

POLÍTICA DE DIVIDENDOS

3.4 Política de dividendos y pago

Licenciatura en Economía y Finanzas
7^o semestre.

Índice

- Política de dividendos y el óptimo pago
- Teoría de la irrelevancia de los dividendos, “pájaro en mano”
- Dividendos e impuestos
- Hipótesis del señalamiento y el efecto clientela
- Estabilidad de dividendos
- Política residual de dividendos
- Plan de reinversión de dividendos
- Factores que afectan las políticas de dividendos
- Dividendo en acciones, *stock splits*

¿Qué es una política de dividendos?

- Es la decisión de distribuir utilidades versus retenerlas y reinvertirlas en la empresa. Incluye los siguientes puntos:
 - ¿Pagar o no porcentajes elevados?
 - ¿Dividendos constantes o irregulares?
 - ¿Con qué frecuencia?
 - ¿Se debe anunciar la política?
 - ¿Dividendos en el corto plazo vs. dividendos en el largo plazo?

Ciclos de la empresa y pago de dividendos

	Introducción	Expansión rápida	Madurez	Declinación
Necesidades de financiamiento	Limitadas por tamaño e infraestructura	Altas, en relación al tamaño de la empresa	Moderados, en relación al valor de la empresa	Bajos, ante escasez de proyectos
Generación de Caja	Negativa. Se hacen inversiones	Bajo en relación al valor de la empresa	Flujo de fondos aumenta en relación al valor de la empresa	Flujo de fondos altos en relación al valor de la empresa
Política de dividendos	No se pagan. Se emite acciones	No se pagan	Aumento de dividendos	Dividendos altos. Recompra de acciones

Conceptos básicos

- Tipos de dividendos
 - Dividendos en efectivo
 - Dividendos regulares
 - Dividendos extraordinarios
 - Dividendos en acciones
 - Recompra de acciones
 - Mercado Abierto (*open market*)
 - Tender Offer
 - Negociación directa

Conceptos básicos

- Dividend Payout Ratio
 - Mide el porcentaje de ganancias que la empresa distribuye como dividendos
 - $\text{Dividendos} / \text{Ganancias (earnings)}$
 - *Yearly dividend per share / earnings per share*
- Dividend Yield
 - Mide el rendimiento que obtiene el inversor por los dividendos
 - $\text{Dividendos} / \text{Precio de la acción}$

Procedimiento de pago

- Fecha de anuncio “*declaration date*”
 - El dividendo es declarado en la reunión de Directorio
- Ex-Dividend date “*record date*”
 - Fecha en la cual la acción cotiza sin el derecho a recibir el dividendo
- Settlement
 - Fecha en la cual se realiza el pago a aquellos accionistas que tenían la acción el “*record date*”

Dividends & Splits	
Forward Annual Dividend Rate ⁴ :	0.40
Forward Annual Dividend Yield ⁴ :	2.10%
Trailing Annual Dividend Rate ³ :	0.40
Trailing Annual Dividend Yield ³ :	2.10%
5 Year Average Dividend Yield ⁴ :	3.90%
Payout Ratio ⁴ :	60%
Dividend Date ³ :	25-Apr-10
Ex-Dividend Date ⁴ :	25-Feb-10
Last Split Factor (new per old) ² :	3:1
Last Split Date ³ :	08-May-00

Pregunta

Supongamos que una empresa no paga dividendos e invierte el efectivo en bonos. El hecho de que la rentabilidad de esos bonos sea baja:

- ¿implica que esta inversión es mala?
- ¿Por qué sí o por qué no?

¿Qué prefieren los inversores: distribuciones elevadas o bajas?

Hay tres teorías:

- A. Los dividendos son irrelevantes: a los inversores no les interesa el porcentaje de utilidades distribuidas (Modigliani y Miller).
- B. Pájaro en mano: los inversores prefieren altas distribuciones de dividendos. ***Gordon-Lintner “Bird-in-the-Hand Theory”***
- C. Preferencias impositivas: los inversores prefieren altos crecimientos (*capital gains*) a recibir dividendos gravados.

Teoría de la irrelevancia de dividendos

- Franco Modigliani y Merton Miller (MM)
 - La política de dividendos no afecta el valor de la empresa
 - Si la política de inversión de la empresa (cash flows) no cambia, el valor de la empresa tampoco.
 - Supuestos Fuertes
 - No considera impuestos
 - No considera costos de emisión ni *signaling*
 - Las empresas no utilizan la caja en exceso para invertir

Teoría de la irrelevancia de dividendos

- El valor de la empresa no cambia por distribuir dividendos – La política de dividendos es irrelevante.
- Si una acción recibe \$1 de dividendos, sufre una pérdida de capital de \$1 que compensa el valor del peso recibido.
- El rendimiento de una acción se divide en dos componentes: *Dividendos y Ganancia de Capital*
- La suma de los dos componentes es lo importante, y representan el retorno al accionista, al cual lo determina la política de inversión.

Teoría de la irrelevancia de dividendos

- Ejemplo: distribución de dividendos en efectivo
 - Activo = \$100 (\$10 Caja, \$90 bienes de capital)
 - Capital = \$100
 - Cantidad de acciones = 10 acciones
 - Precio de la acción = \$10.00
 - Dividendo en efectivo = \$10 (1\$/acc. * 10 acciones)

Teoría de la irrelevancia de dividendos

- Ejemplo: distribución de dividendos en efectivo
 - Dividendo en efectivo = \$10 ($1\$/acc. * 10$ acciones)
 - Activo = \$90 (\$90 Bienes de capital)
 - Capital = \$90
 - Cantidad de acciones = 10 acciones
 - Nuevo precio de la acción = \$9.00
 - Dividendo por acción recibido por inversor = \$1.00
 - Valor del accionista = $\$9.00 + \$1.00 = \$10$ (igual que antes), **No se crea valor**

Teoría de la irrelevancia de dividendos

- Ejemplo: distribución de dividendos con emisión
 - Activo = \$100 (\$100 bienes de capital)
 - Capital = \$100
 - Cantidad de acciones = 10 acciones
 - Precio de cada acción = \$10.00

Teoría de la irrelevancia de dividendos

- Ejemplo Distribución de Dividendos con Emisión
 - Dividendo = \$10
 - Acciones a Emitir = N
 - Emisión de acciones = \$10 = Precio Acción x N
 - Precio Acción = $\$100 / (10 + N)$
 - $N = \$10 / \text{Precio Acción}$
 - Precio acción = $\$100 / (10 + (\$10/\text{Precio acción}))$
 - Nuevo precio de la acción = \$9.00
 - $N = 1.11$

Teoría de la irrelevancia de dividendos

- Ejemplo Distribución de Dividendos con Emisión
 - Nuevo precio Acción = \$9.00
 - $N = 1.11$ acciones
 - Valor accionistas actuales = \$9 + \$1 = \$ 10 (igual que antes)
 - Valor accionistas nuevos = 9\$/acción
 - Valor empresa = \$9 x 11.11 acciones = \$ 100 (igual que antes)

Valor empresa	Inicio	Distribución	Final
Activo	\$100		\$100
Equity	\$100		\$100
cant acciones	10 acc	1.11 acc	11.11 acc
Precio de cada accion	10 \$/acc		9 \$/acc
Accionista existente			
cant acciones	1 acc		1 acc
Tenencia en acciones	\$10		\$9
Tenencia en efectivo			\$1
Riqueza del accionista	\$10		\$10
Nuevo accionista			
cantidad acciones			1 acc
Tenencia en acciones			\$9
Tenencia en efectivo			
Riqueza del accionista	\$0		\$9

Teoría del pájaro en mano

- Los inversores piensan que los dividendos en efectivo son menos riesgosos que las futuras ganancias de capital, por lo que les gustan los dividendos.
- Prefieren Dividendos hoy a Ganancias de Capital mañana.
- Si esto es así, los inversores valorarían positivamente las empresas que distribuyen porcentajes elevados de sus ganancias. Consecuentemente, aumentarían el precio de las acciones.
- MM se oponen a la teoría de Gordon y Lintner, argumentando que el riesgo de la empresa sólo depende del riesgo de sus flujos de fondos que generan sus activos y su estructura de capital, y no por cómo se distribuyen las utilidades a los inversores.

Teoría de la preferencia impositiva

Tax-Preference Theory

- Las utilidades retenidas llevan a la obtención de ganancias de capital, que en USA **son gravadas con una tasa menor que los dividendos: 20% vs. 39.6%. Las ganancias de capital se diferieren hasta que la acción se vende.**
- Si la acción es mantenida hasta su muerte, los herederos pueden usar como costo el valor de la acción al día del fallecimiento minimizando el impuesto a las ganancias de capital.
- Esto puede hacer que algunos inversores prefieran las empresas con baja proporción de dividendos.

Teoría de la preferencia impositiva

- Como regla general...
 - Impuestos personales puede ser distintos a los corporativos
 - A nivel personal, los impuestos a los dividendos pueden ser distintos a los de la ganancia de capital
- Estas diferencias pueden afectar la **Política de Dividendos**.

Teoría de la preferencia impositiva

- Si...
 - Alícuotas constantes en el tiempo
 - Alícuotas de Impuestos Corporativos = a personales
 - El accionista es indiferente entre distintas políticas
- Si...
 - Tasa Fiscal Corporativa es inferior a la Personal
 - Accionista prefiere que Dividendos se pospongan
 - Viceversa

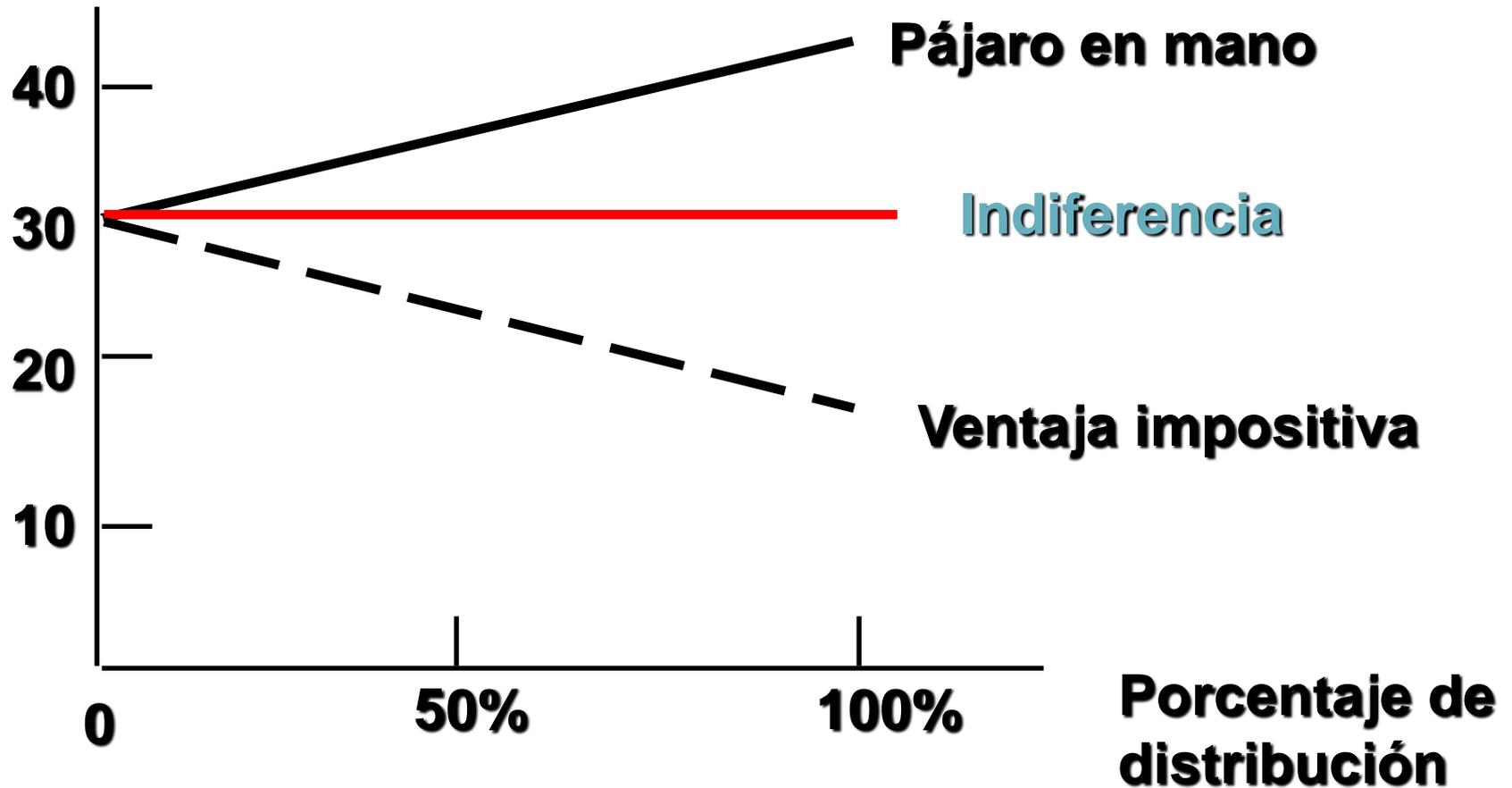
Implicancias de las 3 teorías para la dirección de la empresa

<u>Teoría</u>	<u>Implicancia</u>
Irrelevancia	Cualquier pago OK
Pájaro en mano	Alto % de distribución
Preferencia impositiva	Bajo % de distribución

Pero, ¿cuál es la correcta???

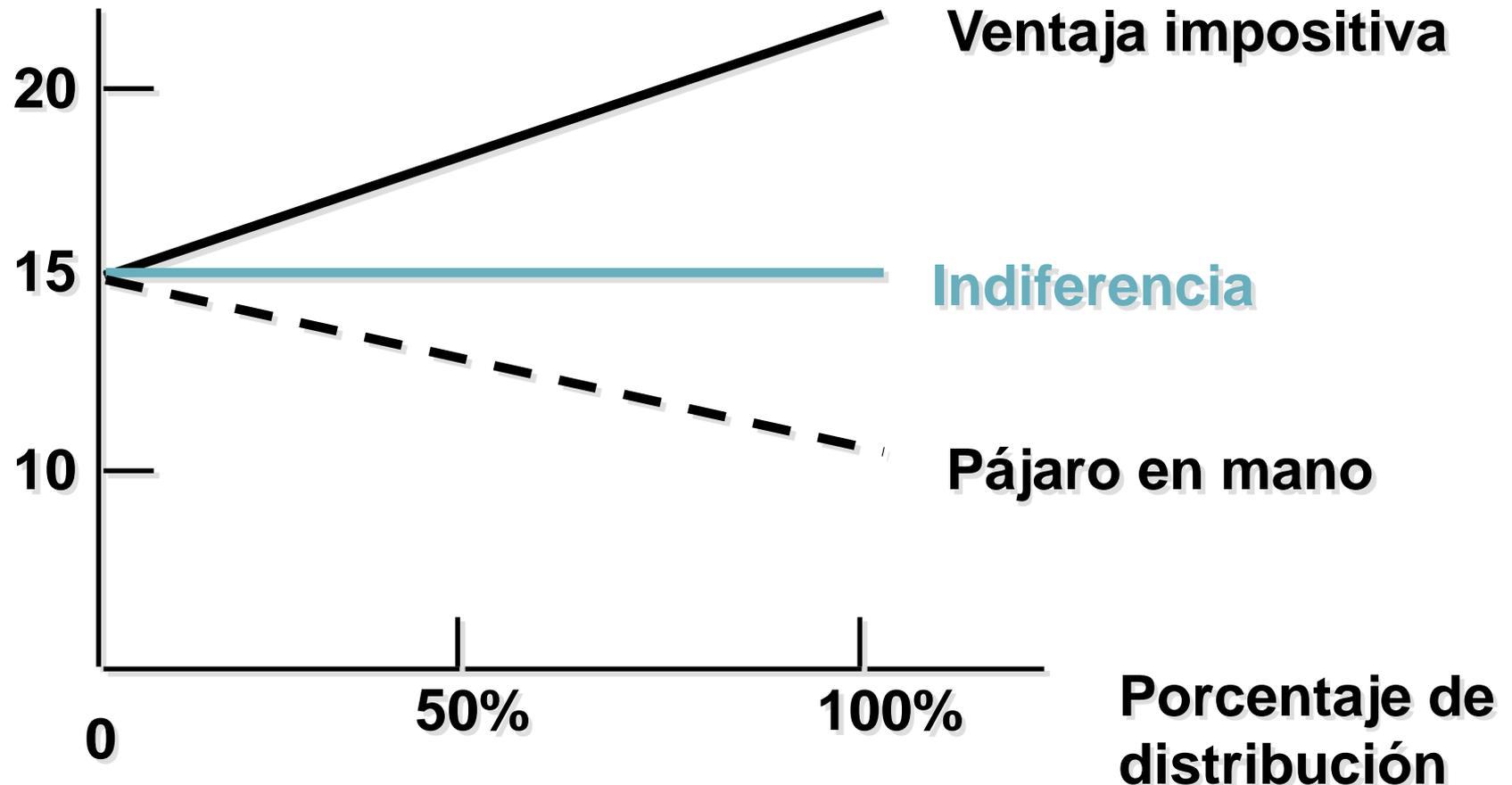
Posibles consecuencias en los precios de las acciones

Precio de la acción (\$)



Posibles consecuencias en el costo del capital propio

Costo acciones (%)



¿Cuál es la información o señal que se da con la política de dividendos?

- Los inversores ven los aumentos de dividendos como señales que la empresa da sobre sus perspectivas.
- Los gerentes otorgan dividendos a los accionistas solo cuando están seguros que podrán mantenerlos en el tiempo.
- Reducir dividendos es mala señal.
- Un aumento del precio de la acción al momento de anunciarse un aumento de dividendos puede reflejar expectativas de aumentos futuros de las UPA y no un deseo de cobrar dividendos.

Dividendos constantes

- Calgary, Alberta -- The Board of Directors of Agrium Inc. (TSE, NYSE: AGU) has declared a dividend of five and one half cents U.S. (U.S.\$0.055) per common share to be paid on July 5, 2000 to shareholders of record on June 14, 2000.
- Calgary, Alberta -- ... (U.S.\$0.055) ... July 5, 01 to shareholders of record on June 14, 01.
- Calgary, Alberta -- \$0.055 ... be paid on Jul 3, 03 to shareholders of record on Jun 12, 03.
- The Board of Directors of Agrium ... \$0.055 be paid on Jul 6, 2005.
- ... has declared a dividend of five and one half cents U.S. (U.S.\$0.055) per common share to be paid on July 2, 2009 to shareholders of record on June 11, 2009.

24-Dec-09	\$ 0.055 Dividend
9-Jun-09	\$ 0.055 Dividend
24-Dec-08	\$ 0.055 Dividend
10-Jun-08	\$ 0.055 Dividend
27-Dec-07	\$ 0.055 Dividend
12-Jun-07	\$ 0.055 Dividend
26-Dec-06	\$ 0.055 Dividend
13-Jun-06	\$ 0.055 Dividend
27-Dec-05	\$ 0.055 Dividend
13-Jun-05	\$ 0.055 Dividend
28-Dec-04	\$ 0.055 Dividend
15-Jun-04	\$ 0.055 Dividend
10-Dec-03	\$ 0.055 Dividend
10-Jun-03	\$ 0.055 Dividend
16-Dec-02	\$ 0.055 Dividend
11-Jun-02	\$ 0.055 Dividend
7-Jan-02	\$ 0.055 Dividend
12-Jun-01	\$ 0.055 Dividend
20-Dec-00	\$ 0.055 Dividend
12-Jun-00	\$ 0.055 Dividend
21-Dec-99	\$ 0.055 Dividend
10-Jun-99	\$ 0.054 Dividend
16-Dec-98	\$ 0.055 Dividend
16-Jun-98	\$ 0.055 Dividend
8-Dec-97	\$ 0.055 Dividend
16-Jun-97	\$ 0.055 Dividend
26-Nov-96	\$ 0.055 Dividend
14-Jun-96	\$ 0.028 Dividend
8-Jan-96	3 : 1 Stock Split

Pregunta

Las utilidades de la mayoría de las empresas cíclicas disminuyen durante las recesiones.

- ¿Debería esperarse también una suspensión en el pago de los dividendos habituales en esas circunstancias?
- ¿Por qué sí o por qué no?

Pregunta

¿Qué opinaría usted de una empresa que paga en un año dividendos mayores que la utilidad del ejercicio?

¿Por qué una empresa tendría este comportamiento?

¿Qué es el efecto clientela?

The Clientele Effect

- Diversos grupos de inversores, o clientes, prefieren diferentes políticas de dividendos.
- Las políticas pasadas de dividendos determinan que determinados inversores compren hoy determinadas acciones.
- El “efecto clientela” impide estar cambiando las políticas de dividendos constantemente. Los impuestos y las comisiones impactan en los inversores que tienen que cambiar de empresas, para poder seguir su política favorita, según su status impositivo, edad de los inversores, etc.

¿Qué es el modelo residual de dividendos? *residual-dividend model*

- Es un modelo que utiliza la empresa para determinar objetivo de *payout ratio*.
- Determine cuáles son las necesidades de utilidades retenidas y cuál es la relación óptima (deuda/capital) necesarias de acuerdo al presupuesto de capital.
- Pague todas las utilidades excedentes como dividendos. Desventaja: dividendo varía año a año.
- Esta política minimiza los costos de emisión de acciones, por lo que minimiza el CPPC (WACC).
- Iguales efectos mediante recompra de acciones.

Uso del modelo residual para calcular el pago de dividendos

$$\text{Dividendos} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\left[\begin{array}{l} \text{Capital} \\ \text{objetivo} \\ \textit{Ratio} \end{array} \right] \left(\begin{array}{l} \text{Presupuesto} \\ \text{de Capital} \end{array} \right)}$$

Ejemplo

- Presupuesto de capital dado: \$800,000.
- Estructura de capital objetivo: 40% deuda, 60% capital propio. Desea mantenerse.
- Utilidad neta proyectada: \$600,000.
- ¿Qué proporción de los \$600,000 de utilidad debe ser pagada, usando el método del dividendo residual?

Por lo tanto

De los \$800,000 programados según el presupuesto capital, para mantener la estructura deseada \$480,000 deben ser financiados con capital propio, $(0.60 * \$800,000)$, y el resto, $[0.40 * (\$800,000)] = \$320,000$ serán financiados con deuda.

Con utilidades de \$600,000 el residual luego de considerar el financiamiento con capital propio (utilidades retenidas) es:

$\$600,000 - \$480,000 = \$120,000 = \text{dividendos pagados.}$

Payout ratio = $\$120,000 / \$600,000 = 0.20 \Rightarrow 20 \%$.

¿Cómo puede incidir en el pago de dividendos:

a) una caída en la utilidad neta por \$400,000?

b) ¿Y un aumento a \$800,000?

- a) UN = \$400,000: Necesita \$480,000 de capital, por lo que se debe retener la totalidad del resultado. Dividendos = \$0.
- b) UN = \$800,000
- Dividendos = \$800,000 - \$480,000 = \$320,000.
- *Pay-out* = \$320,000 / \$800,000 = 40%.

¿Cómo puede afectar la política de dividendos un cambio en las oportunidades de invertir, de acuerdo a la política de dividendos residuales?

- Escasas oportunidades de realizar buenas inversiones llevan a un mayor porcentaje de pago de dividendos.
- Mayores oportunidades de buenas inversiones llevan a una menor proporción de dividendos.

Ventajas y desventajas

- Ventajas: minimiza el costo de emitir nuevas acciones, ya que se usa utilidades retenidas para financiar proyectos.
- Desventajas: tiene como resultado dividendos variables, envía señales contradictorias, aumenta el riesgo y no es adecuada a ciertos clientes específicos.
- Conclusión: es una buena alternativa aunque también pueden lograrse los mismos efectos mediante la recompra de acciones.

¿Qué es un plan de reinversión de dividendos?

- Los accionistas pueden reinvertir automáticamente sus dividendos en acciones ordinarias.
- Hay dos tipos de planes:
 - (1) *Open market*
 - (2) *New stock*

Open market

- El dividendo a ser reinvertido se lo da a un fiduciario que compra las acciones en el mercado.
- Los costos de comisiones son reducidos por los volúmenes involucrados.
- Es una forma conveniente y fácil de reinvertir.
- Por lo general la empresa paga todos los costos administrativos de la operación.

New stock plan

- La empresa emite nuevas acciones.
- No se cargan comisiones. Algunas empresas ofrecen descuentos del 5% sobre el valor de mercado de la acción a la fecha del pago de los dividendos, lo que es igual al de la emisión de nuevas acciones.
- Solamente empresas que necesita nuevo capital usan el plan de nuevas acciones; en cambio las empresas que no necesitan capital las compran en el mercado.

Fijando una política de dividendos

- Un presupuesto de capital necesita un horizonte de planeamiento largo, usualmente 5 años.
- Debe definirse una estructura de capital objetivo que minimice el CPPC (WACC) pero que mantenga una reserva en la capacidad de endeudarse, lo que otorga “flexibilidad financiera”.
- Estimar la necesidad anual de deuda y capital.
- Establecer un porcentaje de distribución de las utilidades, basado en el modelo residual.
- Generalmente siempre se calcula un porcentaje de crecimiento de dividendos. Debería mantenerse el objetivo de crecimiento, variando la estructura de capital si fuera necesario.

Fijando una política de dividendos

- Disponibilidad de oportunidades de inversión.
- Estabilidad de las utilidades.
- Accesibilidad a los mercados de capitales.
- Grado de apalancamiento financiero.
- Emisión de señales a los mercados.
- Características de los accionistas.

Recompra de acciones

- a. Es en sí misma una decisión de inversión: alternativa a comprar bienes de capital u otra empresa.
- b. Es una alternativa al pago de dividendos; accionista recibe \$ pero tiene menos cantidad de acciones y disminuye la caja de la empresa.
- c. Es una decisión vinculada a la estructura de financiamiento y del *leverage* deseado por la empresa.
- d. Es una decisión que cambia la participación accionaria si los gerentes y accionistas controlantes no venden sus acciones a la empresa.

Recompra de acciones

- Es un tema relevante en los mercados financieros internacionales.
- Hasta la década de los 70's había pocas transacciones, principalmente en Estados Unidos.
- En la actualidad se da esta operatoria en casi todos los países.
- Son decisivos los aspectos legales e impositivos de cada país.

Recompra de acciones

Recompra: compra de acciones a los accionistas.

Razones:

- Alternativa a pagar dividendos en efectivo
- Pagar con el producido de una venta de un activo.
- Hacer un cambio significativo en la estructura de capital

Recompra de acciones

Métodos:

- Remate holandés, *Dutch auction*
- Oferta a precio fijo, **O**ferta **P**ública de **A**dquisición en la cual la empresa realiza una oferta pública a los actuales accionistas, a un precio ya establecido y la mantiene por un período determinado (2-3 semanas).
- Compra en mercado abierto, la acción se recompra al *market value*, como cualquier inversionista.
- Recompras privadas

Ventajas de recompra

- Cada accionista decide. Puede o no vender.
- Evita distribuir altos dividendos que no pueden ser mantenidos en el tiempo.
- Las acciones recompradas pueden ser usadas en adquisiciones o vendidas para obtener caja.
- El producido en USA está gravado con menores impuestos a las ganancias.
- Las accionistas pueden tomarla como una señal positiva emitida por el *management*, diciendo que la acción está subvaluada.

Desventajas de las recompras

- Puede ser vista como una señal negativa: la empresa tiene pocas oportunidades de inversión.
- Puede ser sujeto a investigación de la autoridades impositivas, si se sospecha que se hace con fines de evitar impuestos sobre dividendos.
- Los accionistas vendedores pueden no estar bien informados, y consecuentemente no ser tratados con justicia.
- La empresa tiene que comprar las acciones en el mercado, lo que puede hacer que suba el precio y sobrepagar por la recompra.

Disminución de acciones

- Disminución proporcional de acciones: La empresa trata de reducir el número de acciones realizando una disminución proporcional de acciones y ofrece canjear 4 acciones poseídas por 1 a cambio. Cae el valor de la acción y la riqueza accionista se mantiene.
- Ejemplo. La empresa posee 100,000 acciones cuyo valor es 0.50 \$/acción (valor del capital propio = \$50,000).
- La empresa ofrece canjear 4 acciones poseídas por 1 acción. Hay ahora sólo 25,000 acciones en circulación.
- Como **no se genera riqueza para el accionista**, el valor de la acción sube a 2\$/acción, siendo **el valor del capital propio el mismo**, (25,000 acciones * 2\$/acción = \$50,000).
- Aumenta el precio de mercado. Evita que la acción cotice a menos de un dólar).

Dividendo en acciones y *splits*

- Distribución de dividendos en acciones: La empresa emite nuevas acciones en lugar de pagar dividendos. Hay mas cantidad de acciones, pero valen menos; **no se crea riqueza**.
- Stock split: empresa aumenta el número de acciones en circulación, por ejemplo 2 a 1. El accionista recibe más acciones pero valen menos. **Riqueza accionista constante**.
- Suele hacerse cuando el precio de la acción es muy alto para promover la venta de las acciones a nuevos inversores.

Dividendo en acciones y *splits*: consecuencias

- En ambos casos se aumenta el número de acciones en circulación, por lo que “el pastel se divide en porciones más chicas”.
- A menos que el dividendo en acciones o el “*split*” lleve información al mercado, o esté acompañado por otro hecho (por ej. aumento de los dividendos), el precio de la acción cae, de forma tal de mantener la riqueza del inversor invariable.
- El pago de dividendo en acciones y los *splits* se usan para llevar el precio de la acción a un rango de precios de mercado.

¿Cuándo debe evaluarse un dividendo en acciones o un *split* ?

- Hay un consenso en USA que el rango óptimo de precio está en \$20 y \$80.
- Puede ser usado para mantener el precio de la acción en ese rango “óptimo”.
- Generalmente se hacen cuando la gerencia tiene confianza y se interpreta como un signo positivo.

¿Cuál teoría es la más correcta?

- Los estudios empíricos realizados no han llegado a conclusiones definitivas. Debe recordarse que las empresas no sólo difieren por sus políticas de dividendos.
- Consecuentemente, las gerencias usan su buen criterio cuando establecen las políticas.
- El análisis se usa, pero debe ser aplicado con criterio.

Determinantes de la política de dividendos

- **Oportunidades de Inversión.**
- **Estabilidad de las Ganancias.**
- **Fuentes alternativas de capital** *Future Investment Needs: A firm might hold back on paying its entire FCFE as dividends, if it expects substantial increases in capex needs in the future. issuing securities is expensive (from a flotation cost standpoint),*
- **Restricciones** **impuestas** **por** **los** **stakeholders:** *managerial self-interest management may feel the need to build up a cash cushion to tide over periods when earnings may dip; in such periods, the cash cushion may reduce or obscure the earnings drop and may allow managers to remain in control.*

Determinantes de la política de dividendos

- Más restricciones, menos dividendos
- **Incentivos de Signaling.** *Firms often use dividends as signals of future prospects, with increases in dividends being viewed as positive signals and decreases as negative signals. The empirical evidence is consistent with this signaling story, since stock prices generally go up on dividend increases, and down on dividend decreases. The use of dividends as signals may lead to differences between dividends and FCFE equity (Damoran, capítulo 14).*
 - A mayor cantidad de opciones de revelar información, menor necesidad de distribuir dividendos
- **Características de inversores** *Tax Factors if dividends are taxed at a higher tax rate than capital gains, firm may choose to retain excess cash. This is accentuated if stockholders are in high tax brackets, and many family-controlled firms.*