

# CAPÍTULO 7



22	2011.09.30	2 824 500
23	2011.12.31	2 930 150
24	2012.03.31	3 015 501
25	2012.06.30	3 022 000
26	2012.09.30	3 022 000
27	2012.12.31	3 022 000
28	2013.03.31	3 022 000
29	2013.06.30	3 022 000

3 405 000
3 844 342
4 110 758
4 417 484
4 634 530
4 580 179

9 000 000
8 000 000
7 000 000

## **Objetivos de aprendizaje:**

- Reconocer las fuentes de autofinanciamiento
- Fijar políticas de dividendos
- Apreciar los efectos que las políticas fijadas producen en la empresa

## **Contenidos del capítulo:**

1. Autofinanciamiento
2. Política de dividendos

# AUTOFINANCIAMIENTO y POLITICA DE DIVIDENDOS: Autofinanciamiento

## **Autofinanciamiento:**

Es el flujo de capitales que no proviene de los dueños de la empresa ni de terceros.

Las empresas lo obtienen por su propia actividad.

La liberación de los fondos al final del ciclo operativo tiene por destino:

- Reponer CT para un nuevo ciclo y pago de impuestos
- Autofinanciamiento: costos no erogables y beneficios

$$PV = CV + CFe + CnE + B + Imp$$

# AUTOFINANCIAMIENTO y POLITICA DE DIVIDENDOS: Autofinanciamiento

## Autofinanciamiento de Enriquecimiento

$$TAE = \frac{GDIT}{PN} \times b$$

Si  $b = 0$  No se retiene utilidad

Si  $b = 1$  Se retiene toda la utilidad

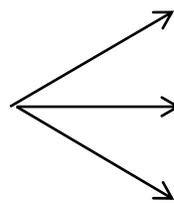
## Autofinanciamiento de Mantenimiento

$$TAM = \frac{d \times ID}{PN}$$

**d**: tasa de depreciación; **ID**: Inversión depreciable

## Autofinanciamiento Total

$$TAT = TAE + TAM$$



$= TCD \rightarrow$  no hace falta financiamiento

$> TCD \rightarrow$  solo puede liberar AE

$< TCD \rightarrow$  requiere financiamiento

# AUTOFINANCIAMIENTO y POLITICA DE DIVIDENDOS:

## Autofinanciamiento

### Cuadro de Resultados

Ventas	1.500,0
Costo de Ventas	-900,0
Depreciaciones	-100,0
Util. Bruta	500,0
Gs. Administracion	-200,0
Gs. Comercialización	-100,0
U. a i t	200,0
Gs. Financieros	-70,0
U a t	130,0
Imp. Ganancias 35%	-45,5
Utilidad Neta	84,5

### Situacion Patrimonial

ACTIVO	5.000,0	PASIVO	2.000,0
		PAT. NETO	3.000,0

$$TCd = 5\%$$

TAT =	6,15%	x	3.000	=	184,5
TAM =	3,33%	x	3.000	=	-100,0
TCd =	5,00%	x	3.000	=	-150,0
No se podrá distribuir:					<u>-65,5</u>

TAT =	6,15%	x	3.000	=	184,5
TAM =	3,33%	x	3.000	=	-100,0
TCd =	2,00%	x	3.000	=	-60,0
Se podrá distribuir:					<u>24,5</u>

$$T A m = (d \times \text{Inv. Dep.}) / \text{PN} = 3,33\%$$

$$T A e = \text{U d i t} / \text{PN} \times b = 2,82\%$$

$$T A T = T A m + T A e = 6,15\%$$

# AUTOFINANCIAMIENTO y POLITICA DE DIVIDENDOS:

## Autofinanciamiento

- La retención de utilidades es capital adicional invertido por los accionistas. Se hubiera logrado lo mismo distribuyendo y luego emitiendo nuevas acciones.
- El AM reduce el AE.

Las empresas retienen utilidades porque:

- Se fijan como objetivo de largo plazo mantener una tasa de crecimiento sostenible coherente con su capacidad
- Evitan la necesidad de una emisión pública de acciones
- Evitan la búsqueda de nuevos accionistas

# POLITICA DE DIVIDENDOS

- Cómo elegir la política de dividendos?
- Cómo deciden las empresas el pago de dividendos?
- Hay información contenida en los dividendos?
- La controversia sobre los dividendos
- Los dividendos y los impuestos
- Pago de dividendos y recompra de acciones

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Temas a tratar:

1. Efecto del pago de dividendos sobre el valor de la empresa
2. Magnitud del pago de dividendos
3. Evidencia empírica
4. Tipos de dividendos
5. Conclusiones

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 1. Efectos sobre el valor

### 1.1 Controversias:

- Son irrelevantes
- Aumentan el valor
- Reducen el valor

### 1.2 Oportunidad

### 1.3 Alternativas

Por que importa este debate?

→ Conocer como afecta el valor de Empresa

→ Efecto sobre decisión de aceptar o rechazar Proyectos de Inversión

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 1.1 Controversias sobre los dividendos

Tres posiciones respecto a los dividendos:

1. La política de dividendos es irrelevante, argumento de los dividendos caseros.
2. Debido a los efectos impositivos sobre los inversores individuales y a los costos de nuevas emisiones, es mejor una política de dividendos bajos.
3. Debido al deseo de un ingreso actual y reducción de incertidumbre es mejor una política de dividendos altos.

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Modigliani - Miller

***Los Dividendos no afectan el valor de la empresa***

- Supuesto que se mantiene constante:
  - a) la magnitud de la inversión (no se reduce por la liberación de fondos ante el pago de dividendos)
  - b) la estructura de financiamiento (se mantiene la magnitud de deuda y de patrimonio neto).
- Ignorando impuestos personales, los inversores son indiferentes entre recibir dividendos o ganancias de capital.



**La política de dividendos es irrelevante**

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Modigliani - Miller

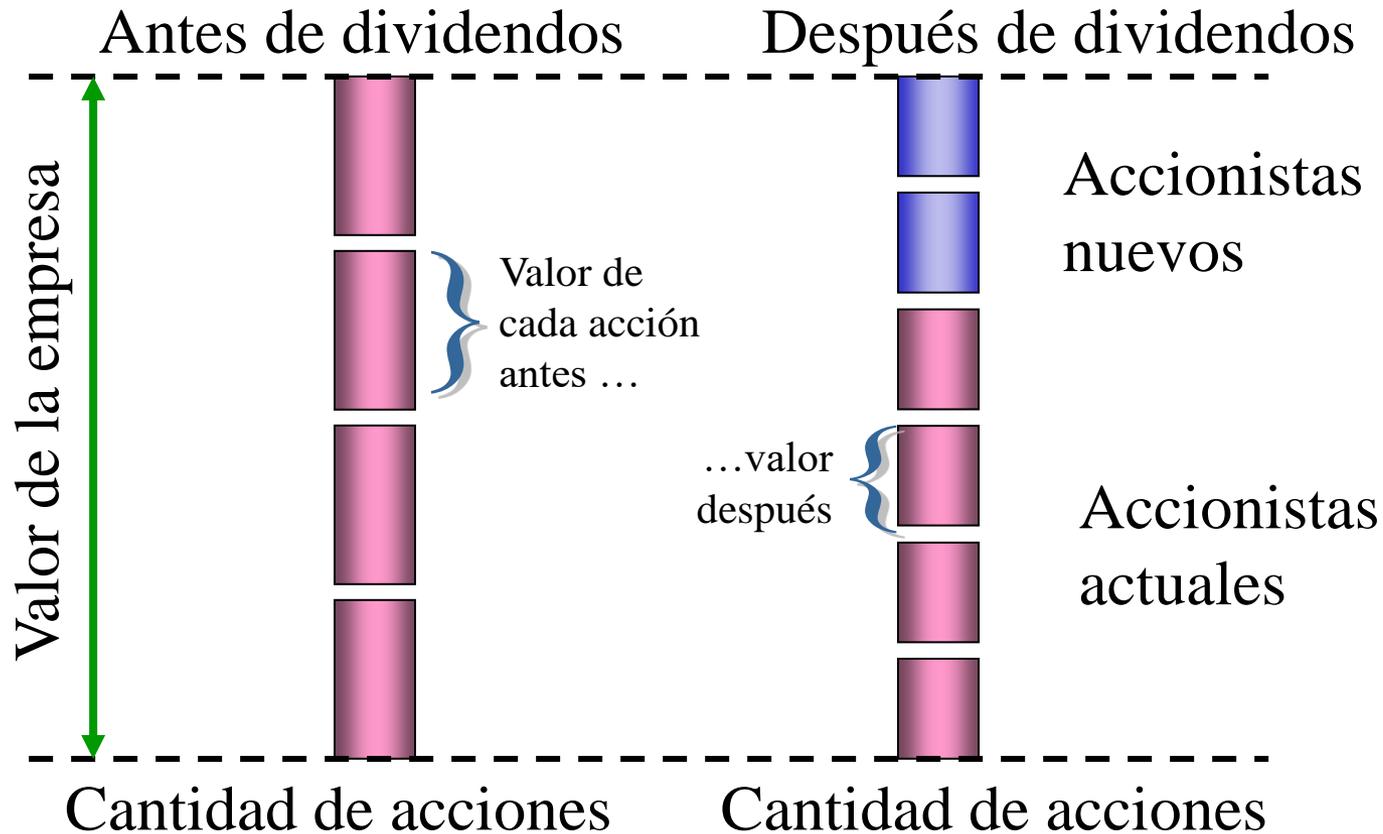
### *Transferencia de valor entre accionistas*

- Bajo el supuesto de la necesidad de mantener constante el PN, si liberamos Resultados No Asignados debemos aumentar el capital social.
- Cuál será el precio de una nueva acción al aumentar la cantidad en circulación?
- Los accionistas originales pierden participación accionaria que se ve compensada con el dividendo que reciben, mantienen su riqueza.

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Modigliani - Miller

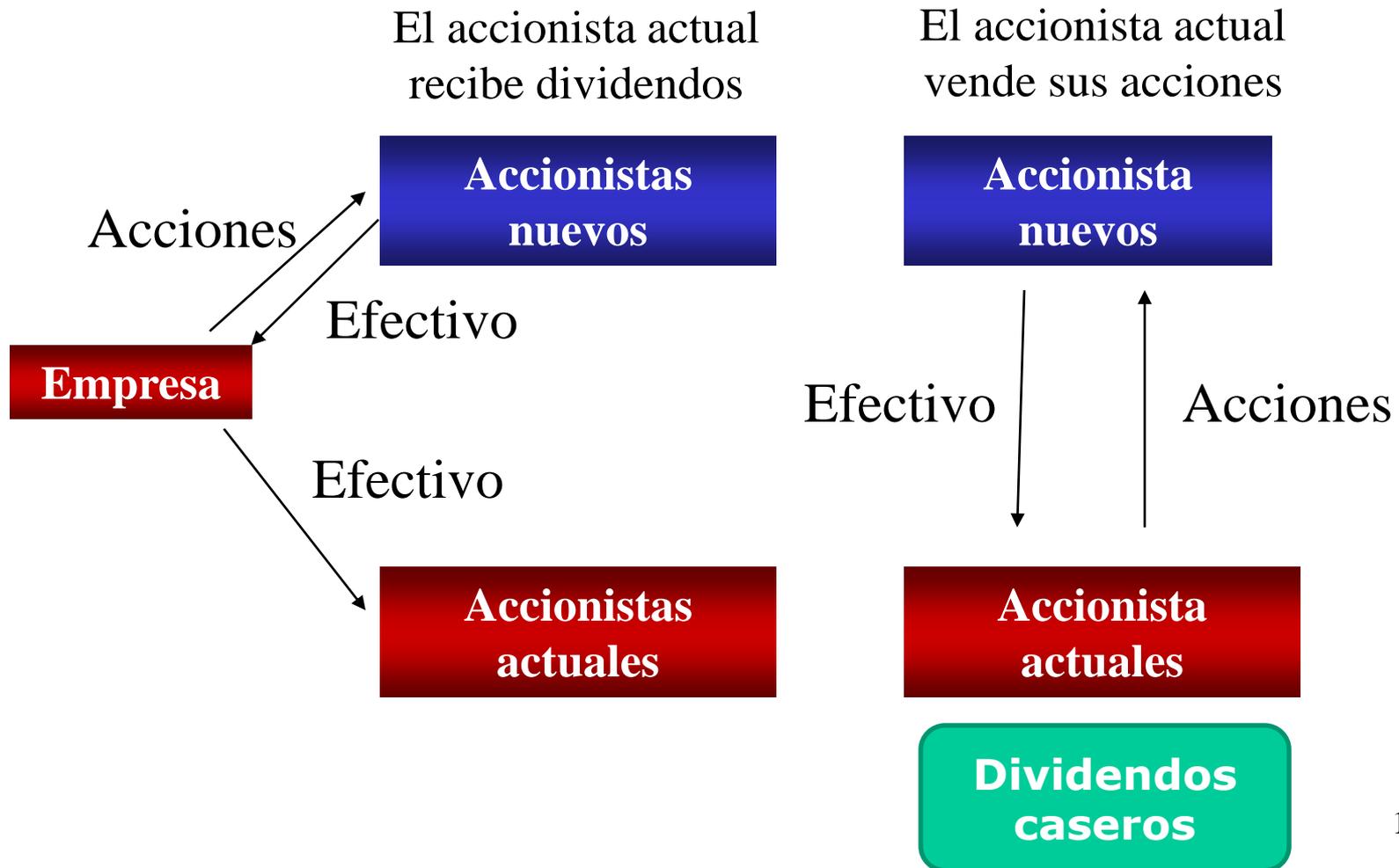
### *Transferencia de valor entre accionistas*



# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Modigliani - Miller

### *Alternativas equivalentes para obtener liquidez*



# POLITICA DE DIVIDENDOS

Suponga una empresa con un activo de \$20.000 financiada con capital propio repartido entre 2.000 acciones con un precio de \$10 al inicio del ejercicio.

Activo fijo	20.000	Fondos propios	20.000
Tesorería	<u>2.000</u>	Beneficios	<u>2.000</u>
	22.000		22.000

El precio de las acciones al final es de \$11. Se decide repartir el total de utilidades como dividendos:

Activo fijo	20.000	Fondos propios	20.000
Tesorería	<u>0</u>	Beneficios	<u>0</u>
	20.000		20.000

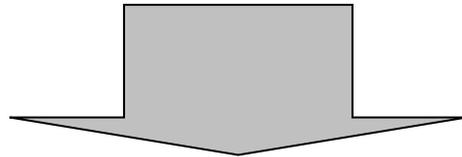
El precio de las acciones es de \$10. La riqueza del accionista es de \$11 (10+1 DIV). Se decide una inversión de \$2.000 y se emiten 200 acciones de \$10 cada una.

Activo fijo	20.000	Fondos propios	22.000
Tesorería	<u>2.000</u>		<u>22.000</u>
	22.000		

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Modigliani - Miller

Si los inversores no necesitan dividendos para obtener liquidez → no pagaran precios mas altos por acciones de empresas que paguen mayores dividendos.



Los dividendos debieran ser el resultado de decisiones de inversión y financiación

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Impuestos

En ausencia de impuestos cuando la firma paga dividendos, el precio de la acción cae en el mismo monto (PN/Cant Acc)

- Los inversores serán indiferentes entre recibir dividendos o ganancias de capital

	<i>ANTES</i>	<i>DESPUES</i>
PATRIMONIO NETO	\$ 1.000	\$ 900
Cant. Acciones	100	100
Precio	\$ 10	\$ 9
Dividendos		\$ 1

Si la Tasa impositiva sobre los ingresos por dividendos ( $T_A$ ) es diferente a las que graban las ganancias de capital:

- La política de dividendos correcta dependerá de la tasa impositiva personal y de la tasa impositiva corporativa.

Cómo son las tasas en Argentina?

$$T_A = 7\%, \quad T_{GK} = 5\%, \quad T_C = 30\%$$

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Teorías sobre los Dividendos

- Si a) no hay desventajas impositivas asociadas con los dividendos y b) las compañías pueden emitir acciones sin costo, para aumentar el capital:

***Los dividendos no importan y la política de dividendos no afecta el valor de la empresa***

- Si los dividendos tienen una desventaja fiscal:

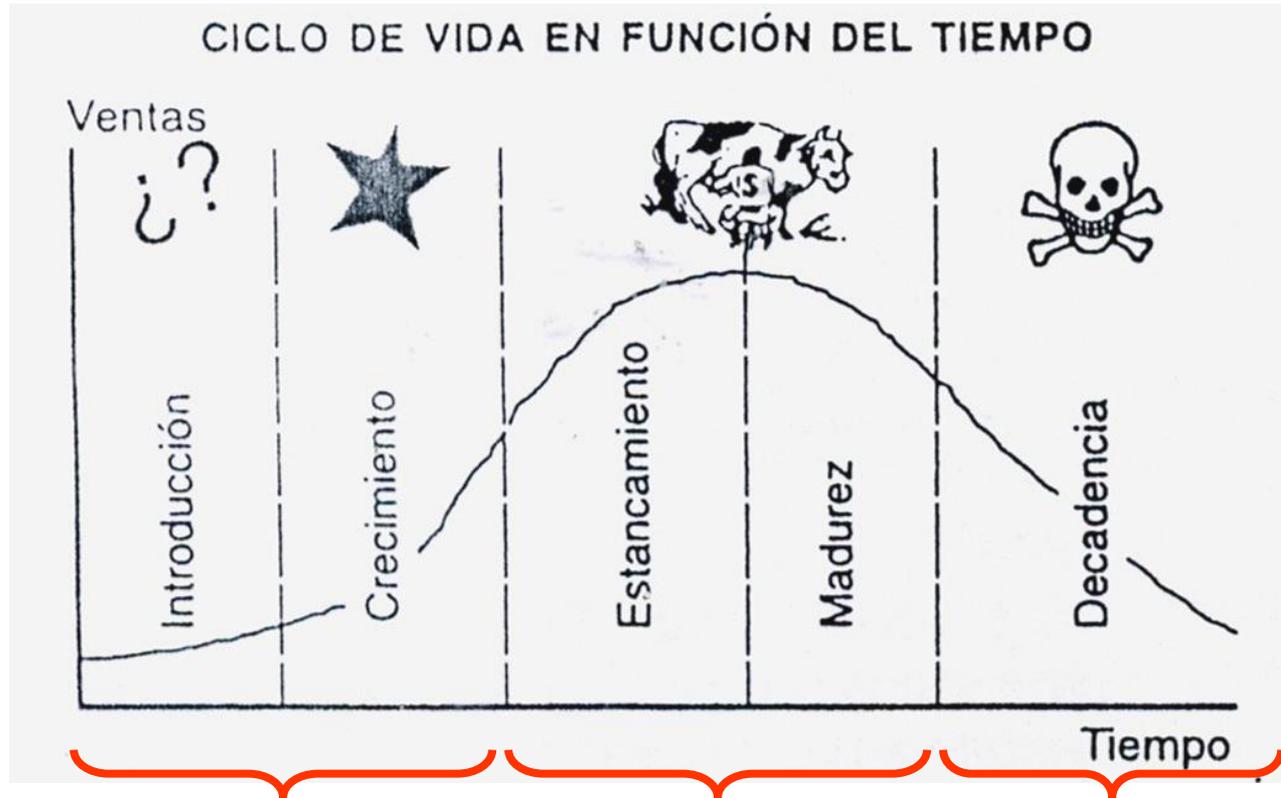
***Los dividendos son malos y al incrementarlos se reducirá el valor de la firma***

- Si los accionistas prefieren los dividendos, o estos operan como una señal de proyectos futuros:

***Los dividendos son buenos y al incrementarlos se aumentará el valor de la firma***

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 1.2 Dividendos y ciclo de vida



**Inversión  
creciente →  
Bajo FCF →  
Bajo Dividendo**

**Inversión de  
reposición →  
Alto FCF →  
Alto Dividendo**

**Desinversión**

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 1.3 Efectos de cambiar la política de dividendos

### CALCULO DEL PRECIO DE UNA ACCION ( $P_0$ )

Depende de  $g=f(ER; ROE)$

Conceptos		Situación inicial	ROE		
			15%	20%	10%
Dividendos por acción ( $D=E-ER$ )	D	10	5	5	5
Ganancia retenida por accion	ER		5	5	5
Ganancia final por acción	E	10	10	10	10
Tasa rendimiento requerida	r	15%	15%	15%	15%
Tasa rendimiento acción	ROE		15%	20%	10%
Tasa crecimiento ganancias $g = (ER/E)*ROE$	g		7,5%	10,0%	5,0%
<b>Precio de la acción cuando Div=0</b>	<b><math>P_0 = E / r</math></b>	<b>66,67</b>	<b>66,67</b>	<b>66,67</b>	<b>66,67</b>
<b>Valor Ganancias Retenidas</b>	<b>VAOC</b>		<b>0,00</b>	<b>33,33</b>	<b>-16,67</b>
<b>Precio de la acción</b>	<b><math>P_0 = E/r+VAOC</math></b>	<b>66,67</b>	<b>66,67</b>	<b>100,00</b>	<b>50,00</b>

#### Cálculo de $P_0$ cuando ROE=20%

VAOC =  $VAN1/(r-g)$ ;  $1,67/(0,15-0,10)$  □ VAOC= 33,33  
 $VAN1 = -ER1 + ER1*ROE/r$ ;  $-5+5*0,20/0,15=1,67$   
 $P_0=66,67+33,37 = 100$

#### Cálculo de $P_0$ cuando ROE=10%

VAOC=  $VAN1/(r-g)$ ;  $-1,67/(0,15-0,05)$  □ VAOC= -16,67  
 $VAN1 = -ER1 + ER1*ROE/r$ ;  $-5+5*0,10/0,15 = 1,67$   
 $P_0=66,67-16,67 = 50$

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 1.3 Efectos de cambiar la política de dividendos

Se cambia la política de dividendos.

De Div=100 % se pasa pagar Div=50% BPA

**Que pasa con el Po cuando ROE=20%?**

$$P_0 = E/r + VAOC$$

$$VAOC = VAN_1 / (r - g); 1,67 / (0,15 - 0,10) \rightarrow VAOC = 33,33$$

$$VAN_1 = -ER_1 + ER_1 * ROE / r; -5 + 5 * 0,20 / 0,15 = 1,67$$

$$**P_0 = 66,67 + 33,37 = 100**$$

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 1.3 Efectos de cambiar la política de dividendos

**Qué pasa con el  $P_0$  cuando  $ROE=10\%$ ?**

$$VAOC = VAN_1 / (r - g); -1,67 / (0,15 - 0,05) \rightarrow VAOC = -16,67$$

$$VAN_1 = -ER_1 + ER_1 * ROE / r; -5 + 5 * 0,10 / 0,15 = -1,67$$

$$P_0 = 66,67 - 16,67 = 50$$

### Conclusión:

- Si  $r = ROE \rightarrow$  el  $P_0$  no cambia (66,67)  $\rightarrow$  Política indiferente
- Si  $r < ROE \rightarrow$  el precio aumenta (100)  $\rightarrow$  Conviene retener
- Si  $r > ROE \rightarrow$  el precio baja (50)  $\rightarrow$  Conviene distribuir

Nota: se supone mercados eficientes, no hay costos, no hay ventajas fiscales

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## **2. Magnitud de los dividendos:**

2.1 Factores que favorecen el pago de dividendos

2.2 Razones para pagar dividendos

2.3 Determinantes de la política

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 2.1 Factores que favorecen un alto dividendo

- Deseo de disponer de ingresos actuales y de eliminar incertidumbre
- Las empresas mantendrán altos dividendos por razones impositivas mientras  $T_A < T_{GK}$
- Los altos dividendos previenen que los administradores malgasten recursos (costos de agencia).
- La firma debe recurrir a los mercados por financiamiento y adecuarse a la "disciplina de mercado".

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 2.2 Razones para pagar dividendos:

### ***El argumento de la clientela:***

Los inversores forman clientelas basados en el tramo de pago de impuestos. Los que tienen una alta alícuota preferirán invertir en acciones que no paguen dividendos.

### ***Los dividendos como una señal:***

El incremento en los dividendos puede actuar como una señal a los mercados financieros y por lo tanto aumentar el precio de las acciones

### ***Transferencia de riqueza:***

Pagando mas a los accionistas es posible que se de una transferencia de riqueza de los tenedores de bonos a los accionistas.

## 2.3 Determinantes de una política de dividendos

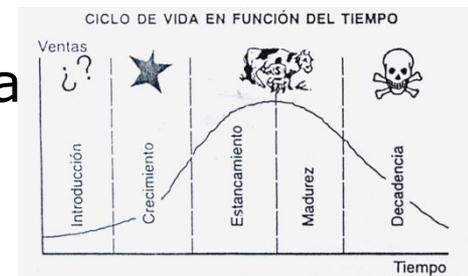
### ***Oportunidades de inversión:***

Muchas oportunidades de inversión → dividendos bajos.  
Firmas que generan grandes cantidades de efectivo pueden llevar adelante proyectos poco rentables.

### ***Estabilidad en las ganancias:***

Ganancias estables y predecibles → mayores dividendos.  
La estabilidad está determinada por:

- El tipo de negocio en el que está la firma
- El leverage operativo (costos fijos)
- El nivel de leverage financiero



### ***Fuentes alternativas de financiamiento:***

Emitir nuevas acciones o bonos a un bajo costo → altos dividendos.

Firmas grandes deberían pagar altos Dividendos.

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Contenido de información de los dividendos

- Los precios de las acciones aumentan (disminuyen) cuando los dividendos actuales se incrementan (reducen) de forma inesperada.
- La reducción en los dividendos es una señal de que la empresa se encuentra en dificultades.
- El precio de las acciones cae porque se espera que en el futuro los dividendos sean más bajos.
- La administración aumenta los dividendos sólo cuando espera que las utilidades futuras aumenten y sean sostenibles.
- Un incremento es una señal de la administración para el mercado de que se espera que la empresa tenga un buen desempeño.

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Modelo de Lintner

- Las empresas tienen objetivos de ratios de distribución a largo plazo, Ej: 30%
- Importan más los cambios en los dividendos que los valores absolutos.
- Los cambios de dividendos responden a cambios sostenibles en los beneficios.
- **No hacer cambios que tengan que ser revertidos**
- Se compran acciones cuando hay exceso de efectivo para cambiar la estructura de capital.

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Modelo de Lintner

### Dividendo objetivo:

$$\text{Div}_1 = \text{Ratio objetivo} \times \text{BPA}_1$$

### Modificación del dividendo:

$$\text{Div}_1 - \text{Div}_0 = \text{Ratio objetivo} \times \text{BPA}_1 - \text{Div}_0$$

$$\text{Div}_1 - \text{Div}_0 = \text{Tasa ajuste} \times \text{Cambio objetivo}$$

$$\Delta \text{Div} = \text{Tasa ajuste} \times (\text{Ratio objetivo} \times \text{BPA}_1 - \text{Div}_0)$$

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Modelo de Lintner

		1	2	3	4	5	6
Utilidad Neta	\$	100,0	\$ 200,0	\$ 200,0	\$ 200,0	\$ 200,0	\$ 200,0
Dividendos	30% \$	30,00	\$ 60,00	\$ 60,00	\$ 60,00	\$ 60,00	\$ 60,00
Reinversión	70% \$	70,00	\$ 140,00	\$ 140,00	\$ 140,00	\$ 140,00	\$ 140,00

## LINTNER

		1	2	3	4	5	6
Utilidad Neta	\$	100,0	\$ 200,0	\$ 200,0	\$ 200,0	\$ 200,0	\$ 200,0
<b>Dividendos</b>	<b>30% \$</b>	<b>30,00</b>	<b>\$ 45,00</b>	<b>\$ 52,50</b>	<b>\$ 56,25</b>	<b>\$ 58,13</b>	<b>\$ 59,06</b>
Reinversión	70% \$	70,00	\$ 155,00	\$ 147,50	\$ 143,75	\$ 141,88	\$ 140,94
Tasa Ajuste	0,5						

$$\Delta \text{Div} = \text{Tasa ajuste} \times (\text{Ratio objetivo} \times \text{BPA}_1 - \text{Div}_0)$$

Si las utilidades se mantienen en \$200, el dividendo se incrementará cada año tendiendo a \$60. Las empresas "suavizan" los dividendos.

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 3. Evidencia empírica:

1. Cuanto mayor es la proporción de accionistas en la administración menor la necesidad de altos dividendos.
2. Mientras mayor el N<sup>o</sup> de accionistas, más difícil monitorear a los administradores y por lo tanto más altos los dividendos.
3. Mientras más riesgosa la firma, más altos los costos de emitir capital debido a las asimetrías informativas. Estas firmas reducirán los dividendos

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## 4. Tipos de dividendos:

- Decide el Directorio y tienen límite
- Distintos tipos de dividendos:
  - Dividendos regulares en efectivo
  - Dividendos especiales
  - Dividendos en acciones
  - Recompra de acciones
- Conveniencia

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## **Ventaja de la Recompra de acciones**

- El accionista sólo pagará impuestos si opta por vender y obtiene una ganancia de capital.
- Los dividendos implican un compromiso de pagos a futuro, la recompra es un pago de efectivo por única vez.
- Paga efectivo a aquellos accionistas que lo necesitan al vender sus acciones a la firma.
- Puede contribuir a incrementar el control interno de la firma ya que reduce la cantidad de acciones en circulación.

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## **Ventajas de la recompra de acciones**

- Reduce el número de acciones en circulación y por lo tanto, incrementa las ganancias por acción.
- Puede actuar como una forma de mantener los precios de las acciones si están cayendo.

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Ventajas de la recompra de acciones

	Balance			Balance			Balance		
	Efvo		Deuda	Efvo		Deuda	Efvo		Deuda
Activos	300.000	700.000	Capital	Activos	700.000	700.000	Activos	700.000	700.000
	1.000.000	1.000.000			700.000	700.000		700.000	700.000
Utilidad Neta	300.000			Acciones	100.000		Acciones	70.000	
Acciones	100.000			Precio	7		Precio	10	
Precio	10			Dividendo	3		UPA	4,29	
UPA	3,00			UPA	3,00		<b>PER</b>	<b>2,33</b>	
<b>PER</b>	<b>3,33</b>			<b>PER</b>	<b>2,33</b>	-30%	<b>PER</b>	<b>2,33</b>	43%

OPCION 1: Pagar dividendo de \$300.000

OPCION 2: Recomprar 30.000 acciones

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Dividendos en acciones

Pago realizado por una empresa a sus propietarios bajo la forma de acciones que diluye el valor de cada acción en circulación

- Se incrementa el número de acciones que cada propietario mantiene.
- Más acciones → menor valor de cada acción.

Se expresa como porcentaje: si es del 20%, implica que cada accionista recibe 1 acción por cada 5 que posee. Cada acción vale aproximadamente 20% menos.

## Partición de acciones (Stock Split)

Incremento del número de acciones en circulación sin ningún cambio en el capital de los propietarios.

- Cada acción se divide de tal modo que se crean acciones adicionales.
- No alteran la propiedad proporcional de la firma.
- No alteran los cash flow de la firma y por lo tanto no cambia el valor de la misma. El precio de las acciones disminuye para reflejar la mayor cantidad de acciones.
- Sólo hay costos de emisión de las láminas

# POLITICA DE DIVIDENDOS

## Elección de la política de dividendos

- ¿Debería una empresa pagarle dividendos a sus accionistas, o reinvertirlo en su favor?
- Si no hay inversiones con rendimiento superior al costo del capital  $\Rightarrow$  Pago de dividendos
- Controversia con la política de dividendos
- Pago justo con un objetivo de distribución a largo plazo
- Distintos tipos de dividendos
- Estrategias de las políticas de dividendos