descompte. El valor d'una acció al principi del període serà:

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

Enllaçant això amb la idea intuïtiva que hem desenvolupat abans, si un major dividend es tradueix automàticament en un menor valor de P_1 , l'ac-

cionista serà indiferent a la quantia del dividend. Si pensem en el conjunt de l'empresa, el seu valor al principi del període [$n.P_0$] serà el valor final $[(n+m).P_1]$ menys el que s'ha hagut d'invertir per aconseguir aquest valor $[m.P_1]$ més el repartit com a dividends $[n.D]$, actualitzat al tipus k :

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

Però les necessitats de fons de l'empresa $[I-F]$ han de ser iguals al finançament extern obtingut (suposem, per simplificar, que només s'obté finançament dels fons propis) menys els dividends repartits $[m.P_1 - n.D]$, després:

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

Substituint (4) en (3) tindrem:

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

En la fórmula (5) han desaparegut els dividends, i així el valor de l'empresa dependrà de $[I-F]$, que al seu torn dependrà de les decisions d'inversió preses per l'empresa i dels fons generats internament, del tipus de descompte i del valor final de l'empresa $[(n+m).P_1]$, que al seu torn dependrà del que sigui capaç de produir en el futur. Una altra forma de llegir la fórmula (5) seria: el valor actual de l'empresa és el resultat d'actualitzar el que valdrà al final del període menys els diners (net de dividends) que els accionistes hauran d'aportar; cosa que té una enorme lògica, com tot el resultat de MM.

Des d'un primer moment van aparèixer crítiques al raonament de MM (vegeu, per exemple, Gordon, 1963), però, suposant mercats perfectes, el seu raonament és molt sòlid. En realitat el seu treball de 1961 completa el de 1958 (Modigliani i Miller, 1958), on defensaven la irrellevància de la política d'endeutament (vegeu Gómez-Bezares i Santibáñez, 2011). Al món de MM només es crea valor per la inversió; el finançament i els dividends resulten indiferents. Si una empresa té bones oportunitats d'inversió, haurà d'escometre-les; si a més vol repartir dividends (i no té suficients diners) haurà de buscar finançament extern, més quants més dividends vulgui repartir. Si pensem, per simplificar, només en fons propis, quants més

dividends reparteixi, majors ampliacions de capital haurà de fer. Però això no afecta ni al valor de l'empresa ni a la riquesa dels accionistes.

Vegem un exemple numèric que ens ajudi a entendre millor l'anterior. Pensem en una empresa que inicia el període amb un actiu de 1000 i suposem que els valors de mercat coincideixen amb els valors en llibres i que vivim en un món sense impostos. Durant el període obté un benefici de 100, on ja s'han restat les amortitzacions, l'import de les quals s'ha reinvertit per mantenir el valor de l'actiu; valor que roman inalterat per la resta de conceptes fins al final del període, excepte per un augment de 100 en caixa que és la materialització dels 100 de beneficis. Suposarem també, per simplificar, que tot el finançament prové de fons propis, repartits en 1000 accions que valen al mercat una unitat monetària (uema) cadascuna al començament del període i 1,1 uemes al final del mateix període (ja que l'actiu ha passat a valer 1100 en augmentar en 100 la caixa, quantitat que suposarem excedentària).

En aquestes condicions els directius de la companyia es plantegen, just abans de tancar l'exercici, fer una inversió de 100 uemes, que per tenir un Valor Actualitzat Net (VAN) positiu produirà un augment de valor de l'empresa de 55 uemes (VAN = 55). Els directius decideixen utilitzar la caixa excedentària (100 uemes) per realitzar la inversió: l'actiu (a preus de mercat) valdria 1155 en incorporar automàticament el VAN, que és l'esperable en un mercat perfecte, i cada acció passaria a valdre 1,155 uemes.

Pensem ara en una empresa bessona, però en la qual els directius, desconexadors de la possibilitat d'aquesta inversió, just abans de tancar l'exercici procedeixen a un repartiment de dividendes per l'import de la caixa excedentària (100), la qual cosa suposa un dividend de 0,1 per acció. En aquest moment les accions passen a valdre una uema, que és el resultat de dividir el valor de l'actiu després de repartir la caixa (1000) entre les 1000 accions. Immediatament després de fer el repartiment apareix la possibilitat d'escometre la inversió a la qual abans ens referíem, que els directius consideren molt interessant en tenir un VAN positiu, per la qual cosa decideixen realitzar-la finançant-la amb una ampliació de capital de 100 accions d'una uema cadascuna; en aquest cas el valor de l'actiu després de la inversió (1155) estaria repartit entre 1100 accions que valdrien 1,05 uemes cadascuna. Si a l'ampliació acudeixen els antics accionistes, no hi ha cap problema, però si acudissin nous accionistes, els antics podrien vendre els seus drets preferents de subscripció amb un valor de 0,005 el dret que correspon a cada acció; com que amb cada 10 accions velles es té dret a subscriure'n una de nova, el nou accionista hauria de comprar 10 drets per un import de 0,05 uemes, la qual cosa sumat a l'import de l'acció en l'ampliació donaria un cost d'1,05 uemes que seria el preu de cotització.

Un accionista amb 10 accions de la primera empresa acabaria el període amb una riquesa d'11,55 uemes. Si decidís «fer-se els seus propis dividends» per un import del 10%, vendria una acció cobrant 1,155 en metàl·lic i li quedarien 9 accions per un import de 10,395. La seva participació en l'empresa passaria del 1% (10/1000) al 0,9% (9/1000).

Si plantegem la mateixa situació en la segona empresa, un accionista amb 10 accions rebria com a dividend una uema; si ara acudeix a l'ampliació, té dret a una acció, per la qual cosa invertiria l'import del dividend, i passaria a tenir 11 accions que valdrien 1,05 uemes cadascuna, amb una riquesa total d'11,55, i una participació en l'empresa del 1% (11/1100), igual que en el cas anterior. Si volgués tenir liquiditat, rebent un dividend del 10%, deuria no acudir a l'ampliació, quedant-se amb el dividend, vendre els seus drets i vendre un trosset d'acció (si això fos possible) per valor de 0,105, obtenint en metàl·lic: $1 + 0,05 + 0,105 = 1,155$ (igual que abans). En accions li quedaran 9 accions d'1,05 i una de 0,945 ($1,05 - 0,105$), amb una riquesa en accions de 10,395 (igual que abans). La seva participació en l'empresa pot calcular-se de dues formes: en haver venut $0,105/1,05$ accions (0,1 accions), li queden 9,9 accions, la qual cosa representa el 0,9% ($9,9/1100$); o també $10,395/1155 = 0,009$, el 0,9% (igual que abans).

Per tant, al món de MM és indiferent repartir o no repartir dividends; el que vol liquiditat està igual en tots dos casos i el que no en vol, també. Podem veure això a la figura 2. L'important és el volum total de l'actiu (igual per a ambdues empreses), no el que aquest estigui dividit en més o menys accions.

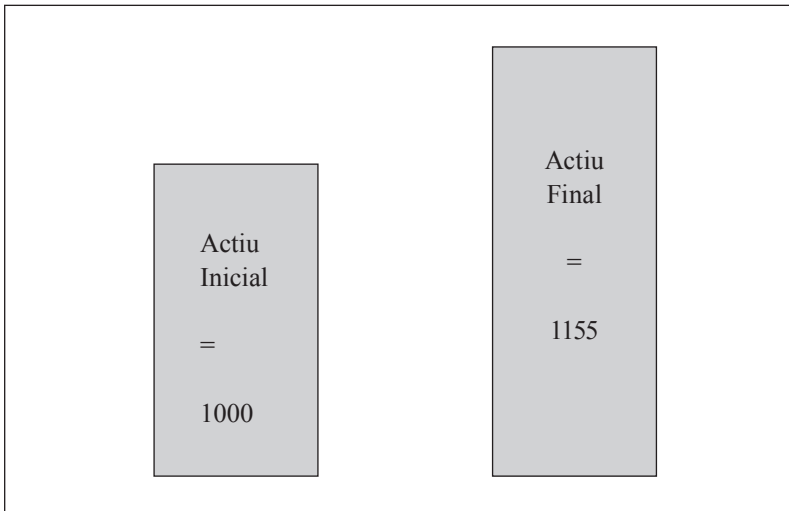


Figura 2. En el món de MM.

La conclusió de tot això és perfectament lògica: al món de MM no hi ha possibilitat de millorar la posició de l'accionista, d'augmentar la seva riquesa, mitjançant les polítiques de dividends (com tampoc no n'hi ha alterant l'endeutament); el que millora la posició de l'accionista és una política intel·ligent d'inversió. La idea de MM va ser anticipada en 1938 per Williams, vegeu també Gómez-Bezares (1995), i sembla molt lògica, no hi ha «trucs» per augmentar el valor. El valor de l'actiu dependrà dels fluxos d'efectiu que sigui capaç de generar, i només podrem alterar aquest valor fent inversions amb VAN positiu. Fixada la política d'inversió, com fan MM, si repartim més dividends haurem de buscar els diners fent ampliacions de capital, però el valor de l'empresa romandrà constant. Sens dubte la postura és suggeridora, però no tot és tan fàcil als mercats reals.

3. Imperfeccions i dividends

Als mercats reals hi ha nombroses imperfeccions, que fan que determinades polítiques de dividends puguin resultar interessants. Comencem pensant en els impostos. Un accionista pot ser retribuït mitjançant dividends o mitjançant plusvàlues en la cotització de les accions, si tots dos camins suporten diferent càrregues impositives l'accionista pot no ser indiferent a quin d'ells s'utilitzi. Encara que els sistemes fiscals són variats, en l'espai i en el temps, sol haver-hi un millor tracte de les plusvàlues, encara que només sigui perquè els impostos no es paguen fins que es realitzen, la qual cosa ens portaria a una preferència pel no repartiment de dividends.

Miller i Scholes (1978) proposen un sistema per retardar el pagament dels impostos, que faria indiferents els dividends, però això caldria veure en quins sistemes fiscals és possible.

Sembla que podria haver-hi «clienteles» diferents per a les empreses que reparteixen regularment dividends i per a les que no ho fan, depenent de les circumstàncies fiscals dels accionistes; no obstant això, la varietat d'accionistes de les grans empreses sembla que no avala aquesta postura.

Una altra imperfecció poden ser els costos de transacció (on incloem també els costos d'emissió). En aparèixer aquests costos, no és indiferent que l'empresa dediqui la seva caixa a fer una determinada inversió o que reparteixi dividends i després faci una ampliació de capital (o demani un crèdit) per finançar la inversió. Els costos de transacció sembla que desanimarien, en alguns casos, el repartiment de dividends.

També, la possibilitat de «fer-se els seus propis dividends» pot veure's encarida pels costos de transacció i dificultada per la no divisibilitat de les

accions, per la qual cosa alguns accionistes podrien preferir els dividendes. Però aquests mateixos costos de transacció (al costat de la no divisibilitat) portaran a aquells que desitgen reinvertir els dividendes a preferir que les empreses no els reparteixin.

D'altra banda existeixen institucions que prefereixen el repartiment de dividendes quan per llei, per estatuts, o per una altra raó, es troben amb restriccions per vendre les accions, podent, en canvi, operar lliurement amb el producte d'aquestes, que serien els dividendes.

Podrien haver-hi també preferències conductuals⁴⁵ si alguns individus prefereixen els dividendes, sense basar-se en una perfecta racionalitat econòmica; simplement els agraden més. De gran importància per comprendre l'actuació de les empreses respecte als dividendes és la consideració de l'*asimetria informativa* i el *problema d'agència*. És clar que en les grans corporacions hi ha una gran diferència entre la informació que tenen els directius i la que tenen els petits accionistes; d'altra banda, i emparats per aquest fet, els directius poden dedicar-se a buscar els seus propis interessos en lloc dels interessos dels accionistes, que se centren en la maximització del valor de l'empresa; és el problema d'agència: els directius no sempre actuen com a lleials agents dels accionistes. En aquestes circumstàncies el dividend pot tenir un important *valor informatiu*: els diners rebuts no són «manipulables» i sí que ho són altres informacions com els estats comptables, o molt més les declaracions dels directius o les publicacions fetes per la pròpia empresa. D'altra banda, obligar els directius a repartir un dividend (constant o creixent) suposa per a ells una «disciplina» que els obliga a obtenir resultats o a demanar els diners als mercats de capitals (que al seu torn els hi exigiran resultats). A més, haver de repartir dividendes disminueix la tresoreria de la companyia, la qual cosa disminueix el risc que els directius facin inversions poc justificades, per l'única raó que ja tenien els diners. Probablement la principal raó que les empreses segueixin polítiques de dividendes constants o creixents sigui el seu valor informatiu. Aquest tipus de polítiques són molt menys freqüents en les petites i mitjanes empreses, on propietaris i directius moltes vegades coincideixen, o almenys solen estar molt més propers.

Amb tot, atribuir al dividend un gran valor informatiu no és massa justificable, ja que una gran empresa pot fàcilment estar diversos anys re-

45. El terme anglès *behavioral* quan acompanya a finances: *Behavioral Finance* dona de vegades lloc a una traducció al català com a «finances conductistes»; aquesta traducció és errònia (per les connotacions que el Conductisme té en Psicologia) i hauria de traduir-se com a Finances de la Conducta o Finances Conductuals. Aquest últim terme és el que s'utilitza en diversos articles en la revista del Consell General de Col·legis Oficials de Psicòlegs (2010).

partint dividendes, malgrat la seva mala salut financera, mitjançant el recurs a l'endeutament o, fins i tot, a l'ampliació de capital; abonant els dividendes amb càrrec a reserves.

Però els mercats sembla que atribueixen al dividend un valor informatiu, considerant una bona notícia l'augment del dividend, de la mateixa manera que es considera bona notícia la recompra d'accions (financera-ment equivalent a un dividend). L'avantatge que té la recompra d'accions és que pot fer-se quan l'empresa té un excés de tresoreria de manera excepcional; si es portés com a dividend l'empresa es veuria més compromesa a mantenir-ho en el futur. D'altra banda les recompres poden informar als mercats que direcció de l'empresa creu que les accions estan barates, i per això les compra; en entendre's que els directius tenen millor informació, els mercats rebrien això com una bona notícia. Un altre aspecte interessant és el fiscal; el normal és que en les recompres es paguin menys impostos.

De moment podríem concloure que les raons estan dividides: per a uns, pesa més el valor informatiu o la major estima pels dividendes, serien els partidaris de repartiments importants; altres poden valorar més els desavantatges fiscals dels dividendes i els costos de transacció, i preferir el no repartiment sempre que hi hagi oportunitats d'inversió. Al mig hi ha MM, que considera indiferents les polítiques de dividendes (podem veure Brealey, Myers i Allen, 2010, cap. 17).

Davant aquesta situació el lògic és estudiar l'evidència empírica per veure qui té raó. El que succeeix és que tampoc aquesta està del tot clara. Sí que sembla haver-hi un suport al «valor informatiu»; així, per exemple, l'anunci d'un augment del dividend és considerat com una informació sobre un futur prometedor per a l'empresa. Però altres evidències resulten contradictòries, quan s'estudien els efectes fiscals ens trobem amb que els sistemes són molt canviants i la pròpia legislació mercantil varia entre països i al llarg del temps, per la qual cosa no podem donar respostes definitives (vegeu Gómez-Bezares, 1991, tema VII). Amb tot, en la següent secció, veurem algunes novetats sobre aquest tema.

També és important considerar les circumstàncies concretes de les empreses: si una companyia té grans possibilitats d'inversió i creixement, sembla més lògic que no reparteixi dividendes, i si una altra té grans excedents de tresoreria, i escasses oportunitats interessants d'inversió, hauria de repartir dividendes, amortitzar deute o recomprar accions.

Al costat de la política de dividendes, *stricto sensu*, apareixen figures molt relacionades com les ja comentades recompres d'accions; i també podríem parlar d'ampliacions completament alliberades o dividendes en accions. En aquest tipus de figures es lliuren accions gratis als accionistes,

que l'empresa pot crear amb càrrec a reserves. En aquest cas, des de l'ortodòxia financera, no s'està lliurant res als accionistes, simplement s'estan dividint els fons propis en més accions (és semblat al que passa amb els *splits*, on es divideix el nominal dels títols vells per fer títols nous). No obstant això poden ser un missatge estimat pel mercat. Per exemple, si es fa una ampliació gratuïta d'una acció nova per cada 10 velles, i s'anuncia que es mantindrà el dividend per acció, en realitat s'està informant d'un augment del dividend en un 10%. Aquestes operacions també poden tenir un efecte positiu perquè s'interpreti com que les accions pujaran (per això les fan més petites o creen més accions), o per millorar la seva comerciabilitat. A més les vendes dels drets preferents de subscripció poden considerar-se com a alternativa als dividendes, moltes vegades amb un tractament fiscal favorable.

No farem aquí un repàs complet de les diferents polítiques de dividendes, però molt resumidament podríem dir que van des del dividend constant o creixent, seguint més o menys les conclusions de Lintner (1956), fins a postures, més coherents amb MM, que reparteixen dividendes o recompren accions en funció de la seva tresoreria i les seves oportunitats d'inversió. Aquesta última postura necessita molta més transparència davant els inversors, per la qual cosa és molt més utilitzada per empreses petites o mitjanes, per empreses familiars, etc. No obstant això podria ser la més ortodoxa en el nostre context. Per a les grans empreses aquesta postura exigeix als directius explicar i tenir credibilitat davant els accionistes, perquè quan se suspèn el dividend, però es diu que l'empresa va molt bé i només vol tenir diners disponibles per a possibles inversions, això sigui creïble. Per això moltes grans empreses prefereixen explicar menys i seguir una política tipus Lintner (1956).

Veiem, en definitiva, que el tema és complex, des d'una postura una mica idíl·lica, plantejada per MM en mercats perfectes, fins a les consideracions de les diferents imperfeccions i peculiaritats dels diferents mercats, les postures conductualistes, etc. (això pot completar-se en Gómez-Bezares, 2010a i 2012). Podem detenir-nos un moment en la visió des de l'asimetria informativa i la teoria d'agència. Atès que els accionistes en les grans empreses moltes vegades sospiten que no posseeixen tota la informació i que els directius poden estar buscant els seus propis interessos, els dividendes poden actuar com a senyals que ens indiquen la marxa de l'empresa, alhora que l'«obligació» de pagar dividendes pot representar un incentiu perquè els directius s'esmercin en el seu treball. En aquesta línia ja hem comentat que haver de pagar dividendes disminueix la discrecionalitat dels directius que tindran menys diners excedents, alhora que els pot obli-

gar a acudir als mercats de capitals, que al seu torn els imposaran una major supervisió i disciplina.

4. Alguns estudis recents

Comentarem en aquesta secció alguns estudis dels últims 15 anys per situar-nos en com està en aquest moment la recerca en aquest camp.

Fama i French (1998) conclouen que el valor està positivament relacionat amb els dividendes, per la qual cosa sembla que els efectes informatius sobre els resultats futurs, no considerats per les nombroses variables de control, superen els efectes fiscals, que penalitzarien el repartiment de dividendes.

Fama i French (2002), entre moltes altres conclusions, troben que les empreses més rendibles i les empreses amb menys inversions tenen majors *payouts* de dividendes, la qual cosa sembla perfectament lògic. Una altra troballa interessant és el de Fama i French (2001): la proporció d'empreses nord-americanes que paguen dividendes en metàl·lic va baixar molt en els vuitanta i noranta, en part per l'augment de petites empreses, poc rendibles i amb oportunitats de creixement (característiques de les empreses que no paguen dividendes), però també hi ha una menor tendència en general a pagar dividendes. Aquests fets, tal vegada podrien interpretar-se com que un millor funcionament dels mercats ens estaria apropant al món d'MM: les empreses amb més excedents de tresoreria reparteixen més i les que tenen menys excedents reparteixen menys, evitant costos de transacció; i en general hi ha una menor tendència a repartir pel tractament fiscal perjudicial per als dividendes. Encara que això últim és una interpretació personal.

Brav, Graham, Harvey i Michaely (2005) van enquestar 384 executius financers i van mantenir entrevistes en profunditat amb altres 23 per estudiar les motivacions de les decisions de dividendes i de recompra d'accions, actualitzant, d'alguna manera, l'estudi clàssic de Lintner (1956). Les seves troballes són molt interessants; entre elles hem de mantenir que el nivell de pagament de dividendes és important, mentre que les recompres d'accions es realitzen amb la caixa que queda després de fer les inversions. Sembla que agraden les recompres perquè són més flexibles que els dividendes, poden fer-se quan les accions estan barates i augmenten el benefici per acció. Els executius creuen que el *payout* afecta poc la seva clientela d'inversors. També sembla que les consideracions fiscals són secundàries.

Sorprenent és l'estudi de Li i Zhao (2008) on conclouen que hi ha una relació negativa entre l'asimetria informativa de les empreses i els divi-

dends, la qual cosa va en contra d'una de les teories més assentades en aquest tema com és el valor informatiu dels dividendes.

Brav, Graham, Harvey i Michaely (2008) estudien la importància que tenen els tipus impositius sobre dividendes per als petits inversors en la política de dividendes de les companyies, arribant a la conclusió que són d'una importància secundària.

DeAngelo i DeAngelo susciten una polèmica (DeAngelo i DeAngelo, 2006, Handley, 2008, DeAngelo i DeAngelo, 2008) sobre la validesa del teorema de la irrellevància de la política de dividendes d'MM. Les seves argumentacions no semblen tenir massa interès pràctic.

Desai i Jin (2011) aprecien una relació entre les característiques impositives dels accionistes institucionals i les polítiques de dividendes de les empreses en les quals inverteixen. Sembla que aquells que han de pagar més impostos prefereixen empreses que paguin menys dividendes, i que les empreses tracten d'adaptar-se a les característiques dels seus accionistes.

John, Knyazeva i Knyazeva (2011) creuen que la llunyania geogràfica incrementa els costos de supervisió per part dels accionistes derivats del problema d'agència, per la qual cosa seria justificat que les empreses localitzades molt lluny repartissin més dividendes. I comproven que és així. A més tals empreses utilitzen més els dividendes regulars en comptes dels dividendes especials o les recompres d'accions. També disminueixen els dividendes menys sovint.

En definitiva seguim discutint sobre temes semblats des de fa bastants anys: valor informatiu dels dividendes, efectes del sistema fiscal i d'altres imperfeccions sobre la política de dividendes, etc. Fins i tot se segueix qüestionant la formulació d'MM. Després de molta recerca, les coses segueixen sense estar clares

5. Conclusions

Seguint el suggeriment de Gómez-Bezares (2010b) extraurem tres lliçons de tot el que hem anat comentant:

1. No és clar si les polítiques de dividendes són o no són importants, i menys quins elements cal tenir en compte. Ningú hauria de pontificar sobre aquest tema.
2. Encara que sembla que les polítiques de dividendes haurien d'anar perdent importància conforme funcionin millor els mercats: major transparència, menors costos de transacció, etc. El que ens apropa-

ria al món d'MM: l'important són els actius, l'important és la inversió.

3. Amb tot, després del que hem vist, algunes idees sí que ens poden ajudar a formular les nostres polítiques de dividends, com veurem a continuació.

En efecte, una gran empresa haurà de ser conscient del valor informatiu que els mercats atribueixen al dividend (hi ha una majoria que ho defensen) i, en conseqüència, pot adoptar polítiques tipus Lintner (1956), però també pot buscar la transparència amb els seus accionistes i minimitzar els problemes d'agència, la qual cosa li deixarà molta més llibertat en el repartiment de dividends, evitant costos de transacció i perjudicis fiscals.

Si es tracta d'una empresa de menor grandària, sobretot si propietaris i directius coincideixen o estan molt propers, hi haurà, presumiblement, menors problemes d'agència, per la qual cosa la política de dividends no ha de ser tan rígida. Haurà d'ajustar-se als excedents de tresoreria i a les oportunitats d'inversió, apropant-se molt al món d'MM.

Una conclusió a què s'arriba després d'aquesta revisió (o altres similars) és que la recerca en finances està una mica embussada en alguns camps. S'estudien una vegada i una altra els mateixos temes, es presta poca atenció a les petites i mitjanes empreses..., hauriem de replantejar-nos el mètode de recerca (vegeu Gómez-Bezares i Gómez-Bezares, 2006).

Referències bibliogràfiques

- BRAV, A., J.R. GRAHAM, C.R. HARVEY i R. MICHAELY (2005): «Payout policy in the 21st century», *Journal of financial economics*, vol. 77, núm. 3, setembre, pàgs. 483-527.
- BRAV, A., J.R. GRAHAM, C.R. HARVEY i R. MICHAELY (2008): «Managerial response to the may 2003 dividend tax cut», *Financial management*, hivern, vol. 37, núm. 4, pàgs. 611-624.
- BREALEY, R.A., S.C. MYERS i F. ALLEN (2010): *Principios de finanzas corporativas*, McGraw-Hill, traducció de la 9a edició de *Principles of corporate finance*, Mèxic.
- CONSEJO GENERAL DE COLEGIOS OFICIALES DE PSICÓLOGOS (2010): Revista *Infocop*, diversos articles, núm. 46, gener-febrer.
- DEANGELO, H. i L. DEANGELO (2006): «The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem», *Journal of financial economics*, 79, pàgs. 293-315.

- DEANGELO, H. i L. DEANGELO (2008): «Reply to: Dividend policy: reconciling DD with MM», *Journal of financial economics*, 87, pàgs. 532-533.
- DESAI, M.A. i L. JIN (2011): «Institutional tax clienteles and payout policy», *Journal of financial economics*, vol. 100, núm. 1, abril, pàgs. 68-84.
- FAMA, E.F. i K.R. FRENCH (1998): «Taxes, financing decisions, and firm value», *Journal of finance*, vol. 53, núm. 3, pàgs. 819-843.
- FAMA, E.F. i K.R. FRENCH (2001): «Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?», *Journal of financial economics*, vol. 60, núm. 1, pàgs. 3-43.
- FAMA, E.F. i K.R. FRENCH (2002): «Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt», *Review of financial studies*, vol. 15, núm. 1, pàgs. 1-33.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1991): *Dirección financiera*, Desclée de Brouwer, Bilbao, 2a ed.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1995): «Panorama de la teoría financiera», *Boletín de estudios económicos*, vol. 50, núm. 156, desembre, pàgs. 411-448.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2010a): «Novedades en las finanzas corporativas», *Boletín de estudios económicos*, vol. 65, núm. 199, abril, pàgs. 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*, núm. 10, pàgs. 53-78.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2012): *Elementos de finanzas corporativas*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- GÓMEZ-BEZARES, F. i 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. i J. SANTIBÁÑEZ (2011): «Perspectiva histórica de la financiación empresarial», *Contabilidad y dirección*, vol. 12, pàgs. 115-143.
- GORDON, M.J. (1963): «Optimal investment and financing policy», *Journal of finance*, mayo, vol. 18, núm. 2, pàgs. 264-272.
- HANDLEY, J.C. (2008): «Dividend policy: reconciling DD with MM», *Journal of financial economics*, 87, pàgs. 528-531.
- JOHN, K., A. KNYAZEVA i D. KNYAZEVA (2011): «Does geography matter? Firm location and corporate payout policy», *Journal of financial economics*, vol. 101, núm. 3, setembre, pàgs. 533-551.

- LI, K. i X. ZHAO (2008): «Asymmetric information and dividend policy», *Financial management*, hivern, vol. 37, núm. 4, pàgs. 673-694.
- LINTNER, J. (1956): «Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes», *American economic review*, mayo, vol. 46, núm. 2, pàgs. 97-113.
- MILLER, M.H. i F. MODIGLIANI (1961): «Dividend policy, growth and the valuation of shares», *The journal of business*, octubre, pàgs. 411-433.
- MILLER, M.H. i M.S. SCHOLES (1978): «Dividends and taxes», *Journal of financial economics*, desembre, vol. 6, núm. 4, pàgs. 333-364.
- MODIGLIANI, F. i M.H. MILLER (1958): «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American economic review*, juny, pàgs. 261-297.
- WILLIAMS, J.B. (1938): *The theory of investment value*, Harvard University Press, Cambridge.