

# RENTABILIDAD Y POLITICA DIVIDENDOS

Prof. Jairo Orozco Torres

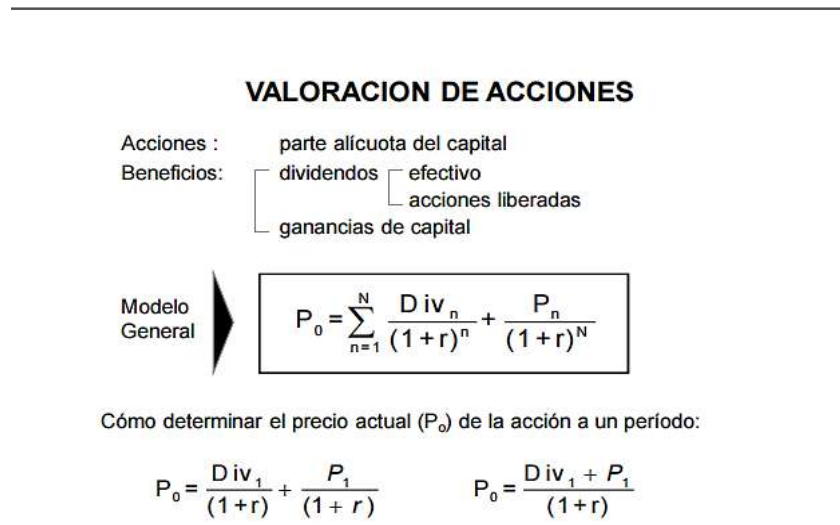
## ¿Qué es la política de dividendos?

La política de dividendos de una empresa consiste el reparto del beneficio después de impuestos que ha obtenido durante su último ejercicio contable. De manera general, la empresa puede optar por dos soluciones que son:

- Guardar este beneficio en forma de reservas
- Distribuir este beneficio a los accionistas en forma de dividendos.

Como parte del beneficio, un dividendo es la retribución del poseedor de una acción a cambio de su inversión en la empresa. El importe de los dividendos recibidos por un accionista es proporcional al número de acciones que tiene. Así se plantea una decisión estratégica muy importante para la empresa que debe elegir entre dos alternativas opuestas. El beneficio guardado en reservas podría favorecer la autofinanciación de nuevos proyectos o simplemente aumentar la tesorería. Pero los accionistas tienen expectativas de retorno sobre el capital invertido, que la empresa debe también satisfacer si quiere mantener una relación de confianza.

El principal reto de una empresa al momento de fijar su política de dividendos es entonces encontrar el buen equilibrio entre la retención del beneficio, y la retribución de los accionistas mediante este mismo beneficio.



## Proceso de pago de dividendo

A continuación, vamos a detallar las diferentes etapas en el proceso de pago de dividendo.

- 1) A la fecha de declaración, el consejo de administración de la empresa anuncia la cantidad y la fecha del próximo dividendo que se distribuirá. Generalmente, la fecha de declaración adelanta de algunos meses la fecha sin dividendo.
- 2) La fecha sin dividendo (o fecha ex-dividendo) es la fecha límite a partir de la cual el poseedor de una acción tiene derecho al dividendo. Si una acción está comprada este día o durante los días siguientes, el comprador no tiene derecho a recibir el próximo dividendo. Generalmente, a esta fecha la cotización de la acción disminuye por el importe del dividendo distribuido. La fecha sin dividendo adelanta de dos días la fecha de registro.
- 3) La fecha de registro representa la fecha a la cual los accionistas que tienen derecho al dividendo están oficialmente registrados por la empresa. 4) Y finalmente la fecha de pago llega cuando los accionistas registrados reciben el dividendo. Generalmente, el pago se efectúa el día siguiente a la fecha de registro.

# RENTABILIDAD Y POLITICA DIVIDENDOS

Prof. Jairo Orozco Torres

## Diferentes políticas de dividendo

El pago de un dividendo en efectivo es el medio más común para retribuir a los accionistas. En la práctica, las empresas pueden usar de diferentes métodos para intentar satisfacer lo más posible tanto las expectativas de los accionistas como las necesidades del propio negocio.

De manera general, el consejo de administración define una política específica, e intenta mantenerla en el tiempo. A continuación, vamos a ver cuáles son las diferentes posibilidades que se pueden proporcionar a las empresas.

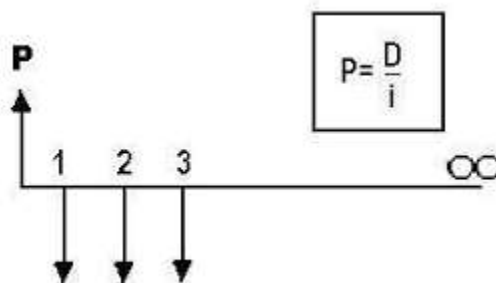
La distribución de la totalidad de los beneficios de una empresa en forma de dividendo es una sugerencia emitida por Rubner (1966). Esta sugerencia se basa en una idea básica, la cual es que los accionistas solo desean los dividendos. En la práctica las empresas como los accionistas no eligen esta opción. En efecto esto podría perjudicar mucho la capacidad de autofinanciación, y además la fiscalidad no favorece esta distribución total de los beneficios.

## La ausencia de distribución de dividendo

En 1969, Clarkson y Elliot sugieren que la distribución de dividendos es un "lujo" que ni las empresas, ni los accionistas, se pueden permitir. A causa de la fiscalidad y de los costes de transacción, es mejor para las empresas guardar los beneficios que distribuirlos a los accionistas en forma de dividendos que serían reducidos por el importe de los impuestos. Pero en la práctica, es muy raro que las empresas retengan todos los beneficios sin retribuir los accionistas.

## Una proporción fija vs. Un dividendo constante

Una política de dividendos estable puede consistir en elegir una de estas dos opciones: distribuir los dividendos según un pay-out constante en el tiempo o distribuir un dividendo fijo de un año a otro. El pay-out representa el porcentaje del beneficio neto de que se distribuye en forma de dividendos. Las empresas pueden decidir retribuir a sus accionistas según un pay-out constante. Como los beneficios son variables de un año a otro, los dividendos distribuidos lo serán también. Si las empresas realizan muchos beneficios los accionistas recibirán más dividendos; y al contrario si los resultados están de baja los accionistas verán su retribución disminuir.



Las empresas pueden también decidir fijar un dividendo que se reparte cada año. No importan los resultados, los accionistas recibirán siempre el mismo dividendo por acción. Los años en que los beneficios son elevados las empresas retendrán el excedente en sus reservas; que podrán servir a pagar los dividendos los años en que las ganancias no son suficientes. Así las reservas sirven de bolsa compensatoria entre periodos prósperos y otros menos favorables. Las empresas suelen adaptar esta

## RENTABILIDAD Y POLITICA DIVIDENDOS

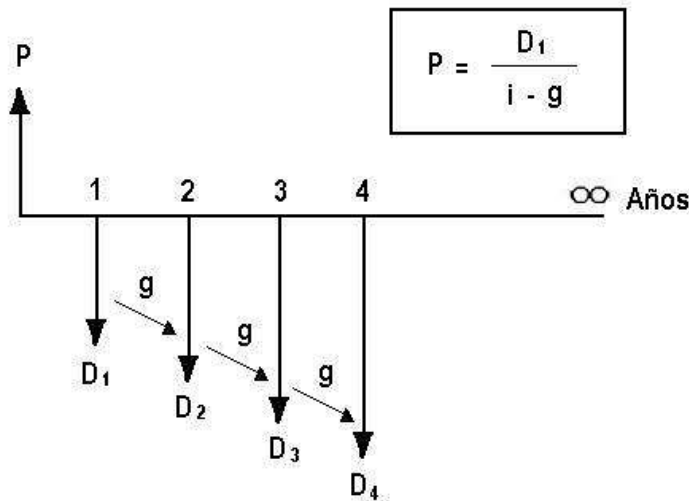
*Prof. Jairo Orozco Torres*

política de dividendo fijo ofreciendo un pequeño dividendo “ordinario” más un dividendo “extraordinario” si los resultados del año son buenos.

Esta política aparece como más segura para la empresa. Pero en realidad, después de varios años consecutivos de distribución de dividendo “extraordinario”, los accionistas tienden a considerar que esto es parte normal de su retribución y pueden emitir dudas sobre la gestión de su empresa cuando no se distribuye el dividendo “extraordinario”.

### Un dividendo variable

En esta situación, las empresas no tienen una política de dividendos bien definida. No hay planificación y las empresas deciden de la distribución o no-distribución de dividendos cada año en función de sus resultados. Las empresas que utilizan esta política suelen ser empresas jóvenes o las que todavía no han logrado adquirir una estabilidad en su mercado y frente a la competencia.



### El dividendo como residuo

La teoría de los dividendos residuales incita a las empresas a retribuir sus accionistas una vez y solo cuando hayan (auto) financiado sus inversiones. Una vez que las empresas han satisfecho sus necesidades de financiación, el resto del beneficio no invertido por se puede repartir en dividendos. En este caso, el pago de dividendos se convierte en un residuo pasivo.

Entonces, el importe pagado por las empresas en forma de dividendos puede variar de un año a otro en función de las oportunidades de inversión que encuentran. Si las oportunidades de inversión son numerosas, distribuirán pocos dividendos; y si hay pocas oportunidades de inversión, los accionistas recibirán más dividendos.

Pero las empresas no pueden retener los beneficios, totalmente o parcialmente, sin el acuerdo de sus accionistas. Por eso, las inversiones deben tener una rentabilidad superior al coste de capital (rendimiento exigido por los accionistas). Así, a los accionistas les podría resultar más interesante no recibir dividendos si la retención sirve para financiar inversiones que podrían luego revalorizar su patrimonio. En el caso de que los accionistas necesitan liquidez, siempre pueden vender sus acciones realizando una posible plusvalía.

# RENTABILIDAD Y POLITICA DIVIDENDOS

Prof. Jairo Orozco Torres

Entonces, para ser efectiva, la teoría de los dividendos residuales debe cumplir las siguientes condiciones:

- Las empresas determinan y mantienen constante la estructura de capital (ratio de endeudamiento) para sus futuros proyectos de inversiones
- Las empresas deben invertir solo si el valor actualizado de sus inversiones es positivo, y sobre todo superior a su coste de capital.
- La financiación de los nuevos proyectos procede de los fondos propios, utilizando en primer lugar la financiación interna, y después vía la emisión de nuevos títulos si esto no es suficiente. La prioridad de los beneficios retenidos se explica especialmente por los diferentes costes de emisión que existen en el mercado, que las empresas tienen que pagar para emitir nuevos títulos.
- Si queda dinero después de las inversiones, las empresas distribuyen estos fondos restantes en forma de dividendos.

## Relevancia en la determinación de los retornos futuros

Modigliani y Miller (1961) sugirieron que si los mercados de capitales fuesen imperfectos y existiesen asimetrías informativas, los directivos anunciarían dividendos con el objeto de acercar las expectativas de mercado a las previsiones sobre beneficios futuros de la empresa.

Fernández (1999) justifica el empleo de dividendos frente a otras decisiones financieras, tales como el anuncio de inversiones o el cambio en el nivel de endeudamiento, argumentando que el empleo de dividendos, al ser los dividendos una decisión periódica, impide ocultar malas noticias, limitándose de esta manera su uso para transmitir información falsa al mercado, ya que si se produce un intento de engañar al mercado únicamente podría mantenerse a corto plazo.



## Valuación de acciones

Acciones preferentes:

$$P_0 = D / r$$

Acciones comunes:

$$P_0 = (D_1 + P_1) / (1 + r)$$

- Crecimiento constante del dividendo:

$$P_0 = D_0 \times (1 + g) / (r - g) = D_1 / (r - g)$$

- Cálculo de g:

$$\text{Tasa retención} = 1 - \text{tasa reparto}$$

$$\text{ROE} = \text{UPA} / \text{Capital contable}$$

$$g = \text{Tasa retención} \times \text{ROE}$$

