

Dirección Financiera

Tema 2. La política de dividendos



Begoña Torre Olmo
Manuel Fresno Boj
María Cantero Sáiz

DPTO. DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

Este tema se publica bajo Licencia:

[Creative Commons BY-NC-SA 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)



- 1.1. La relevancia de los dividendos.**
- 1.2. El marco de referencia: las teorías de Modigliani y Miller.**
- 1.3. El efecto de los impuestos.**
- 1.4. El efecto clientela.**
- 1.5. Las asimetrías de información y la relación con las decisiones financieras de la empresa.**
- 1.6. El efecto de los costes de agencia.**
 - 1.6.1. Los dividendos en la relación de endeudamiento.**
 - 1.6.2. Los dividendos en la relación directiva.**
- 1.7. Las teorías del comportamiento.**
- 1.8. Evidencia empírica**

Al finalizar este tema el alumno deberá ser capaz de:

- Diferenciar y Determinar ventajas e inconvenientes de los pagos de dividendos frente a otras alternativas de reparto de efectivo a los accionistas como recompras de acciones y reducciones de capital.**
- Conocer las distintas teorías sobre dividendos en mercados de capitales perfectos.**
- Distinguir las imperfecciones de los mercados y sus efectos sobre diferentes políticas de distribución de fondos a los accionistas.**

LA POLITICA DE DIVIDENDOS

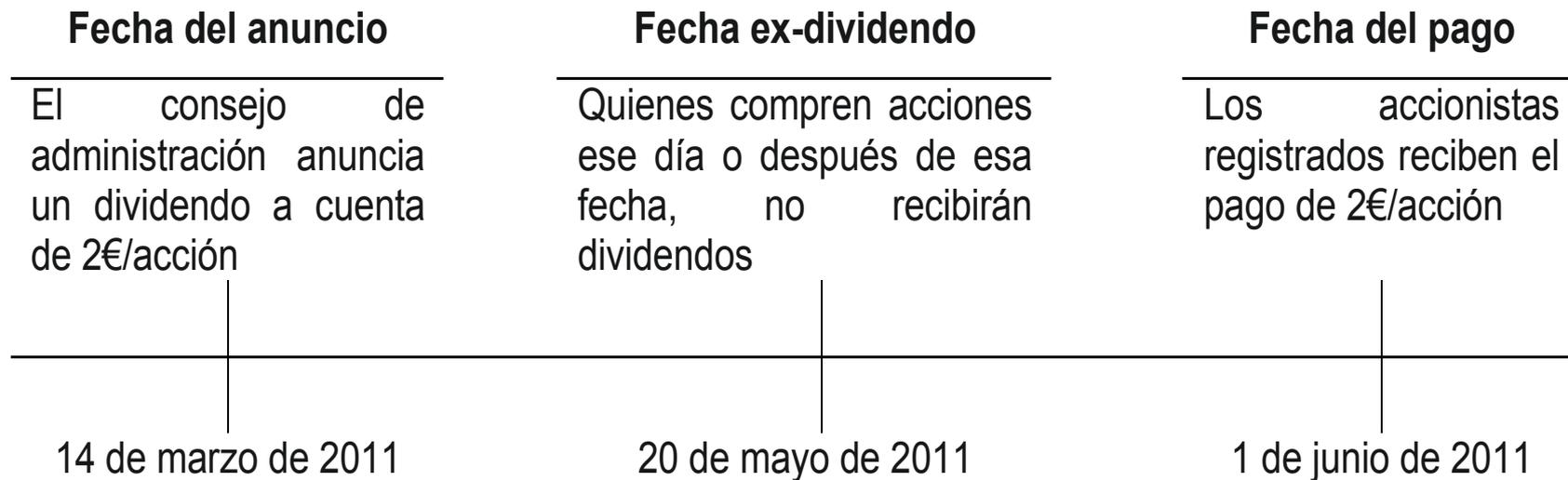
Definimos la *política de dividendos* como la relación de intercambio entre beneficios retenidos por un lado y la distribución de dividendos líquidos y la emisión de nuevas acciones por otro.

Las decisiones sobre dividendos se mezclan a menudo con las decisiones de inversión y de financiación. Tratando de aislarlas, deberíamos dar respuesta a varias preguntas:

- ¿Cuántos dividendos repartir?
- ¿Cómo hacerlo?
 1. Pago de dividendos
 2. Recompras de acciones (autocartera o reducciones de capital)
- ¿Cuál es el efecto de un cambio en los dividendos líquidos pagados, dadas las decisiones de inversión y de financiación?

LA RELEVANCIA DE LOS DIVIDENDOS

FECHAS RELEVANTES EN EL PAGO DE DIVIDENDOS



CLASIFICACION SEGÚN LA FRECUENCIA DE PAGO DE DIVIDENDOS

- ❑ **DIVIDENDOS A CUENTA:** Un dividendo a cuenta se paga con cargo a los beneficios del periodo que aún no ha finalizado y generalmente lo realizan empresas que pagan más de un dividendo en el ejercicio.
- ❑ **DIVIDENDO ÚNICO:** Es el que pagan empresas que sólo pagan dividendos una vez al año y lo hacen con cargo a los beneficios de un ejercicio pasado y cuyas cuentas se han cerrado.
- ❑ **DIVIDENDO EXTRAORDINARIO:** Es un dividendo que no se paga de forma regular sino de forma esporádica o extraordinaria en el tiempo y se realiza con cargo a fondos obtenidos de la liquidación de activos o cuando se han generado grandes excedentes en un periodo que no se espera se puedan mantener en el tiempo

LA DISTRIBUCION DEL DIVIDENDO: LA RECOMPRA DE ACCIONES COMO ALTERNATIVA AL PAGO EN EFECTIVO

Recompras de acciones propias para amortizarlas a través de **reducciones de capital** o para mantenerlas en **autocartera**. Dos modalidades básicas:

- ❑ **Recompras de acciones propias en el mercado secundario**, al precio vigente en el momento de efectuar la transacción (*Open Market Repurchase*). Suponen una modificación de la estructura de propiedad de la empresa.
- ❑ **Recompras de acciones propias a través de una oferta pública de adquisición (OPA) sobre acciones propias**, (*Tender Offer Repurchase*). En este tipo de recompra, la empresa especifica normalmente el número de acciones a comprar, el precio de recompra y el período de tiempo para aceptar la oferta.

OTRAS FORMAS DE PAGO A LOS ACCIONISTAS EMPLEADOS POR LAS EMPRESAS

Los **dividendos en acciones (script dividend)** y las **divisiones de acciones (splits)** son pagos a los accionistas que no implican la entrega de efectivo.

- Son, por tanto, claramente diferentes al pago de dividendos o a recompras de acciones.
- Su efecto es incrementar el número de acciones en circulación o el número de acciones de cada accionista. Debido a que hay más acciones en circulación, cada una de ellas desciende de valor ya que el mismo patrimonio neto total se divide ahora entre un mayor número de acciones.
- La motivación de estas operaciones es incrementar la liquidez de las acciones en el mercado secundario

SUPUESTO DE PARTIDA

Miller y Modigliani (1961): “En mercados perfectos de capitales la política de dividendos es irrelevante ya que mayores dividendos se verán exactamente compensados con menores ganancias de capital”

Supuestos (mercado perfecto de capitales):

- No existen costes de transacción.
- No existen impuestos o no existen impuestos diferentes entre dividendos y ganancias de capital.
- Existe información simétrica entre todos los inversores.
- No existen conflictos de intereses o costes de agencia entre los distintos miembros de la empresa (directivos, accionistas o acreedores).
- Las decisiones de inversión y financiación de la empresa son fijadas independientemente de la política de dividendos elegida.

EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS

Los sistemas fiscales occidentales han penalizado tradicionalmente las rentas percibidas por los inversores en forma de dividendos sobre las obtenidas en concepto de ganancias de capital, al estar sometidas estas últimas a tipos impositivos menores y al diferirse el pago de sus impuestos hasta el momento de la venta de las acciones.

Si los dividendos están más gravados, los accionistas preferirán recibir el mayor porcentaje posible de su rendimiento en concepto de ganancias de capital, tratando de maximizar su rendimiento después de impuestos.

FORMACION DE CLIENTELAS FISCALES

La existencia de preferencias diferenciadas podría favorecer el establecimiento de **clientelas fiscales de accionistas** en las que cada empresa atrae hacia sus acciones aquellos inversores con marcada preferencia por su política de reparto.

DIFICULTADES:

- Los inversores consideran también variables como el riesgo y/o liquidez de las acciones, además de motivos de control para componer su cartera de títulos, y no sólo la rentabilidad esperada después de impuestos.
- La movilidad perfecta de clientelas de accionistas hacia aquellos títulos que proporcionan la mayor rentabilidad después de impuestos también está limitada por la existencia de costes de transacción en la compra y venta de acciones. El accionista no realizará las compras-ventas necesarias para pertenecer a la clientela deseada si los costes de transacción son superiores al ahorro de impuestos esperado.

La decisión de dividendos está, en la práctica, relacionada con las decisiones de financiación y de inversión. Por ejemplo:

- Cuando el pago de dividendos tiene efectos informativos y cambia el valor de mercado de las acciones al modificar las expectativas de beneficios futuros de la empresa, está afectando al coste de capital de la empresa y, por tanto, al umbral de rentabilidad que se exigirá a las inversiones para ser rentables.
- Cuando el pago de dividendos es útil para disciplinar el comportamiento directivo haciéndolo más dependiente del mercado de capitales, influye en los fondos captados y está disminuyendo la probabilidad de que se realicen inversiones no rentables que sólo atendían intereses directivos

La política óptima de dividendos depende de múltiples factores (imperfecciones de mercado) que, además, varían de unas empresas a otras.

Por ejemplo, en empresas cotizadas y elevada dispersión de la propiedad, los efectos informativos y los conflictos de interés entre accionistas y directivos sobre los pagos de dividendos serán determinantes fundamentales mientras que en empresas familiares no admitidas a cotización, las consideraciones fiscales y de costes de transacción adquieren mucha mayor relevancia.

Tres fases en la elección de la política de dividendos:

- 1) Estimar los fondos residuales de la empresa
- 2) Fijar una tasa de reparto objetivo de fondos
- 3) Establecer el dividendo por acción concreto a repartir en cada periodo.

LOS DIVIDENDOS EN LA RELACION DE ENDEUDAMIENTO

Los pagos de dividendos son fuente de conflicto entre accionistas y acreedores siempre que puedan originar un nivel de riesgo en la empresa distinto al anticipado por los acreedores en el momento de celebrar el contrato de endeudamiento.

- El conflicto de intereses se produce cuando el pago de dividendos se financia con la venta de activos y/o contratación de nueva deuda.
- Pagos de dividendos financiados con beneficios o ampliaciones de capital no son fuente de conflicto entre accionistas y acreedores.

LOS DIVIDENDOS EN LA RELACION CON LA DIRECTIVA

Los pagos de dividendos aportan una solución parcial al conflicto de intereses que mantienen los internos con los accionistas externos que no participan en la dirección.

Conflictos de intereses:

- La mayor aversión al riesgo de los directivos les lleva a rechazar inversiones rentables por ser arriesgadas.
- La tendencia de los directivos a sobre invertir aceptando inversiones no rentables pero con bajo riesgo.
- El consumo excesivo de recursos.

La decisión de dividendos incide en estos conflictos de intereses al afectar a la dependencia de fondos externos y, por tanto, a la supervisión realizada por el mercado de capitales.

Una política de dividendos estables incrementa la frecuencia con que los directivos de la entidad acuden al mercado de capitales y reduce el volumen de fondos bajo su control.

LA UTILIDAD DE LOS DIVIDENDOS EN LA RELACION DIRECTIVA

La utilidad de los dividendos para reducir los costes de agencia de la relación directiva constituye un argumento a favor de políticas generosas de reparto y permite explicar la simultaneidad de pagos de dividendos y de ampliaciones de capital en un mismo ejercicio.

La utilidad de los dividendos para reducir los costes de agencia entre accionistas y directivos varía entre las empresas dependiendo de:

- La estructura de propiedad.
- La calidad de las oportunidades de inversión.
- El nivel de riesgo.
- El grado de utilización de mecanismos alternativos en el control directivo.

La decisión de dividendos está, en la práctica, relacionada con las decisiones de financiación y de inversión. Por ejemplo:

- Cuando el pago de dividendos tiene efectos informativos y cambia el valor de mercado de las acciones al modificar las expectativas de beneficios futuros de la empresa, está afectando al coste de capital de la empresa y, por tanto, al umbral de rentabilidad que se exigirá a las inversiones para ser rentables.
- Cuando el pago de dividendos es útil para disciplinar el comportamiento directivo haciéndolo más dependiente del mercado de capitales, influye en los fondos captados y está disminuyendo la probabilidad de que se realicen inversiones no rentables que sólo atendían intereses directivos

- Contenido informativo de los dividendos.
- Baker y Wurgler (2012): Los inversores separan mentalmente la rentabilidad entre ganancias de capital y dividendos

BIBLIOGRAFÍA

- ❑ PINDADO GARCIA, J. (2012): Finanzas Empresariales. Editorial Paraninfo (capítulo 19).
- ❑ BREALEY and MYERS (2003): Principios de Finanzas Corporativas. (capítulo 16).