



POLITICA DE DIVIDENDOS

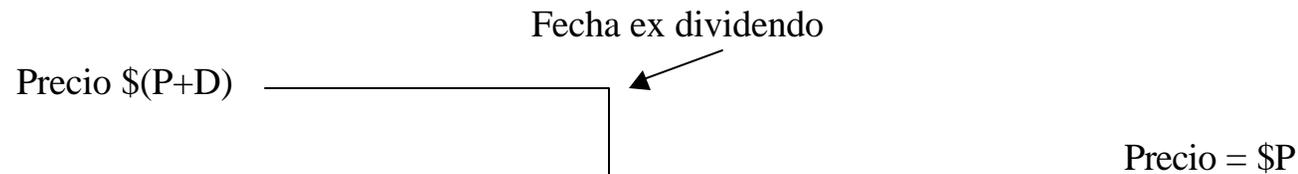
I CÓMO SE PAGAN LOS DIVIDENDOS

A DIVIDENDOS EN CAJA

1. Los dividendos en caja se declaran en una junta de directores en la fecha de declaración.
2. Un dividendo regular es el nivel que la junta espera se mantenga en el futuro. Un dividendo especial o extra es aquel que es improbables que se repita.
3. Los dividendos se pagan en la fecha de pago a todos los accionistas registrados al momento de la fecha de cierre, la cual es usualmente 15 días antes de la fecha de pago.
4. Para ser un accionista registrado se debe haber comprado la acción antes de la fecha "ex-dividendo", la cual es cinco días hábiles antes del cierre.

| | | | | |
|-----------------------------|----------------------------|---------------------------|------------------------|----------------------|
| Agosto 14 | Agosto 25 | Agosto 26 | Septiembre 1 | Septiembre 15 |
| <u>Fecha de declaración</u> | <u>Fecha con dividendo</u> | <u>Fecha ex dividendo</u> | <u>Fecha de cierre</u> | <u>Fecha de pago</u> |

5. El precio de la acción debería caer en la cuantía del dividendo en la fecha ex-dividendo. Ello, porque la única diferencia entre la fecha "con dividendo" o "cum dividendo" y la fecha "ex-dividendo" es que la acción se negocia con el dividendo (\$D):



6. En la práctica, los acreedores pueden limitar o impedir el pago de dividendos hasta que la deuda no sea pagada. Por otra parte, la ley prohíbe que se repartan dividendos a cuenta del capital social de la empresa (valor nominal de las acciones en circulación).

B DIVIDENDOS EN ACCIONES Y DIVISION DE ACCIONES

1. Un **dividendo en acciones** consiste en distribuir acciones adicionales a los accionistas. El efectivo se deja en la empresa para realizar inversiones. Por ejemplo, un dividendo de un 10 por ciento en acciones debería entregar 1 acción por cada 10 que se posee.
2. Una **división de acciones** consiste en la emisión de acciones extra. No hay intercambio de caja, sólo hay un cambio en el número de acciones emitidas y su valor par (valor cara). Por ejemplo, si se declara una división en acciones de 3:1, se entregará tres acciones por cada acción que se posee.

3. Supongamos, por ejemplo, que una empresa ha emitido 2 millones de acciones valoradas en \$15 cada una. La empresa anuncia un **dividendo en acciones del 50%**. Esto es, cada accionista recibirá 1 acción nueva por cada 2 que posea. Por lo tanto, el número de acciones aumenta a 3 millones. Los activos de la empresa no han cambiado por esta transacción. Por lo tanto, el valor de cada acción es de \$10 ($=\$30 \text{ millones}/3 \text{ millones}$). Si se **dividen las acciones a la razón 3:2**, el efecto es el mismo. Cada accionista tiene un 50% más de acciones con el mismo valor global. Ahora cada acción valdrá \$10.

C RECOMPRA DE ACCIONES

1. Una recompra de acciones ocurre cuando una compañía le compra acciones a sus accionistas.
2. La recompra tiene el mismo efecto que el dividendo: la cantidad de caja se reduce y los accionistas, como un todo, tienen más dinero. El valor libro del capital se reduce en ambos casos. Veamos un ejemplo:

| Activos | | Pasivos y Capital | |
|-----------------------------------|----------------------------|-------------------|-----------|
| A. Balance original | | | |
| Caja | \$150.000 | Deuda | 0 |
| Otros activos | 850.000 | Capital | 1.000.000 |
| Valor de la firma | 1.000.000 | Valor de la firma | 1.000.000 |
| Número de acciones en circulación | 100.000 | | |
| Precio por acción | $\$1.000.000/100.000=\10 | | |

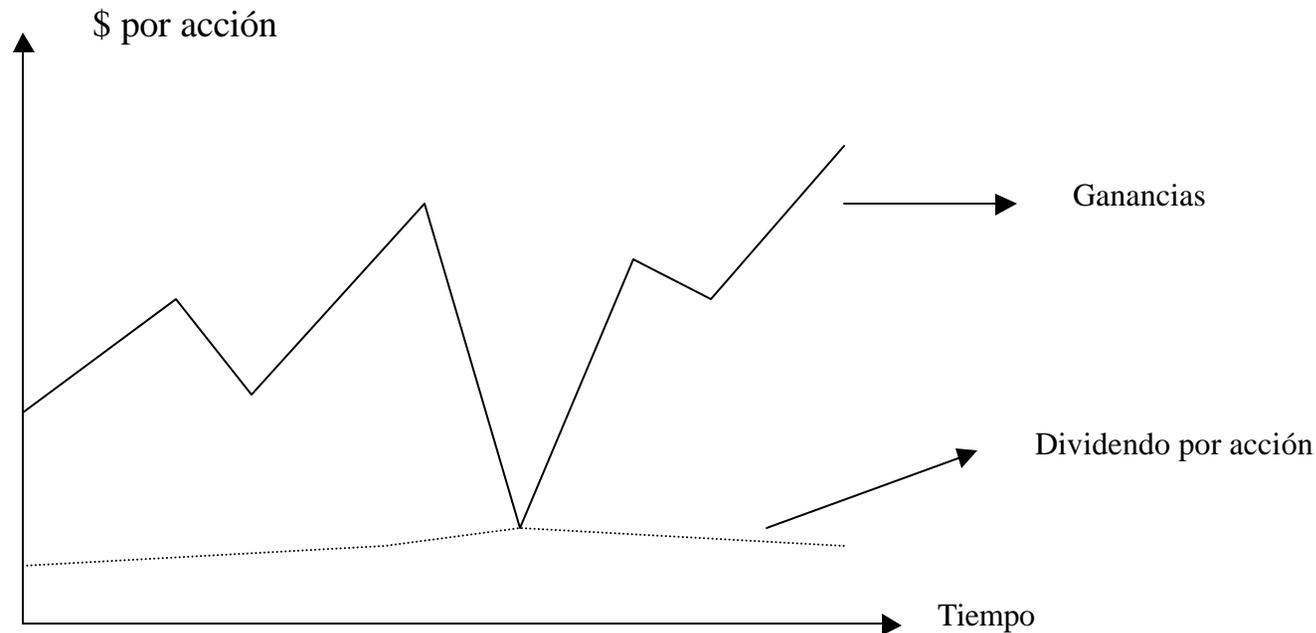
| Activos | | Pasivos y Capital | |
|---|-----------------------|-------------------|---------|
| B. Después de un dividendo en \$ | | | |
| Caja | \$50.000 | Deuda | 0 |
| Otros activos | 850.000 | Capital | 900.000 |
| Valor de la firma | 900.000 | Valor de la firma | 900.000 |
| Número de acciones en circulación | 100.000 | | |
| Precio por acción | \$900.000/100.000=\$9 | | |

| Activos | | Pasivos y Capital | |
|--|-----------------------|-------------------|---------|
| C. Después de una recompra de acciones \$ | | | |
| Caja | \$50.000 | Deuda | 0 |
| Otros activos | 850.000 | Capital | 900.000 |
| Valor de la firma | 900.000 | Valor de la firma | 900.000 |
| Número de acciones en circulación | 90.000 | | |
| Precio por acción | \$900.000/90.000=\$10 | | |

II CÓMO DECIDEN LAS EMPRESAS EL PAGO DE DIVIDENDOS

- A. De acuerdo a estudios de investigación, el pago de dividendos se determina de varias formas:
1. El negocio puede tener una tasa de dividendo de largo plazo predeterminada, la cual establece el porcentaje de las ganancias a ser pagado en dividendos.
 2. Los gerentes tienden a centrarse más en los cambios en los dividendos que en el nivel absoluto de éstos.
 3. Los cambios en los dividendos obedecen a las fluctuaciones de largo plazo del nivel de ganancias sostenible, y no a sus fluctuaciones de corto plazo.
 4. Los gerentes son reacios a hacer cambios en los dividendos que son probables de ser reversados en el futuro.

- B. Una tasa de dividendos constante implica que los dividendos varían en la medida que las ganancias fluctúen. Las empresas tienden a cambiar los dividendos de manera estable ante cambios **sostenibles** en las ganancias. Como resultado, los dividendos son más estables en el tiempo que las ganancias:



- C. Los prospectos de ganancias futuras son incorporados en la política de dividendos. Ganancias más altas tienden a proseguir a dividendos altos y ganancias más bajas a dividendos bajos.

III EL POR QUÉ LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DEBIERA SER IRRELEVANTE

A. ARGUMENTOS DE EFICIENCIA Y VALOR

1. Si los mercados son eficientes, la política de dividendos no debería afectar la riqueza de los accionistas. Suponiendo que el presupuesto de capital del negocio (aceptar todos los proyectos con un $VPN > 0$) y las decisiones de endeudamiento han sido hechos, el paso siguiente es determinar cómo aumentar el capital accionario: internamente, vía las ganancias destinadas al pago de dividendos, o externamente vía la venta de acciones.
2. La política de dividendos, para un presupuesto de capital y deuda **dados**, es una elección entre capital interno o pagar dividendos y usar capital externo.
3. Existen variadas opiniones acerca de cómo afecta la política de dividendos el valor de la empresa. Algunos piensan que ésta afecta el valor de la empresa, otros, al igual que la proposición de Modigliani y Miller (M&M), creen que la política de dividendos no tiene efecto sobre el valor de la firma y, por último, otros piensan que los dividendos imponen una mayor carga tributaria a los accionistas lo que, eventualmente, tendría un impacto negativo sobre su nivel de riqueza.

B. LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS ES IRRELEVANTE EN MERCADOS COMPETITIVOS

1. Si los mercados **competitivos** y **eficientes** existen, entonces la teoría de M&M sobre la irrelevancia de los dividendos es razonable. Dado un programa de inversión y una política de endeudamiento, la porción de capital para el financiamiento debe provenir de dentro de la empresa, vía utilidades retenidas, o de fuera de ella y a un costo bajo.
2. Si las utilidades retenidas exceden el financiamiento requerido para el presupuesto de capital, el residuo puede ser pagado en dividendos. Si el capital accionario necesario para la inversión requiriera las utilidades generadas internamente, se podría obtener capital externamente a bajo costo, en los mercados financieros.
3. Si no se pagan dividendos, ¿cómo pueden los accionistas generar caja? La respuesta que daría M&M es **vender acciones en el mercado**. El valor agregado creado por los proyectos con VPN positivo y financiado con utilidades retenidas se traducirá en un mayor precio de la acción. Después de vender unas pocas acciones cada período, la riqueza total neta del inversionista no ha cambiado.

4. Con un mercado eficiente, no importa si las ganancias son retenidas. Con proyectos con VPN esperado positivo, la riqueza del accionista se construye vía ganancias de capital, o vía dividendos, si éstos se reparten, y el capital necesario se capta en el mercado financiero. La riqueza neta de los accionistas sólo se ve afectada por los prospectos de los VPN esperados de las nuevas inversiones. El **valor proviene de los activos**, no de la forma de financiamiento, **en un mercado eficiente**.

Ejemplo. Suponga que la empresa ABC no cuenta con exceso de caja, pero declara un dividendo de \$1.000. También requiere \$1.000 para financiar nueva inversión. Usando la teoría de M&M, y dado los balances de abajo, demuestre cómo el valor de la firma no cambia cuando se emiten nuevas acciones para pagar el dividendo.

| | Fecha de Cierre | Fecha de pago dividendo | Fecha post-pago dividendo |
|--------------------|-----------------|-------------------------|---------------------------|
| Caja | 1.000 | 0 | 1.000 (40 x \$25) |
| Valor del activo | 5.000 | 5.000 | 5.000 |
| Valor total | 6.000 | 5.000 | 6.000 |
| Número de acciones | 200 | 200 | 240 |
| Precio/acción | \$30 | \$25 | \$25 |

Solución. En la fecha de pago del dividendo, el precio de la acción cae justo en el monto del dividendo por acción, \$5 ($\$1.000/200$). Dado que el número de acciones continúa siendo 200, el valor del capital cae a \$5.000. En la fecha post pago de dividendo, se emiten 40 acciones a \$25 cada una, lo que da un total de \$1.000. Con ello, se logra reunir el dinero necesario para financiar los nuevos proyectos de inversión. Los accionistas antiguos están igual que antes: la pérdida de capital sufrida por la baja en el precio de sus acciones, de \$30 a \$25, se ve exactamente compensada por la entrega del dividendo de \$5 por acción. Los accionistas nuevos, en tanto, pagan \$1.000 por acciones cuyo valor de mercado total es precisamente \$1.000 ♦

IV. EL SUPUESTO DETRÁS DE LA IRRELEVANCIA DE LOS DIVIDENDOS

A ARGUMENTOS GENERALES

1. En un mercado eficiente, M&M argumentan que la política de dividendos no afecta el valor del negocio. Sin embargo, existen otros argumentos que se contraponen a M&M.
2. Un argumento es que los dividendos tienen valor agregado **ahora**, mientras que las ganancias de capital puede materializarse en el futuro. Los gerentes pueden estabilizar los dividendos, pero no el precio de mercado de la acción. Sin embargo, en la medida en que las políticas de endeudamiento e inversión se mantengan inalteradas, los flujos de caja de la empresa son los **mismos**. Los riesgos que enfrentan los accionistas están relacionados con las políticas de inversión y endeudamientos, pero no con la política de dividendos.

B POR QUE LOS DIVIDENDOS PUEDEN AUMENTAR EL VALOR DE LA EMPRESA

1. Cuando **los mercados NO son plenamente eficientes**, la política de dividendos puede aumentar el valor de la empresa.
2. El valor de la empresa aumenta en la medida en que los dividendos sean una **señal** de la presencia de mayores oportunidades de crecimiento.
3. Así como los aumentos en los dividendos generan expectativas de un futuro favorable, una disminución en los dividendos es tomada por el mercado como una señal de malas noticias.
4. Dado los **costos de transacción** asociados a la venta de acciones, los inversionistas estarían mejor si la empresa les pagara dividendos periódicamente.

V POR QUÉ LOS DIVIDENDOS PUEDEN REDUCIR EL VALOR DE LA EMPRESA

A. IMPUESTOS PERSONALES VERSUS CORPORATIVOS

1. Los diferenciales de tasas entre dividendos en caja y ganancias de capital pueden privilegiar una política de dividendos sobre otra.
2. Si los dividendos son gravados a una tasa mayor que las ganancias de capital, el retorno de los accionistas después de impuestos es mayor si no se reparten dividendos, las utilidades son retenidas e invertidas, y el retorno es obtenido mediante ganancias de capital (esto es, a través de aumentos en el precio de la acción).
3. Veamos el siguiente ejemplo. Los dividendos son gravados a una tasa del 40%, mientras que las ganancias de capital son gravadas únicamente al 20%. Las acciones de las empresas A y B son igualmente riesgosas, y los inversionistas exigen una tasa de rentabilidad después de impuestos del 10%. Se espera que el precio de la acción de A sea \$112.5 el próximo año, mientras que el precio de la acción de B se espera que sea \$102.5. Se cree que la empresa B entregará un dividendo de \$10 por acción el próximo año:

| | Empresa A | Empresa B |
|---|-----------------------------|------------------------------|
| Precio (esperado) de la acción el próximo año | \$112.5 | \$102.5 |
| Dividendo | \$0 | \$10 |
| Ingreso total antes de impuestos | \$112.5 | \$112.5 |
| Precio de la acción hoy | \$100 | \$97.78 |
| Ganancia de capital | \$12.5 | \$4.72 |
| Rentabilidad antes de impuestos (%) | $12.5/100=0.125=12.5\%$ | $14.72/97.78=0.1505=15.05\%$ |
| Impuestos sobre dividendos (40%) | \$0 | $0.4 \times \$10=\4.0 |
| Impuestos sobre ganancias de capital (20%) | $0.20 \times \$12.5=\2.50 | $0.2 \times \$4.72=\0.94 |
| Ingreso después de impuestos | $(0+12.5)-2.5=\$10$ | $(10+4.72)-(4+0.94)=\$9.78$ |
| Rentabilidad después de impuestos (%) | $10/100=0.1=10\%$ | $9.78/97.78=0.1=10\%$ |

- Ambas acciones ofrecen el mismo ingreso antes de impuestos. Sin embargo, las acciones de B se venden a un precio más bajo a fin de proporcionar la **misma rentabilidad después de impuestos** ♦

4. Si los dividendos son gravados a una tasa mayor que las ganancias de capital, ¿por qué pagar dividendos líquidos, en primer lugar? ¿Por qué no recomprar acciones? Respuesta: Existen restricciones legales. Por ejemplo, en Estados Unidos la Agencia Federal de Impuestos (IRS) trata de impedir que las empresas disfracen los dividendos mediante recompras. De hecho, cuando estas últimas son regulares son tratadas como dividendos. En Chile, en tanto, el mínimo legal a ser repartido es un 30% de las utilidades del último ejercicio contable.
5. Tanto en Chile como en Estados Unidos, la leyes sobre impuestos favorecen, en general, a las ganancias de capital. Antes de 1986, en Estados Unidos los dividendos en efectivo fueron gravados a una tasa mucho mayor que la de capital (50% versus 10%). La reforma tributaria de 1986 redujo mucho esa diferencia: una tasa del 28% para las ganancias de capital y una de 31-39% para los dividendos (ingresos anuales imposables superiores a US\$54 mil). En Chile, la tasa sobre las ganancias de capital alcanza a un 15%, mientras que la tasa de impuesto personal (global complementario) marginal más alta alcanza al 45%.
6. Adicionalmente, las ganancias de capital sólo se pagan cuando son realizadas. Los impuestos en los dividendos se pagan inmediatamente. Entonces, ¿por qué pagar dividendos?
 - Algunos inversionistas requieren liquidez.
 - Las empresas en Chile no pagan impuestos sobre los dividendos recibidos.
 - Las empresas en Estados Unidos pagan sólo sobre el 30% de los dividendos recibidos: $30\% * 35\%$ (tasa corporativa marginal) = 10.5% < 28%.