
La relevancia de la política de dividendos

PID_00267787

Anna Vendrell Vilanova
Francesc Xavier Borràs Balsells
Xavier Càmara Turull

Tiempo mínimo de dedicación recomendado: 3 horas



Universitat
Oberta
de Catalunya

Anna Vendrell Vilanova

Francesc Xavier Borràs Balsells

Xavier Càmera Turull

La revisión de este recurso de aprendizaje UOC ha sido coordinada por el profesor: Joan Llobet Dalmases

Segunda edición: septiembre 2019

© de esta edición, Fundació Universitat Oberta de Catalunya (FUOC)

Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona

Autoría: Anna Vendrell Vilanova, Francesc Xavier Borràs Balsells, Xavier Càmera Turull

Producción: FUOC

Todos los derechos reservados

Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea este eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares de los derechos.

Índice

Introducción	5
Objetivos	6
1. La política de dividendos en mercados perfectos: la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller	7
2. Influencia del dividendo sobre el valor de las acciones: el modelo de Gordon-Shapiro	12
3. Las diferentes teorías sobre la política de dividendos que parten de la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller	16
3.1. La relevancia de la política de dividendos desde el efecto impositor	16
3.2. La relevancia de la política de dividendos desde la teoría de la agencia	17
3.3. La relevancia de la política de dividendos desde la asimetría informativa	17
4. Dividendo en efectivo y formas indirectas de retribución del accionista	20
5. La política de dividendos y la pequeña y mediana empresa (pyme)	25
6. La política de dividendos en la práctica: evidencia empírica	26
Resumen	28
Ejercicios de autoevaluación	29
Solucionario	31
Bibliografía	35

Introducción

De la misma manera que en el módulo “La estructura de capital” nos preguntábamos si una determinada política de endeudamiento afectaba al valor de la empresa, en este módulo la pregunta se plantea en el mismo sentido, pero para la política de dividendos.

Como tendremos oportunidad de averiguar a lo largo del desarrollo de este tema, veremos que conviven varias corrientes teóricas que dan una importancia diferente a la política de dividendos, en relación con el valor de la empresa.

Las cuestiones concretas que podremos responder al finalizar este módulo son las siguientes:

1) ¿Una determinada política de dividendos puede hacer variar el valor de la empresa?

O también:

2) ¿Una determinada política de dividendos puede hacer variar el valor de las acciones de la empresa?

Y, si es así,

3) ¿Qué política es la que maximiza este valor?

Y, finalmente,

4) ¿Qué da más valor al accionista, la corriente de dividendos o la reinversión de las ganancias retenidas?

Como hemos realizado con el problema de la estructura de capital a la hora de exponer la temática relacionada con la política de dividendos, en primer lugar, veremos qué sucede en un entorno de mercados perfectos y, después, iremos relajando las hipótesis y nos iremos acercando a la realidad empresarial que conocemos, como veremos a continuación.

Objetivos

Después de trabajar el módulo, el estudiante debe entender la trascendencia de la política de dividendos en la empresa. Respecto a esto, ha de haber alcanzado los objetivos siguientes:

- 1.** Completar los conocimientos que se han ido adquiriendo desde el inicio de esta asignatura.
- 2.** Conocer y ser capaz de interpretar las diferentes teorías financieras contemporáneas que hacen referencia a efectos de la política de dividendos sobre el valor de la empresa.
- 3.** Identificar las diferentes políticas de dividendos que pueden aplicar las empresas.
- 4.** Entender las diferencias entre la política de dividendos que puede adoptar una empresa grande y la que puede adoptar una pequeña y mediana empresa.
- 5.** Tener conocimiento de la política de dividendos que con más frecuencia adoptan las empresas en la realidad y de qué variables depende.
- 6.** Con carácter general, poder analizar con rigor científico la decisión de reparto de dividendos/retención de ganancias y el impacto que tiene sobre el valor empresarial.

1. La política de dividendos en mercados perfectos: la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller

En 1961, Modigliani y Miller demuestran que en mercados perfectos el volumen de dividendos que reparten las empresas no afecta al valor de estas empresas ni al valor de sus acciones.

Como ya sabemos a partir de lo que hemos estudiado en el módulo “La estructura de capital”, el valor de la empresa depende únicamente de la capacidad de los activos de generar ganancias (y de su riesgo o de la clase de rendimiento a la que pertenecen) y ahora queremos añadir que no depende de si las ganancias se reparten en forma de dividendos o se retienen para ser reinvertidas.

Veamos a continuación cómo Modigliani y Miller construyen este argumento.

Hipótesis del modelo:

- 1) Se observa únicamente un período. Modelo uniperiódico.
- 2) Las empresas únicamente se financian con capital propio (no existe endeudamiento). En caso de querer poner en marcha nuevos proyectos de inversión, las empresas pueden utilizar beneficios retenidos o ampliar el capital.
- 3) Mercados de capitales perfectos (lo mismo de siempre: no hay impuestos, ni costes de transacción, ni asimetría de información, los inversores son precio-tomadores, entre otros).
- 4) Los inversores se comportan racionalmente. Es decir, prefieren más riqueza que menos y se muestran indiferentes ante un aumento de su riqueza con dividendos o con un incremento de precio de las acciones (ganancia de capital) por el mismo importe.

Nomenclatura que utiliza el modelo:

p_0 : valor de mercado de una acción en el momento actual (momento 0);
 p_1 : valor de mercado de una acción al final del período (momento 1);
 div_1 : dividendo por acción para repartir al final del período (momento 1);
 P_0 : valor de mercado de los recursos propios en el momento actual (momento 0);
 P_1 : valor de mercado de los recursos propios al final del período (momento 1);
 DIV_1 : suma total de dividendos para repartir al final del período (momento 1);
 n_0 : número de acciones en circulación en el momento 0;
 n_1 : número de acciones en circulación en el momento 1. Presuponemos que la empresa puede ampliar capital;
 m : número de nuevas acciones que la empresa colocará en el mercado mediante la ampliación ($m = n_1 - n_0$), y
 Pf : importe de la inversión para realizar en el momento 1, que se debe financiar, recordémoslo, con ganancias retenidas o con los recursos procedentes de la ampliación.
 k_p es la rentabilidad esperada de los fondos propios.

Podéis ver el módulo “La estructura de capital”.

Lectura recomendada

Si queréis ampliar las cuestiones relacionadas con este modelo, podéis consultar el artículo siguiente: **F. Black** (1976). “The Dividend Puzzle”. *Journal of Portfolio Management*.

Como no nos dejamos nada en el cajón, pasamos a elaborar el modelo.

El precio de una acción hoy, p_0 , viene determinado por:

$$p_0 = \frac{\text{DIV}_1 + p_1}{1 + K_p}$$

Observando la fórmula anterior, vemos que no recoge, explícitamente, el efecto de la nueva inversión ni la ampliación de capital. En todo caso, si en algún concepto de la fórmula se puede observar debería ser en p_1 . ¿Qué podemos hacer para incorporar los dos efectos?

Pues multiplicamos la expresión anterior por el número de títulos en circulación que hay hoy (n_0). Y nos queda:

$$n_0 p_0 = \frac{n_0 \text{DIV}_1 + n_0 p_1}{1 + K_p}$$

Entonces, tenemos que:

$$p_0 = \frac{\text{DIV}_1 + n_0 p_1}{1 + K_p}$$

Lo que nos “molesta” ahora es $n_0 p_1$ (queríamos una expresión más comprensible). Sabemos que (en el momento 1) la empresa ampliará capital y que el número de acciones en circulación será:

$$n_1 = m + n_0$$

Aislando n_0 , tendremos:

$$n_0 = n_1 - m$$

Y, multiplicando ahora por p_1 , obtenemos:

$$p_1 n_0 = p_1 n_1 - m p_1$$

Estamos en condiciones de sustituir $p_1 n_0$ en la expresión de más arriba. Antes, sin embargo, cabe arreglarla un poco.

Sabemos que la empresa emitirá m nuevos títulos y que los nuevos accionistas pagarán p_1 por cada uno de estos títulos. Además, sabemos que $p_1 n_1$ es el valor de mercado de los fondos propios (que coincide con el valor de mercado de la empresa, ya que no hay deuda) en el momento 1 (P_1) y que $m p_1$ son los recursos que la empresa obtendrá por medio de la ampliación de capital.

Entonces, teniendo en cuenta que la empresa quiere llevar a cabo una inversión de PI unidades monetarias y que repartirá dividendos; la cantidad total de fondo que deberá pedir en el mercado –por medio de la ampliación de capital– será: $PI - (BAIT_1 - DIV_1)$ unidades monetarias. Es decir:

$$m p_1 = (PI - (BAIT_1 - DIV_1))$$

$(BAIT_1 - DIV_1)$ corresponden a los recursos generados por la empresa provenientes de los beneficios retenidos. Recordemos que la empresa no está endeudada, por lo que no paga ni intereses ($INT_1 = 0$) ni paga impuesto de sociedades ($IS_1 = 0$). Así:


$$BN_1 - DIV_1 = BAIT_1 - INT_1 - IS_1 - DIV_1 = BAIT_1 - DIV_1$$

Y es evidente, y es de una lógica “aplastante”, que cuantos más dividendos reparta, más recursos habrá de solicitar por medio de la ampliación de capital.

Finalmente, llegamos a la expresión que nos interesa sustituyendo los valores hallados en la expresión de P_0 de más arriba. Es la siguiente:

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1 - (PI - BAIT_1 + DIV_1)}{1 + k_p} = \frac{P_1 + BAIT_1 - PI}{1 + k_p}$$

El resultado obtenido nos indica que el valor de mercado de la empresa no depende del volumen de dividendos que reparta. Únicamente depende de las inversiones que realice y de los BAIT futuros que estas inversiones proporcionen.

La conclusión anterior se explica de la manera siguiente: cuantos más dividendos reparta la empresa, más recursos deberá pedir por medio de la ampliación de capital y, al revés, cuantos menos dividendos reparta, menos recursos tendrá que pedir, de modo que la riqueza de los accionistas será estable (mismo precio de las acciones), dado que el aumento de valor de las acciones derivado del reparto mayor de dividendos será igual a la pérdida de valor que experimentan las acciones con la ampliación de capital. 

Por lo tanto, un cambio en la política de dividendos implica únicamente un cambio en la distribución de los rendimientos entre dividendos y ganancias de capital (mediante la modificación del precio de la acción), pero no un cambio en el valor de la empresa.

Veámoslo mediante un ejemplo:

Supongamos una empresa que posee un activo de 40.000 u. m., que fue financiado por las aportaciones de los socios propietarios mediante acciones emitidas por valor de 20 u. m. cada una (total 2.000 acciones). Durante el primer año de funcionamiento ha generado una ganancia de 4.000 u. m., importe que coincide con el volumen de inversiones que

quiere realizar. El directivo financiero no tiene muy claro qué debe hacer con el beneficio: si repartirlo en forma de dividendos (situación A) y después ampliar capital por el mismo importe (4.000) o ahorrarse la ampliación y destinarlo a aumentar las reservas (situación B). Veamos qué aconsejamos al directivo. Partimos de la situación inicial siguiente:

	Activo		Pasivo + PN
Activo inmovilizado	40.000	Recursos propios	40.000
Tesorería	4.000	Ganancias	4.000

El valor de la empresa (en este ejemplo, supongamos que coincide el contable con el de mercado) es de 44.000 u. m. y el precio de cada acción ahora es de 22 u. m. ($44.000 / 2.000$).

Situación A

La empresa, una vez repartidas las ganancias en forma de dividendos, queda en la situación siguiente:

	Activo		Pasivo + PN
Activo inmovilizado	40.000	Recursos propios	40.000
Tesorería	0	Ganancias	0

Ahora la riqueza de los accionistas continúa siendo de 22 u. m., ya que aunque en el balance las acciones consten por valor de 20 u. m. ($40.000 / 2.000$) se ha de sumar el importe de 2 u. m. recibidas en concepto de dividendos.

Sin embargo, falta considerar que la empresa lleva a cabo la nueva inversión y que, para conseguir el dinero, realiza una ampliación de capital por el mismo importe de 4.000 u. m. (200 acciones de 20 u. m. cada una). En este caso, su situación queda de la manera siguiente:

	Activo		Pasivo + PN
Activo inmovilizado	40.000	Recursos propios	44.000
Tesorería	4.000	Ganancias	0

Donde el valor de la empresa comprobamos que es, igualmente, de 44.000 u. m., es decir, nada ha cambiado respecto al valor de la empresa. Esto es así porque las ganancias son las mismas (4.000 u. m.) pero distribuidas de manera diferente: inicialmente los rendimientos eran en su totalidad ganancias de capital (4.000/2.000 acciones representaba un aumento del precio de las acciones de 2 u. m.) y en la actualidad los rendimientos están en forma de dividendos recibidos (4.000/2.000 acciones representan un dividendo de 2 u. m. por cada acción).

Además, cabe tener claro que ahora las 44.000 u. m. se reparten entre 2.200 acciones y antes entre 2.000 acciones. Por lo tanto, los accionistas ahora tienen unas acciones que valen 20 u. m. ($44.000/2.200$), pero también tienen en el bolsillo 2 u. m. de dividendos por cada acción. Es decir, como habíamos dicho más arriba, la ganancia recibida en forma de dividendos es lo que se pierde en valor de las acciones. Y, en definitiva, el valor de la empresa es el mismo.

Situación B

¿Qué habría sucedido si la empresa destinara la totalidad del beneficio (4.000) a reservas (con lo que se habría ahorrado el pago de dividendos y la ampliación posterior)? El balance habría quedado de la manera siguiente:

	Activo		Pasivo + PN
Activo inmovilizado	40.000	Recursos propios	44.000
Tesorería	4.000	Ganancias	0

Tenemos el mismo valor de recursos propios manteniendo el número inicial de 2.000 acciones, con lo cual ahora el valor de las acciones para el accionista continúa siendo de $44.000/2.000 = 22$ u. m. Y, en definitiva, el valor de la empresa es el mismo.

Veamos cómo se ve afectado el patrimonio de un accionista en las dos situaciones. Supongamos que el accionista tenía en su cartera el 10% de las acciones, es decir, 200 acciones.

En el primer caso (situación A) cobra 400 u. m. de dividendos (2 u. m. x 200 acciones). Posteriormente, acude a la ampliación manteniendo el porcentaje de participación en el capital ($10\% \times 200 = 20$) y adquiere, por lo tanto, 20 acciones nuevas, por las que paga 400 u. m., justo lo que ha recibido de dividendos. Al final, su patrimonio está formado por 220 acciones a 20 u. m. cada una, que suman un total de 4.400 u. m.

En la segunda situación, en la que la empresa destina la totalidad del beneficio a reservas, nuestro accionista continúa teniendo las 200 acciones (10% del capital) que ahora valen 22 u. m. Su patrimonio final también es de 4.400 u. m.

Para nuestro accionista ninguna alternativa es mejor que la otra (la política de dividendos es irrelevante), aunque se puede decir que lo mejor es no ampliar capital, así nos ahorramos trabajo (diseño de la emisión, publicidad, seguros, intermediarios, etc.), pero la hipótesis de mercados perfectos nos libera de prever cualquier coste.

Como conclusión podríamos decir aquello de "Tanto monta, monta tanto..." o también que en mercados perfectos es imposible crear valor para los accionistas mediante la política de dividendos.

Finalmente, cabe mencionar que la irrelevancia de la política de dividendos según el modelo de Modigliani y Miller llega a tal extremo que los inversores pueden variar la política de dividendos llevada por la empresa comprando o vendiendo acciones en el mercado para obtener el resultado deseado. Es decir, si la empresa no reparte dividendos y el accionista necesita dinero líquido, puede vender acciones para conseguirlo y, al contrario, si la empresa reparte dividendos y el accionista no quiere dinero líquido lo que debe hacer es comprar acciones; en ambas situaciones su riqueza se mantendrá igual.

Hemos visto, pues, que las decisiones de dividendos son irrelevantes. La conclusión que Modigliani y Miller obtienen sobre la política de dividendos es igual (y forzosamente debe serlo) a la que hemos visto a la hora de evaluar la políticamente de endeudamiento.

Su modelo para los dividendos ha recibido varias críticas, cuando menos:

- Supone que el precio de emisión de las nuevas acciones es el del mercado, cuando en realidad suele tener un descuento.
- La emisión de nuevas acciones implica unos costes (de transacción) que disminuyen los fondos obtenidos.
- Cuando los dividendos y las ganancias de capital se encuentran grabados a tipos impositores diferentes, los inversores no mantienen la indiferencia mencionada como hipótesis de partida, sino que aparece lo que se conoce con el nombre de *clientela fiscal*.

2. Influencia del dividendo sobre el valor de las acciones: el modelo de Gordon-Shapiro

Mediante el **modelo de Gordon-Shapiro**, que hemos visto en el módulo “Coste de las fuentes de financiación o coste de capital”, ahora queremos analizar el efecto de la política de dividendos sobre el precio de mercado de la empresa o, mejor, sobre el precio de sus acciones.

Recordemos antes, sin embargo, el modelo de Gordon-Shapiro, por medio del cual podíamos determinar el valor de los fondos propios de la empresa en valores de mercado:

$$P = \frac{BN(1-b)}{k_p - r_F b}$$

Donde:

P es el precio de mercado de los fondos propios de la empresa.

BN es el beneficio neto de la empresa.

b es la tasa de retención de beneficios de la empresa.

$(1-b)$ es la tasa de reparto de dividendos de la empresa. Recuerda que $(1-b)$ también es igual al *pay-out ratio* (δ).

K_p es la rentabilidad del capital propio a precio de mercado.

r_F es la rentabilidad financiera (o del capital propio) a valor nominal, que calculamos realizando: beneficio neto/valor contable de las acciones.

Si consideramos que la política de dividendos de la empresa queda recogida en el valor de b (tasa de retención de beneficios), solamente queda derivar la expresión anterior respecto a b para obtener el efecto sobre el valor de mercado:

$$\frac{\delta P}{\delta b} = \frac{BN \times (r_F - K_p)}{(K_p - r_F \times b)^2}$$

Fijémonos en que el denominador siempre es positivo, mientras que el numerador depende de los valores de r_F y k_p . El BN también es siempre positivo, estamos suponiendo la situación en la que la empresa genera ganancias, dado que, en caso contrario, no tendría sentido definir una política de dividendos.

Analizando el numerador tenemos tres posibles escenarios:

a) $r_F = k_p$ → Caso en el que la rentabilidad que ofrece la empresa (r_F) es igual a la rentabilidad que ofrece el mercado (k_p).

Matemáticamente, el valor de la derivada es cero, lo que significa que P no depende del valor de b . Es el escenario en el que el valor de mercado es constante respecto a b y, claro está, no depende de la política de dividendos.

De acuerdo con la interpretación económica, los accionistas ob-

Podéis consultar el módulo “Coste de las fuentes de financiación o coste de capital”.



tienen en la empresa la misma rentabilidad que obtendrían si invirtieran en el mercado los dividendos repartidos. Y, por lo tanto, son indiferentes al reparto de dividendos y las acciones de la empresa siempre valen lo mismo, independientemente de la tasa de retención.

b) $r_F > k_P$ → Caso en el que la rentabilidad que ofrece la empresa (r_F) es mayor que la rentabilidad que ofrece el mercado (k_P).

Matemáticamente, la derivada parcial es positiva, hecho que nos indica que b y P caminan en el mismo sentido: un incremento de b supone un incremento de P , y al contrario.

De acuerdo con la interpretación económica, las oportunidades de inversión justifican la reinversión de los beneficios (y no el reparto de dividendos). Los accionistas prefieren renunciar a recibir los dividendos, dado que invertidos en la empresa producen más rentabilidad que la que proporciona el mercado. Los accionistas consiguen aumentar el valor de sus acciones si la empresa retiene las ganancias generadas, con lo cual el accionista recibe su rendimiento mediante el aumento del valor de sus acciones en lugar de los dividendos.

c) $r_F < k_P$ → Caso en el que la rentabilidad que ofrece la empresa (r_F) es menor que la rentabilidad que ofrece el mercado (k_P).

Matemáticamente, la derivada parcial es negativa, hecho que nos indica que b y P toman caminos opuestos.

De acuerdo con la interpretación económica, la empresa lleva a cabo proyectos de inversión no rentables, por lo tanto, los accionistas prefieren recibir dividendos a que la empresa destine el mismo dinero a proyectos con una rentabilidad más baja que la que proporciona el mercado. Los inversores, para un mismo riesgo, pueden encontrar (en el mercado) rentabilidades superiores. Resumiendo, el mercado penaliza la retención de beneficios disminuyendo el valor de mercado de las acciones de la empresa.

En definitiva, el modelo de Gordon-Shapiro nos muestra que la política de dividendos incide positivamente sobre el valor de la empresa cuando se da la circunstancia de que el dinero rinde más en el mercado que la empresa (condición: $r_F < k_P$), con lo cual lo mejor es distribuir el máximo de dividendos.

El modelo de Gordon-Shapiro nos ayuda a explicar muchas situaciones que se dan en la realidad, como, por ejemplo, el hecho de que haya empresas que, aunque no reparten dividendos, aumentan el valor de mercado de sus acciones; siempre que destinen los recursos a efectuar inversiones rentables (crecimiento).

Este modelo, sin embargo, presenta varias limitaciones, como son, en primer lugar, que supone que el crecimiento del dividendo es constante, y, en segundo lugar, que no considera la posibilidad de pedir nueva financiación por parte de la empresa.

Aclaremos un poco mejor los conceptos vistos hasta ahora con un ejemplo numérico:

Una empresa ha acordado, en junta general de accionistas, realizar un reparto de dividendos del 60% de las ganancias, los cuales se han generado en este último ejercicio de BN = 600.000 u. m. Se sabe que la rentabilidad financiera y de los activos, ya que no presenta endeudamiento, una vez descontados los impuestos, es del 11%. Y que, en la actualidad, la tasa libre de riesgo se sitúa en el 5%; con una prima de riesgo, que añade el mercado a las acciones de la empresa, de un 4%.

Concepto	
Tasa de reparto dividendos ($1 - b$)	0,6
Ganancia neta (BN)	600.000
Rentabilidad financiera (r_F)	11%
Tasa libre de riesgo (K_i)	5%
Prima de riesgo de acciones de la empresa	4%
Coste de los fondos propios (K_p)	9%

Las preguntas que nos planteamos son las siguientes:

1. ¿Cuál es el valor de las acciones de la empresa?
2. ¿El valor de la empresa cambia si varía la política de dividendos de la empresa? (Supongamos que la tasa de reparto de dividendos es del 40 y no del 60%.)
3. ¿El valor de la empresa cambia si la rentabilidad es otra? (Supongamos que la rentabilidad que genera la empresa es del 6 y no del 11%.)

1. En primer lugar, veamos cuál es el valor de la empresa con el supuesto del enunciado. Antes, sin embargo, recordemos la fórmula de cálculo:

$$P = \frac{BN(1-b)}{k_p - r_F b} = \frac{600.000 \times (1-0,4)}{0,09 - 0,11 \times 0,4} = 7.826.086,96 \text{ u.m.}$$

2. Si, a continuación, suponemos que la empresa reparte un dividendo del 40% del beneficio neto, el valor de la empresa será el siguiente:

$$P = \frac{BN(1-b)}{k_p - r_F b} = \frac{600.000 \times (1-0,6)}{0,09 - 0,11 \times 0,6} = 10.000.000 \text{ u.m.}$$

Vemos que el valor de la empresa ha aumentado, como podíamos prever conociendo la teoría, dado que la empresa se encuentra en la situación en la que el dinero rinde más en la misma empresa que en el mercado. Interesa, así, retener el máximo posible de ganancias.

3. Volvemos a repetir los mismos cálculos, pero suponiendo que r_F es del 6%:

$$p = \frac{BN(1-b)}{K_p - r_F b} = \frac{600.000 \times (1-0,4)}{0,09 - 0,06 \times 0,4} = 5.454.545,46 \text{ u. m.}$$


$$p = \frac{BN(1-b)}{K_p - r_F b} = \frac{600.000 \times (1-0,6)}{0,09 - 0,06 \times 0,6} = 4.444.444,44 \text{ u. m.}$$

En ambos casos el valor de la empresa ha disminuido (respecto a los cálculos anteriores), dado que en la nueva situación, en la que el dinero rinde más en el mercado que en la empresa, lo mejor es distribuir el máximo de dividendos. Sin embargo, en el segundo caso, la disminución de valor ha sido mayor porque es el caso en el que el porcentaje de retención de ganancias es también mayor ($b = 60\%$).

Dicho de otro modo, en esta situación la empresa destina recursos a inversiones que rinden un 6%, cuando el mercado exige y proporciona (para un mismo nivel de riesgo) un 9%.

3. Las diferentes teorías sobre la política de dividendos que parten de la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller

Partiendo de la tesis de irrelevancia planteada por Modigliani y Miller, nacen otras teorías sobre la política de dividendos que van incorporando diferentes imperfecciones del mercado, como son los impuestos, los costes de transacción, los costes de agencia y la asimetría informativa.



Esto nos suena de alguna cosa, ¿verdad? El planteamiento está en la línea del que hemos estudiado en el módulo "La estructura de capital" respecto a la decisión de endeudamiento.

3.1. La relevancia de la política de dividendos desde el efecto impositor

Como sabemos, las empresas pueden decidir remunerar a sus accionistas mediante los dividendos o las ganancias de capital. En este enfoque se reconoce la relevancia de la política de dividendos sobre el valor de la empresa, dado que el diferente tratamiento impositivo de las rentas mencionadas provoca que no sean sustitutas entre sí.

Deberíamos diferenciar si el accionista es una persona física y, por lo tanto, sometida al impuesto sobre la renta, o una persona jurídica y, por lo tanto, sometida al impuesto de sociedades.

Con respecto a las **personas físicas**, para saber qué resulta más ventajoso fiscalmente hablando, se deberían tener en cuenta varias cuestiones: si se da diferente tratamiento fiscal, si existen deducciones previstas y el nivel de renta de la persona.

De entrada, la remuneración por medio de ganancias de capital tiene la ventaja de diferir el pago del impuesto hasta el momento en el que el accionista decide vender la acción. Sin embargo, también cabe tener en cuenta si se da diferente escala de gravamen y si hay diferentes deducciones aplicables.

Si considerando la totalidad de aspectos mencionados resulta ventajoso retener ganancias, los inversores deberían penalizar a las empresas que reparten bastantes dividendos, dado que, a igualdad de riesgo, exigirán rentabilidades antes que impuestos superiores o, lo que es lo mismo, en estas empresas el precio de las acciones deberá ser menor.

Con respecto a las **personas jurídicas**, como existe un tipo único de gravamen, el factor que cabe considerar para decidir la preferencia por la distribución o la retención de ganancias depende solamente de las deducciones. Si los dividendos tienen un tratamiento fiscal favorable (una deducción por doble imposición) que no tiene la retención de ganancias (las ganancias de capital que resultan cuando se venden las acciones de la empresa), los inversores tendrían que penalizar a las

empresas que retienen bastantes ganancias, dado que, a igualdad de riesgo, exigirán rentabilidades antes que impuestos superiores o, lo que es lo mismo, en estas empresas el precio de las acciones deberá ser menor.

Así, se establecerán diferentes grupos de inversores que podrán preferir la retención de ganancias o la distribución de dividendos, lo cual provocará que un cambio de la política de dividendos por parte de la empresa represente la salida de algunos de estos inversores y la entrada de otros, hecho que supondrá una variación en el precio de las acciones.

3.2. La relevancia de la política de dividendos desde la teoría de la agencia

Desde la teoría de la agencia se considera que la política de dividendos afecta al coste de capital y, por eso mismo, al valor de la empresa.

Esta teoría plantea que la política de dividendos puede ser utilizada como una **herramienta de control** para evitar (o disminuir) los ya comentados (en el módulo “La estructura de capital”) conflictos de intereses dentro de la empresa y, por lo tanto, los costes de agencia, que son los que acabarán incidiendo sobre el valor de la empresa.

El pago de dividendos puede reducir los conflictos de intereses entre la dirección y los accionistas de la empresa, ya que una política de dividendos estable o elevada (más reparto de dividendos) sirve para disciplinar el comportamiento de la dirección y evitar (o minorar) la disminución del valor de la empresa.

Concretamente, un reparto mayor de dividendos deja menos flujos de caja (*cash flows*) al alcance de su discrecionalidad (para realizar consumos extras o invertir exageradamente) e implica recurrir al uso de más fondos externos (ampliación de capital o endeudamiento) para financiar el crecimiento. Como los fondos externos deben conseguirse en el mercado de capital, se añade la vigilancia del mismo mercado por medio del cumplimiento de unas exigencias de información y unas posibilidades mayores de satisfacer los intereses de los accionistas.

3.3. La relevancia de la política de dividendos desde la asimetría informativa


Al igual que hicimos para la decisión de endeudamiento, en el módulo cuarto, analizaremos qué dicen las dos teorías que incorporan la asimetría informati-

va dentro de su planteamiento respecto a la política de dividendos. Se trata de la teoría de la información o señalización y de la teoría del orden jerárquico (*pecking order*).

3.3.1. La perspectiva de la teoría de la información

La teoría de señales considera que el reparto de dividendos tiene un efecto informativo en el sentido de que proporciona información al mercado. Concretamente, un aumento de los dividendos esperados puede ser interpretado como una buena noticia.

Si en la realidad los inversores tuvieran información completa de los flujos de caja esperados y del riesgo asociado a estos flujos, las decisiones financieras, en el caso que nos ocupa, los dividendos, no tendrían poder informativo. Así que, para que el mercado de capitales (el conjunto de inversores que se reúnen) lleve a cabo una valoración correcta de las acciones de una empresa, es necesario que los directivos de las empresas comuniquen adecuadamente la información que poseen; y el dividendo es uno de los vehículos para hacerlo.

Así, la noticia de aumentar el dividendo esperado por parte de una empresa señala el buen funcionamiento futuro de la misma, ya que se supone que los flujos de caja esperados superarán los obtenidos en el pasado, lo cual se materializará en un aumento del precio de sus acciones. 

Finalmente, un anuncio de más dividendos en el futuro suele ser una noticia creíble (es decir, detrás hay buenas expectativas de aumento de los flujos de caja esperados), ya que, en caso contrario (la empresa no genera suficientes flujos de caja), el reparto de dividendos que se debería efectuar supondría costes importantes. Vemos cuáles serían estos costes:

- 1) Obligaría a la empresa a efectuar ampliaciones de capital en el futuro (y ya hemos visto que las ampliaciones son costosas en términos de pérdida de valor de mercado de los títulos).
- 2) Se generaría un coste de oportunidad, el de no poder realizar inversiones rentables por el hecho de tener que repartir los recursos financieros.
- 3) Tendría un efecto negativo futuro sobre el precio de las acciones, en el caso de que la empresa no genere suficientes beneficios para mantener el nivel de dividendos.

Por todo ello un **incremento de dividendos** es **percibido por el mercado** como una **buena noticia**, hecho que **incrementa** el **precio** de las **acciones**. Y al revés, cuando una empresa decide reducir la corriente de dividendos es percibido por el mercado como una mala noticia: la empresa no genera suficientes recursos para afrontar el pago.

No obstante, puede suceder que, en determinadas circunstancias, el efecto anuncio de los dividendos no sea como el comentado hasta ahora. Es decir, si la empresa está en una situación de crecimiento, dado que tiene oportunidades de inversión rentables, el anuncio de una disminución de los dividendos esperados (con la finalidad de reinvertir el dinero) puede aumentar el valor de las acciones en el mercado. Para que ello suceda, cuando menos, los inversores han de saber que la empresa tiene estas oportunidades de inversión rentables y creer en el proyecto de la empresa.

3.3.2. La perspectiva de la teoría del orden jerárquico

Este enfoque considera que la política de dividendos es residual en la política de inversión o en las necesidades de crecimiento de la empresa. Por lo tanto, si la empresa dispone de oportunidades de inversión o crecimiento, retendrá las ganancias (no repartirá dividendos o repartirá menos) para invertirlos en los nuevos proyectos de inversión.

Si la empresa no actuara así, se vería obligada a endeudarse para llevar a cabo los proyectos de inversión, hecho que provocaría, en consecuencia, un riesgo más elevado de insolvencia y repercutiría negativamente en el valor de la empresa (recordemos que únicamente la retención de ganancias no provoca infravaloración de los activos de la empresa según este enfoque).

Y al contrario, cuando la empresa no dispone de oportunidades de inversión o estas oportunidades desaparecen, puede disponer libremente de los recursos procedentes de las ganancias para repartirlos en forma de dividendos.

4. Dividendo en efectivo y formas indirectas de retribución del accionista

La dirección de la empresa, con la aprobación de los accionistas, fija la política de dividendos de la empresa. Existen múltiples maneras de fijar los dividendos; sin embargo, queremos destacar las siguientes:

1) Proporción fija del beneficio neto anual

Consiste en repartir un **tanto por ciento fijo** de las ganancias obtenidas. Como la ganancia neta suele ser diferente de un año a otro, esta política, si bien tiene la ventaja de que adecua el reparto de dividendos a la situación concreta de cada ejercicio, provoca que la cuantía de los dividendos sea también variable –excepto en el caso de beneficios estables. Ello puede incidir negativamente en la cotización de las acciones, ya que el efecto anuncio de los dividendos induce a los inversores a pensar, el año que el importe absoluto del dividendo baja, que las cosas no van bien en la empresa.

2) Dividendo anual constante

La empresa reparte cada año un **dividendo anual fijo** por cada acción en circulación. Para adecuar el importe del dividendo y la ganancia real obtenida se utiliza la cuenta de reservas. Así, los años en los que los resultados son elevados, la ganancia no repartida pasa a engrosar la partida de reservas, mientras que en los años en los que el resultado es inferior al dividendo que se pretende repartir, se paga la parte del dividendo no cubierta por la ganancia generada con una disminución de la cuenta de reservas.

Por lo tanto, cuando las ganancias no son constantes, la cuenta de reservas puede ser utilizada como bolsa compensatoria entre unos períodos y otros. Sin embargo, si la tendencia es de caída prolongada de ganancias, el recurso continuo a las reservas puede causar una descapitalización y, al contrario, si la tendencia es de aumento, se puede promover una acumulación excesiva de reservas. Así pues, la empresa ha de modificar el dividendo fijo para adecuarlo al nuevo nivel de beneficio.

En general, se tiende a aceptar que la estrategia de repartir un dividendo constante causa también una cierta estabilidad en la cotización de las acciones, ya que el mercado identifica dividendos estables con empresas sólidas y eficientes, bien equilibradas en su plan económico-financiero. Así, a pesar de haber disminuido sus ganancias, la empresa puede mantener la cuantía del dividendo intentando transmitir al inversor la impresión de que los gerentes de la empresa no conceden mucha importancia a la disminución y que el futuro continúa siendo favorable. En todo caso, es evidente que si la empresa entra

en crisis y empieza a perder dinero consecutivamente, no podrá mantener durante mucho tiempo esta estrategia.

Asimismo, hay inversores interesados fundamentalmente en percibir una renta periódica en efectivo, con lo cual prefieren empresas que distribuyen dividendos estables.

Finalmente, la estabilidad es una condición necesaria para que una determinada acción pueda ser adquirida por inversores institucionales.

3) Dividendo anual constante con ajustes

El dividendo fijo presenta una rigidez elevada, no sólo por la posible variación de la ganancia de la empresa, sino también por otras circunstancias como la situación de liquidez de la misma empresa. Por ello, cuando el beneficio lo permita, la empresa puede repartir un **dividendo mínimo constante** además de uno **complementario**. Al inversor, sin embargo, le debe quedar claro que ambos tienen carácter no regular para que a la hora de realizar sus estimaciones no les conceda categoría de fijos.

Desde el punto de vista de la empresa, esta estrategia es mejor, dado que así no ha de disminuir tanto las reservas cuando la sociedad entra en un pequeño bache.

Respecto al inversor, presenta el inconveniente de que le genera más incertidumbre. Además, después de varios años consecutivos de repartir un dividendo extraordinario, los inversores tenderán a pensar que este dividendo se ha transformado en “ordinario”, o normal, con lo cual, si un año concreto este dividendo complementario no se reparte –porque no hay suficiente liquidez en aquel momento– el efecto anuncio de los dividendos cambiará las expectativas de los accionistas, que empezarán a pensar que las cosas ya no van bien.

4) Dividendo variable

En esta situación la empresa decide una política determinada según cómo vaya su actividad. No hay planificación previa, predeterminada y anunciada. El inversor considera esta política la más arriesgada, dada la **variabilidad** a la que se encuentra sometido el **dividendo**. Esta política la suelen seguir, principalmente, las empresas que están a voluntad del mercado o de las vicisitudes de su entorno y no han conseguido adquirir todavía una situación de estabilidad ante la competencia.

Para concluir, cabe añadir que en muchas ocasiones las empresas optan por pagar “dividendos” de manera indirecta, es decir, para remunerar a los accionistas por diferentes vías que no son el pago de dividendos. Estas vías pueden suponer más ventajas, tanto para las empresas como para los inversores. Veámoslas a continuación.

5) Ampliaciones de capital liberadas

Algunas empresas no quieren o no pueden repartir dividendos a sus accionistas. En muchos casos porque no se tiene suficiente dinero líquido o porque el negocio genera pérdidas tales que, si se repartiera el dividendo, se pondría en peligro la supervivencia a medio plazo de la empresa. En otros casos no se quiere pagar dividendos porque la empresa considera que tiene proyectos de inversión más interesantes que los que podría afrontar el accionista con el dinero recibido por medio de los dividendos.

De esta manera, el propietario de acciones posee la expectativa de venderlas más caras como única fuente de rentabilidad y, en definitiva, asume más riesgos.

Para casos como éstos existe una manera alternativa de retribuir al accionista: el dividendo en acciones o, lo que es lo mismo, la ampliación liberada de capital, en la que los “dividendos” se cobran en acciones propias liberadas (gratuitas) que consisten en la entrega de acciones de manera parcial o totalmente gratuita por parte de la empresa con cargo a reservas.

En este tipo de operaciones no se mueve dinero en la empresa (ni entra ni sale); únicamente cambia su nombre: lo que antes se denominaba *reservas* (que en general recoge las ganancias que históricamente ha ido generando la empresa y que no han sido repartidas) pasa a denominarse *capital*. Con este cambio de nombre la empresa emite nuevas acciones, pero como realmente no ha habido ningún movimiento de dinero, el valor de la empresa continúa siendo exactamente el mismo. Y el mercado se encarga de reflejarlo reduciendo la cotización de cada acción, de manera que el total continúa valiendo lo mismo. Si, por ejemplo, una empresa lleva a cabo una ampliación liberada emitiendo una acción nueva por cada diez acciones antiguas, la cotización de la acción bajará un 10% ($1 * 100 / 10$). En definitiva, el accionista que antes tenía 10 acciones hoy tendrá 11 y su inversión total continuará valiendo lo mismo.

Como en cualquier ampliación de capital, en este tipo de operaciones se generan unos derechos de suscripción (también llamados derechos de asignación) preferente antes de la emisión de las nuevas acciones; estos derechos cotizan en bolsa y tienen como finalidad impedir que, a causa de la ampliación, los accionistas antiguos pierdan parte de su propiedad en la empresa.

Si el accionista antiguo opta por ejercitar sus derechos y recibir las nuevas acciones, efectivamente, su situación es exactamente la misma que la inicial. Sin embargo, si opta por vender los derechos de suscripción, ingresa un dinero y, en paralelo, su parte de la compañía se ve reducida (se reduce su porcentaje de propiedad de la empresa, que pasa a ser del comprador de los derechos). En definitiva, vender los derechos en una ampliación liberada es equivalente a vender parte de las acciones sin que se produzca una ampliación: recibimos un dinero y reducimos nuestra propiedad de la empresa.

Dividendo flexible

A esta forma de retribución al accionista se la ha llamado *dividendo flexible* o *scrip dividend*, en inglés. En los últimos años, ha sido empleada por muchas empresas del IBEX 35, y en ciertos casos ha sido una forma de remuneración complementaria al dividendo tradicional.

Esta operación presenta ventajas tanto para la empresa, como para los accionistas.

- Con respecto a las ventajas para las empresas, hemos de decir que les permite cumplir el compromiso del reparto de dividendos sin comprometer su tesorería, además de reinvertir los beneficios.

Además, las empresas pretenden también aprovecharse de una cierta miopía en el mercado para favorecer al antiguo accionista. Se trata de realizar ampliaciones de capital liberadas en proporciones mínimas: si por ejemplo se emite una acción nueva por cada cien antiguas, la cotización del valor debería caer un 1%..., una variación que está dentro de la fluctuación lógica en un día cualquiera de negociación, con lo cual desde la empresa se espera que el mercado haga la "vista gorda" y no corrija la cotización. Si ocurre así, efectivamente, el antiguo accionista sale ganando con la operación.

6) La división del valor nominal de las acciones o split de acciones

Consiste en la **reducción del valor nominal** de las acciones, hecho que produce un aumento simultáneo del número de acciones en circulación, de manera que la cifra de reservas y de capital social no varían.

Este cambio repercute sobre el número de acciones totales y, por lo tanto, sobre el cálculo de varios ratios, como la del beneficio por acción (BPA) y del dividendo por acción (DPA). También se provoca un efecto sobre el precio de la acción, dado que la división de acciones supone una liquidez mayor en las acciones que puede hacer aumentar la demanda y, consecuentemente, puede provocar el aumento del precio.

La empresa Apple, por ejemplo, en su historia lleva realizados 4 *splits*. El precio de la acción ha llegado a alcanzar casi los 1.000 dólares y gracias al incremento del número de acciones ha bajado por debajo de los 100. Esto ha permitido que los pequeños inversores puedan incorporar acciones de esta compañía (con el *split* más "baratas") a sus carteras.

A veces, también nos encontramos en el mercado la operación contraria al *split* o *contra-split*. Se trata de una operación contraria al desdoblamiento y con ella se pretende, en el caso de una empresa cotizada con un número elevado de acciones y con una cotización muy baja, eliminar la volatilidad que se produce cuando la variación de una única unidad en el precio produce variaciones porcentuales muy elevadas. Por ejemplo, si una acción cotiza a 10 céntimos, un aumento de precio de un único centavo supone un incremento porcentual del 10%.

7) La recompra de acciones propias

Las empresas pueden comprar sus propias acciones (siempre que no se supere el porcentaje del 10% del capital social y del 5% si la empresa cotiza en bolsa) para después amortizarlas, revenderlas o entregarlas gratuitamente a sus accionistas con la finalidad de remunerar a los propietarios.

5. La política de dividendos y la pequeña y mediana empresa (pyme)

La política de dividendos que suele seguir la pequeña y mediana empresa (pyme) suele ser muy diferente de la que sigue la gran empresa. Este tipo de empresa, sobre todo si se trata de una empresa familiar, no suele tener la costumbre de repartir ganancias a los socios con el fin de fortalecer al máximo el patrimonio empresarial.

¿Cuáles son las razones que llevan a las pymes a esta actuación con los dividendos?

En primer lugar, muchas de estas empresas suelen estar en fase de rápido crecimiento, con lo cual los fondos para financiar las inversiones proyectadas y los aumentos de capital de trabajo son escasos.

En segundo lugar, suele ser un tipo de empresa que tiene dificultades para acceder a la financiación por medio del mercado de valores y que ha de soportar más exigencias en el mercado bancario, con lo cual depende en gran medida de la financiación interna para crecer, en detrimento del reparto de ganancias.

En tercer lugar, la mayor parte de estas empresas suele tener la propiedad concentrada en una sola persona o en un grupo reducido de personas; por lo que la política de dividendos suele reflejar las preferencias de ingresos de estas personas.

6. La política de dividendos en la práctica: evidencia empírica

Hacia los años cincuenta (época dorada de las finanzas modernas, como podéis comprobar), **John Lintner** realizó una serie de entrevistas a directivos de empresas sobre las políticas de dividendos que seguían. El resultado se puede resumir en cinco puntos clave:

- 1) Las empresas se marcan un valor objetivo de la ratio de distribución (*payout ratio*) a largo plazo, al cual se suelen ajustar.
- 2) Además, “alisan” los dividendos a lo largo del tiempo. Dicho de otra manera, los directivos prefieren ir aumentando ligeramente el volumen de dividendos repartidos aunque el aumento de las ganancias sea bastante importante. Esto es así para evitar posibles recortes futuros de los dividendos en períodos en los que las ganancias obtenidas sean menores de las esperadas.
- 3) La decisión de reparto se centra en un dato clave: la suma de dividendos repartidos en años anteriores.
- 4) Los directivos se muestran contrarios a efectuar cambios en la política de dividendos que después deban ser revisados. En particular, se preocupan de tener que anular un incremento de dividendos.
- 5) La tasa de reparto de dividendos se diferencia entre las empresas, sobre todo por el diferente grado de crecimiento, de endeudamiento y de riesgo económico que poseen, de manera que las empresas maduras con menor crecimiento, menos endeudadas y con beneficios estables suelen repartir una proporción de dividendos elevada; y, al contrario, las empresas más jóvenes, en crecimiento, más endeudadas y con más riesgo económico suelen repartir dividendos en una proporción menor o nula.

En definitiva, las empresas que suelen seguir políticas de dividendos estables y de más porcentajes de reparto suelen ser las mejor valoradas por los inversores, tanto institucionales como individuales, y las que suelen formar parte de sus carteras de valores más frecuentemente.

Los factores que los estudios empíricos han encontrado más influyentes sobre la decisión de dividendos son los siguientes:

- **El entorno.** Nos referimos a los factores económicos, institucionales, financieros y fiscales sobre los que la empresa no tiene control.

- **El sector.** La práctica del sector influye en la política de dividendos, ya que los directivos no quieren alejarse de la estrategia estándar seguida para salvaguardar su puesto de trabajo.
- **La rentabilidad económica.** Una vez satisfechos todos los compromisos con los acreedores y con Hacienda, determina la capacidad de autofinanciación y la capacidad para distribuir dividendos.
- **El crecimiento.** Las oportunidades de crecimiento se relacionan con una menor capacidad para generar flujos de libre disposición y, consiguientemente, con un menor reparto de dividendos.
- **La política de retención de beneficios.** Determina el volumen de fondos internos de la empresa y las necesidades de acudir a la financiación externa. Se ha observado, además, la preferencia de la directiva por los beneficios retenidos.
- **La estabilidad de los beneficios.** Suele suponer dividendos más elevados.
- **El acceso y el coste de las diferentes fuentes de financiación.** También determinan el reparto de dividendos, de manera que las empresas que tengan un acceso mayor a diferentes fuentes de financiación y que soporten unos costes menores serán las que con más probabilidad repartirán dividendos más elevados.
- **La liquidez.** Una liquidez mayor implica una capacidad real también mayor para llevar a cabo el pago de dividendos.
- **El dividendo pagado con anterioridad.** Como hemos comentado más arriba, los directivos suelen preferir una política de dividendos estable.

Resumen

En este módulo se han tratado los aspectos principales siguientes:

- 1) La política de dividendos de la empresa.
- 2) La valoración de una empresa.
- 3) La tributación de los dividendos/ganancias de capital de los accionistas.
- 4) Los costes de agencia.
- 5) Los costes de asimetría informativa.

En primer lugar, se ha visto cómo la política de dividendos que debe adoptar la empresa –que pasa por decidir el nivel de ganancias para repartir entre los accionistas– ha de considerar las repercusiones sobre su valor.

Respecto a esto, se han desarrollado varios modelos que explican los efectos de la decisión de dividendos sobre el valor de la empresa. Estos modelos son:

- 1) El modelo de Modigliani y Miller.
- 2) El modelo de Gordon-Shapiro.
- 3) El modelo que considera el efecto impositor.
- 4) El modelo del equilibrio estático y el efecto de los costes de agencia.
- 5) El modelo que considera el efecto de la asimetría informativa: el modelo informativo y el del orden jerárquico.

Finalmente, hemos constatado que en la práctica las empresas pueden adoptar políticas de dividendos de varios tipos, y que se diferencian bastante las políticas de las pymes de las políticas de las grandes empresas. Asimismo, también se ha visto que la política aplicada suele depender de una serie de variables, como son el entorno, el sector de actividad, la rentabilidad económica, el crecimiento y la política de retención, entre otras.

Ejercicios de autoevaluación

Ejercicio 1

Se conocen los datos siguientes de una empresa que no tiene deuda:

Concepto	
Beneficio neto (BN)	8.300
Fondos propios a valor contable (RP)	45.000
Coste de capital propio (k_p)	16,50%
Ratio de distribución ($1 - b$)	25%

Mediante el modelo de Gordon-Shapiro, determinad:

- El valor de mercado de la empresa.
- El valor de mercado en el caso de que la empresa decida modificar la política de dividendos pasando de una ratio de distribución del 25 al 65%.
- El valor de mercado en el caso de que la empresa decida modificar la política de dividendos pasando de una ratio de distribución del 25 al 15%.
- Comentad los resultados obtenidos en las tres situaciones anteriores.

Ejercicio 2

Los datos contables de una empresa no endeudada son los siguientes:

Concepto	Año 1	Año 2
Recursos propios (RP)	15.000	15.900
Beneficio neto (BN)	1.200	1.272

Teniendo en cuenta que tanto la rentabilidad financiera como la ratio de distribución son constantes a lo largo del tiempo y que no se ha realizado ninguna ampliación de capital, se pide lo siguiente:

- Determinad la rentabilidad financiera (r_F), la tasa de retención de beneficios (b) y la tasa de crecimiento (g).
- Determinad, con la ayuda del modelo de Gordon-Shapiro, el valor de los fondos propios (P) teniendo en cuenta que la tasa de actualización (k_p) del año 2 es del 7,59%. ¿Qué pasaría si la tasa de actualización (k_p) del año 2 fuera del 9,18%? Comparad y comentad los resultados.

Ejercicio 3

Según el modelo de Gordon-Shapiro, el valor de mercado de los fondos propios de una empresa no endeudada viene determinado por:

$$P = \frac{BN(1 - b)}{k_p - r_F b}$$

Donde BN es la ganancia neta del momento 1, $b = \frac{\text{Ganancias retenidas}}{\text{Ganancias}} = 1 - \text{ratio de distribución}$ = $1 - \delta$, k_p es el coste de capital propio de la empresa (tasa a la que el mercado actualiza los flujos de caja futuros), y r_F es la rentabilidad financiera.

Esta rentabilidad la podemos definir como $r_F = \frac{BN}{RP}$, donde RP es el valor de los fondos propios según el balance.

Se pide:

Bajo qué condiciones el valor de mercado de los fondos propios (P) coincide con los RP. Razonad el resultado. Para resolverlo, podéis simular diferentes situaciones dando diferentes valores a los parámetros de la fórmula y evaluando cuándo se cumple $RP = P$.

Ejercicio 4

Responded **verdadero** o **falso** a cada una de estas preguntas:

- Según el modelo de Gordon-Shapiro, la tasa de reparto de dividendos ($1 - b$) tiene un efecto mayor sobre el valor de mercado de las acciones cuanto mayor sea el diferencial que se da entre la rentabilidad financiera generada por la empresa y el rendimiento exigido por los accionistas ($r_F - k_p$).

- b) Según Modigliani y Miller, un aumento de la ratio de distribución no tiene ningún efecto en el precio de mercado de las acciones, mientras que en el modelo de Gordon-Shapiro un aumento de la ratio de distribución siempre supone un aumento del precio de los títulos.
- c) Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, un reparto mayor de dividendos provoca un aumento del valor de la empresa.
- d) Desde el enfoque de la teoría de la información, una política de dividendos restrictiva (menor reparto de dividendos) es vista por el mercado como una señal informativa negativa; lo cual conlleva la disminución del valor de la empresa.
- e) Según la teoría del orden jerárquico, la política de dividendos es fundamental en la empresa, dado que, una vez aplicada, determina los flujos excedentes que quedan libres para llevar a cabo los proyectos de inversión futuros, derivados de las necesidades de crecimiento de la empresa.
- f) La política de dividendos en la práctica empresarial se ha constatado que se caracteriza por ser errática e independiente de la de los años previos; de manera que suele ser difícil acertar la postura que adoptará la empresa en el futuro.

Ejercicio 5

1) En mercados perfectos y según los postulados de Modigliani i Miller (MM), al aumentar el *pay-out ratio*, el precio de las acciones:

- a) Subirá.
- b) Bajará.
- c) No experimentará ningún cambio.
- d) El modelo de MM se pronuncia sobre la estructura de capital y no sobre la política de dividendos.

2) Según el modelo de valoración de acciones de Gordon-Shapiro, al incrementar la tasa de retención de beneficios, el valor de les acciones aumentará, siempre y cuando:

- a) La rentabilidad del capital propio (r_F) sea superior a su coste (k_P).
- b) La rentabilidad del capital propio (k_P) sea inferior a su coste (k_P).
- c) El *pay-out ratio* sea superior al 50%.
- d) El *pay-out ratio* sea inferior al 50%.

3) Según la teoría de señales, un incremento en la retribución al accionista conllevará:

- a) Un aumento del precio de las acciones, ya que supone unas buenas perspectivas de beneficios futuros.
- b) Una disminución del precio de las acciones, ya que el mercado prevé una caída de las oportunidades de inversión.
- c) Del mismo modo que MM, la teoría de señales no influye en el precio de las acciones.
- d) Ninguna de las anteriores.

4) Conforme a la *pecking order theory* o *teoría del orden de jerarquía*:

- a) La política de dividendos es residual a la política de inversión.
- b) La empresa repartirá más o menos dividendos en función de las oportunidades de inversión.
- c) En periodos de menor gasto en inversiones, los dividendos aumentan.
- d) Todas las anteriores son correctas.

5) El pasado viernes, las acciones de PERA, SA han cerrado a 1.000 euros. La empresa, a fin de llegar a los pequeños inversores, ha decidido hacer un *split* en una proporción de 10 acciones nuevas x 1 antigua. El próximo lunes el precio de salida al mercado de la acción será de (euros):

- a) 10
- b) 100
- c) 1.000
- d) 10.000

Solucionario

Ejercicio 1

a) Primero hemos de tratar de aplicar la fórmula de Gordon-Shapiro siguiente:

$$P = \frac{BN(1-b)}{k_p - r_f b}$$

en la situación en la que la empresa reparte unos dividendos del 25%.

El único dato que nos falta es la tasa de retención de ganancias que resulta: $b = 1 - \text{ratio de distribución} = 1 - a = 1 - 0,25 = 0,75$, y la rentabilidad financiera, que calculamos de la manera siguiente:

$$r_f = \frac{BN}{RP} = \frac{8.300}{45.000} = 0,1844$$

Finalmente, llegamos al cálculo del valor de la empresa:

$$P = \frac{8.300(1-0,75)}{0,1650 - 0,1844 \cdot 0,75} = 77.715,36 \text{ u.m.}$$

b) Ahora analizamos el caso en el que la empresa reparte un dividendo del 65%.

La tasa de retención de ganancias que resulta es $b = 1 - \text{ratio de distribución} = 1 - 0,65 = 0,35$, y la rentabilidad financiera es la misma que en el apartado anterior.

$$P = \frac{8.300(1-0,35)}{0,1650 - 0,1844 \cdot 0,35} = 53.711,28 \text{ u.m.}$$

c) Caso en el que la empresa reparte dividendos del 15%.

La tasa de retención de ganancias que resulta es $b = 1 - \text{ratio de distribución} = 1 - 0,15 = 0,85$, y la rentabilidad financiera es la misma que en el apartado anterior.

$$P = \frac{8.300(1-0,85)}{0,1650 - 0,1844 \cdot 0,85} = 151.418,92 \text{ u.m.}$$

d) En los tres casos observados se ha dado la circunstancia de que la rentabilidad de la empresa ($r_f = 0,1844$) ha sido superior a la del mercado ($K_p = 0,1650$), con lo cual se ha cumplido la condición de que los accionistas prefieren renunciar a recibir dividendos, dado que el mismo dinero invertido en la empresa produciría más rentabilidad. Este razonamiento explica el porqué del aumento del valor de mercado cuando se reduce el reparto de dividendos, como se realiza en los diferentes apartados a, b y c.

Ejercicio 2

a) Al tratarse de una empresa no endeudada, la rentabilidad de los accionistas coincide con la rentabilidad de los activos. Además, como esta rentabilidad se mantiene constante a lo largo del tiempo, debe coincidir la del año 1 con la del año 2, por lo tanto:

$$r_f = \frac{BN}{RP} = \frac{1.200}{15.000} = \frac{1.272}{15.900} = 0,08$$

En cuanto a la tasa de retención de ganancias, el enunciado no nos proporciona ni los dividendos ni los beneficios retenidos, pero estos últimos los podemos deducir a partir del incremento del valor contable de los recursos propios:

$$\text{GANANCIA RETENIDA (BR)} = RP_{\text{any2}} - RP_{\text{any1}} = 15.900 - 15.000 = 900$$

A partir de estas ganancias retenidas (BR), podemos hallar la tasa de retención:

$$b = \frac{BR}{BN} = \frac{900}{1.200} = 0,75$$

Finalmente, encontramos la tasa de crecimiento:

$$g = b \cdot r_f = 0,75 \cdot 0,08 = 0,06$$

b) Planteamos la fórmula del modelo de Gordon-Shapiro para calcular P :

$$P = \frac{BN(1-b)}{k_p - r_f b} = \frac{1.272(1-0,75)}{0,0759 - 0,08 \cdot 0,75} = 20.000 \text{ u. m.}$$

$$P = \frac{BN(1-b)}{k_p - r_f b} = \frac{1.272(1-0,75)}{0,0918 - 0,08 \cdot 0,75} = 10.000 \text{ u. m.}$$

En el caso en el que la rentabilidad que obtienen los accionistas en el mercado (K_p) es menor que la rentabilidad que se obtiene en la empresa (r_f), una política de dividendos restrictiva (elevada tasa de retención de ganancias) –como es el caso que nos ocupa– crea valor para la empresa (el valor de mercado de las acciones es mayor que el contable).

Por contra, en el caso contrario, el valor de mercado de los recursos propios disminuye por debajo incluso del valor contable.

Ejercicio 3

Resolvemos el ejercicio de manera genérica. Para ver la relación entre RP y P , debemos establecer una relación entre los dos valores. Esta relación la establecemos a partir del hecho de que $r_f \cdot RP = BN$, entonces sustituyendo el valor en la fórmula, tenemos lo siguiente:

$$P = \frac{r_f RP(1-b)}{k_p - r_f b}$$

Así, dividiendo por RP : $\frac{P}{RP} = \frac{r_f(1-b)}{k_p - r_f b}$; $P = RP$ si $\Rightarrow r_f(1-b) = k_p - r_f b$, donde $r_f = k_p$.

Conclusión: el valor en libros de los fondos propios de una empresa coincide con su valor de mercado siempre que la rentabilidad de la inversión coincida con el coste de capital propio (rentabilidad exigida = rentabilidad obtenida), independientemente de la política de dividendos que siga.

Ejercicio 4

a) Según el modelo de Gordon-Shapiro, la tasa de reparto de dividendos ($1-b$) tiene un efecto mayor sobre el valor de mercado de las acciones cuanto mayor sea el diferencial que se da entre la rentabilidad financiera generada por la empresa y el rendimiento exigido por los accionistas ($r_f - k_p$).

Falso. Cuando la rentabilidad generada por la empresa para sus accionistas supera el coste de los fondos propios, o rentabilidad que potencialmente podrían conseguir los accionistas por inversiones de riesgo parecido al de la empresa, entonces los accionistas prefieren renunciar al reparto de dividendos y reinvertir los beneficios en la empresa. Por lo tanto, una tasa de reparto de dividendos más elevada tiene un efecto negativo sobre el valor de mercado de las acciones.

b) Según Modigliani y Miller, un aumento de la ratio de distribución no tiene ningún efecto en el precio de mercado de las acciones, mientras que en el modelo de Gordon-Shapiro un aumento de la ratio de distribución siempre supone un aumento del precio de los títulos.

Falso. Es verdad a medias y las verdades a medias son mentiras. Según Modigliani y Miller, la política de dividendos no afecta al valor de mercado de las acciones, por lo tanto la primera frase es cierta. No lo es la segunda: en el modelo de Gordon-Shapiro un aumento de la ratio de distribución (ã) puede llevar a un aumento del precio de las acciones o a una disminución, dependiendo de los valores de k_p y de r_f . Si, por ejemplo, $k_p < r_f$ un aumento de ã conduce a una disminución del precio.

c) Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, un reparto mayor de dividendos provoca un aumento del valor de la empresa.

Cierto. Este enfoque considera que repartir una proporción mayor de dividendos disminuye los costes de agencia entre directivos y accionistas, de manera que el valor de la empresa aumenta.

d) Desde el enfoque de la teoría de la información, una política de dividendos restrictiva (menor reparto de dividendos) es vista por el mercado como una señal informativa negativa; lo cual supone la disminución del valor de la empresa.

Cierto. Una disminución del reparto de dividendos señala, según el mercado, que la empresa no espera generar suficientes flujos de caja en el futuro para poder superar los actuales, lo cual lleva al empeoramiento de la situación de la empresa y a la disminución de su valor.

e) Según la teoría del orden jerárquico, la política de dividendos es fundamental en la empresa, dado que, una vez aplicada, determina los flujos excedentes que quedan libres para llevar a cabo los proyectos de inversión futuros, derivados de las necesidades de crecimiento de la empresa.

Falso. La teoría del orden jerárquico considera la política de dividendos residual en las necesidades de inversión de la empresa, de manera que las ganancias que se reparten varían en función de las necesidades, hecho que evita, en la medida de lo posible, recurrir a la financiación externa.

f) La política de dividendos en la práctica empresarial se ha constatado que se caracteriza por ser errática e independiente de la de los años previos; de manera que suele ser difícil acertar la postura que adoptará la empresa en el futuro.

Falso. Al contrario, se ha visto que las empresas suelen marcarse un objetivo de dividendos que se han de alcanzar a largo plazo y que no suelen diferir, en exceso, la política seguida de un año al siguiente, con el fin de evitar cambios bruscos.

Ejercicio 5

- 1) C
- 2) A
- 3) A
- 4) D
- 5) A

Bibliografía

Arruñada, B. (1990). *Economía de la empresa, un enfoque contractual*. Barcelona: Ariel Economía.

Brealey, R. A.; Myers, S. C. (2003). *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid. McGraw-Hill.

Fernández, M. y otros (1991). *Dirección financiera de la empresa*. Madrid: Pirámide.

Mascareñas, J.; Lejarriaga, G. (1993). *Análisis de la estructura de capital de la empresa*. Madrid: Eudema.

Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. F. (1995). *Finanzas Corporativas*. Irwin.

