

DIVIDENDOS: LA ÓPTICA DE FINANZAS CORPORATIVAS

Carmen Ansotegui

Profesora de Finanzas de ESADE Business School

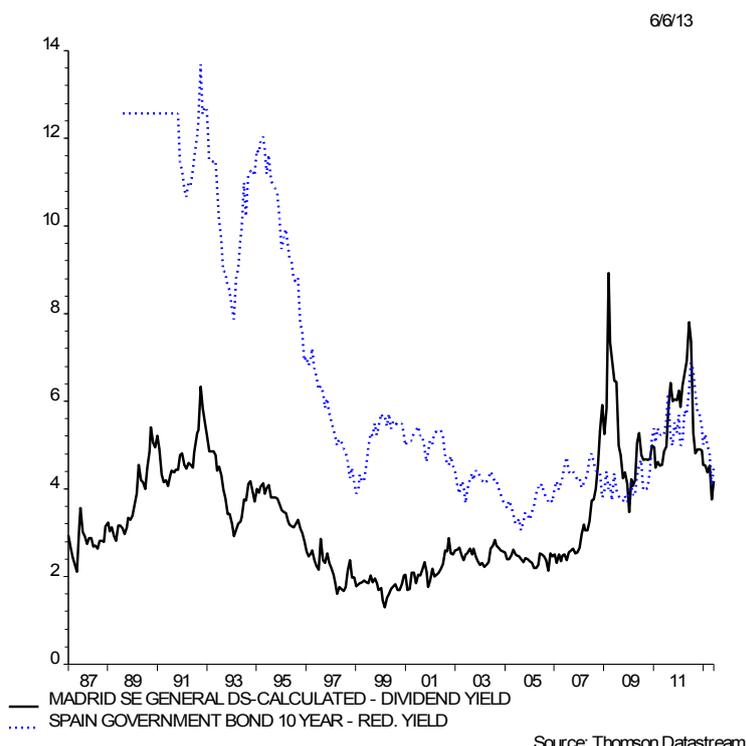
Con la crisis económica y la caída de las bolsas los dividendos se han revelado como la fuente de rentabilidad bursátil. La rentabilidad por dividendos ha llegado al 10% para algunas empresas, es un hecho relevante. Que la empresa reembolse el flujo de caja al accionista parece un hecho normal, incluso saludable; en contraste con los años 90, cuando la tendencia era confiar en las ganancias de capital. Retener beneficios en vez de pagar dividendos permitía a la empresa abordar las innumerables posibilidades de inversión que se presentaban. Inversiones destinadas al crecimiento, y como no, a la creación de valor, el dividendo era secundario; el accionista obtenía rentabilidad, realizaba el valor creado, con la venta de las acciones.

El accionista tiene dos formas básicas de obtener rentabilidad por su inversión, dividendos y ganancias de capital. Las ganancias de capital son el referente de rentabilidad cuando hay crecimiento económico y bursátil, los dividendos ocupan un discreto segundo plano. El concepto dividendo responde a la compensación en efectivo recurrente que recibe el accionista por la tenencia de las acciones, bien sea como pago único o fraccionado en a cuenta y complementario. El peso de la financiación bursátil en la economía ha crecido en los últimos treinta años, y con ella la versatilidad en las modalidades de compensación al accionista, la recompra de acciones, el reparto de primas o la reducción de capital, y últimamente el dividendo en acciones (*scrips*) aparecen como fórmulas alternativas al dividendo tradicional para compensar al capital.

La recompra de acciones comparte con el dividendo el ser compensación en efectivo para el accionista. La empresa recompra un determinado número de acciones, el accionista vende si lo desea. En USA la recompra crece de forma significativa desde los años 80, y en Europa desde finales de los 90, en España despunta tímidamente en los últimos años.

El denominado dividendo en acciones, o *scrip dividend* ha aparecido en el mercado español muy recientemente. En contraste con el dividendo o la recompra de capital, esta modalidad no es una remuneración en efectivo. Es una ampliación de capital liberada. En una ampliación liberada normal el accionista tiene derecho preferente de suscripción, que le permite elegir entre recibir acciones nuevas sin desembolso o vender el derecho de suscripción preferente en el mercado. Sólo en el caso en que el accionista decida renunciar al derecho de suscripción y lo venda en el mercado recibe efectivo. En el caso del *scrip dividend* la empresa introduce además la posibilidad de comprar el derecho de suscripción a un precio fijo, es la compensación en efectivo que recibe el accionista por parte de la empresa.

Parecería que no es hasta la llegada de la crisis cuando los dividendos tienen un papel relevante, y sin embargo los dividendos no han dejado de crecer. En España, del año 1990 al 2012 los dividendos se han multiplicado por 10,15. En los años de crisis, desde el 2007 hasta el 2012 los dividendos crecen un 14,69%



El hecho que acapara la atención de la prensa es el incremento de la rentabilidad por dividendos que se produce después del 2007, especialmente en un entorno de tipos de interés bajos. Tradicionalmente la rentabilidad por dividendos – dividend yield- había sido inferior a la rentabilidad del bono a 10 años. El incremento de rentabilidad por dividendos se dispara debido a la caída de las cotizaciones bursátiles fundamentalmente, pero los dividendos siguen existiendo a pesar de la crisis y las dificultades financieras de muchas empresas.

La pervivencia de los dividendos y su convivencia con la recompra es un hecho que llama la atención de la academia. El dividendo juega con desventaja a la hora de pagar impuestos. Con el dividendo recurrente el accionista paga impuestos cada vez que lo recibe, con la recompra de acciones cuando vende la acción. Y a pesar de esta clara desventaja el dividendo no desaparece. La investigación más reciente trata de entender por qué se siguen pagando dividendos, trata de discernir que empresas pagan y cuáles no; y las razones que llevan a las empresas a decidir por una modalidad de pago determinada. En este artículo se hace un recorrido por la investigación académica que contempla el dividendo desde la óptica de las decisiones financiera de la empresa.

La investigación empírica revela que los dividendos han crecido en los últimos años, y conviven con las recompras de acciones. La pervivencia y estabilidad de los impuestos no es consistente con la predicción basada únicamente en los impuestos que pronostica la superioridad de la recompra de acciones. La asimetría de información y la racionalidad limitada de los agentes aparecen como explicación alternativa al comportamiento de las empresas a la hora elegir la modalidad de compensación del accionista. Sería miope estudiar los dividendos de forma aislada, y no en el marco de las decisiones financieras de la empresa y el contexto macroeconómico. Este enfoque sistémico nos sirve de base para enmarcar las decisiones sobre dividendos en España.

Marco de referencia

Modigliani y Miller (M&M) es el marco teórico de referencia para estudiar la decisión del pago de dividendos por parte de la empresa y las implicaciones para el inversor. Cuando los agentes son racionales y tienen información simétrica las decisiones financieras tienen como objetivo maximizar el valor de la empresa para el accionista. En los años 60 M&M postulan que tanto las políticas de estructura de capital como de pago de dividendos son irrelevantes para este objetivo. El valor es independiente de si la financiación se realiza con fondos propios o deuda. La fuente de valor son las inversiones realizadas y su rentabilidad. La estructura financiera determina la distribución del riesgo entre las acciones y la deuda, y el valor relativo de las acciones y la deuda.

Dadas las inversiones y la estructura financiera, el efectivo que recibe el accionista es un subproducto. M&M argumentan que el accionista es indiferente en la forma en que recibe la compensación en efectivo: dividendo tradicional o recompra de acciones. En ambos casos se trata de una remuneración en efectivo. Hasta ese momento el paradigma era que a mayor dividendo mayor valor de la empresa.

Los dividendos y la recompra de acciones son dos modalidades de compensación en efectivo del accionista. La diferencia fundamental es que los dividendos van a todas las acciones por igual, mientras que la recompra de acciones va a aquellos accionistas que así lo deciden. En ambos casos el pago de efectivo ha de realizarse bien con la caja excedente, bien con incremento de deuda o bien con ampliación de capital. La forma de compensación elegida tendrá efectos diferentes en el Beneficio por acción (BPA) y en el precio, pero no en el valor de la empresa para los accionistas. La recompra de acciones aumentará el BPA, y en general el precio si se comparan con el impacto del reparto de dividendos.

Para M&M los agentes son perfectamente racionales y la información es simétrica, no hay conflictos de agencia, no hay costes de transacción; y lo mejor, es un mundo sin impuestos. Sabemos que estos supuestos son irreales, pero la teoría de M&M nos da un marco de referencia sobre el que analizar la relevancia de los dividendos cuando se rompe alguno de los supuestos. Las distintas posturas académicas analizan que ocurre cuando los supuestos se incumplen haciendo que la política de dividendos sea relevante.

Efecto Impositivo

En ausencia de impuestos el accionista sería indiferente entre recibir el efectivo en forma de dividendos o de ampliación de capital. Si se pagan dividendos y el accionista no necesita liquidez, reinvertirá los dividendos que ha recibido de la empresa en acciones. Si no se pagan dividendos y el accionista necesita liquidez, venderá las acciones en el mercado.

En la práctica cobrar dividendos o realizar ganancias de capital no es irrelevante, los impuestos sobre los dividendos se pagan cuando se reciben, mientras que las ganancias de capital de la recompra se pagan cuando se realizan los beneficios. Adicionalmente, las ganancias de capital han tenido en general una tasa impositiva más ventajosa que los dividendos.

En España, para los inversores individuales, las dos modalidades tienen ahora una tasa impositiva similar. Una forma de medir la ventaja de las ganancias de capital relativa a los dividendos en función de cuál sea el inversor es medir la tasa impositiva efectiva para el dividendo. La tasa efectiva del dividendo, τd^* , mide el extra de impuestos que el inversor paga por recibir dividendos en vez de ganancias de capital⁽¹⁾. Para un inversor individual $\tau d^* = 19\%$, mientras que para una empresa $\tau d^* = -38\%$, y para un fondo de inversión $\tau d^* = 0\%$.

Efecto Clientela

Dado que la tasa efectiva de dividendos depende de quien sea el inversor, los inversores difieren entre si por preferir ganancias de capital o dividendos, es lo que se conoce del efecto clientela. En función del tipo de política de dividendos que siga la empresa los inversores se auto-segmentarán. Hay inversores que tienen preferencia por los dividendos porque les proporcionan una renta regular, mientras que otros invertirán en empresas que no paguen dividendos para posponer el efecto impositivo.

Un efecto colateral del efecto clientela es el arbitraje de dividendos, en las fechas próximas al pago de dividendos los inversores que pagan impuestos por dividendos venderán las acciones justo antes de la fecha del dividendo a los inversores exentos, pasado el pago del dividendo, desharán la operación. Estas transacciones de acciones para evitar el pago del dividendo tienen sentido cuando los costes de transacción son bajos y la incertidumbre sobre el precio es limitada.

Asimetría de información

El dividendo se mantiene a pesar de su desventaja impositiva. Los dividendos tienden a ser estables, no son tan volátiles como los beneficios de la empresa, normalmente se incrementan lentamente, raramente decrecen; y cuando lo hacen se interpreta como una mala señal. La estabilidad del dividendo es consistente con el papel que se le atribuye de transmisor de información entre la empresa y los accionistas. La interpretación de los dividendos como señal tiene sentido cuando existe asimetría de información entre los gestores y los accionistas. Los gestores tienen más información que los accionistas sobre las perspectivas futuras de la empresa. Cuando los dividendos se interpretan como señal la mejor política es hacer que los dividendos sean estables, no dejarlos sometidos a los vaivenes de los beneficios. El mercado interpreta que todo va bien cuando los dividendos se mantienen. La empresa aumentará los dividendos sólo si el incremento es sostenible, con este acto la gestión señala al mercado que las perspectivas futuras son buenas. Y al contrario, una contracción del dividendo es interpretada como una mala señal, las perspectivas futuras no permiten mantener el dividendo. El mercado penalizará el precio de la acción ante la información recibida.

La asimetría de información también puede llevar a la recompra de acciones para señalar al mercado su infrava-

(1) Es la tasa impositiva que hace que el accionista sea indiferente entre vender la acción antes de pagar el dividendo al precio de mercado a , P_{cum} , y recomprarla una vez pagado el dividendo al precio ex-dividendo, P_{ex} , y pagar los impuestos correspondientes a la tasa impositiva de ganancias de capital, τg , o recibir el dividendo y pagar los impuestos a la tasa impositiva del dividendo τd . La tasa efectiva de dividendo depende de cada tipo de inversor, ya que los impuestos y las ganancias de capital pueden tener distinta consideración, en general: $\tau d^* = (\tau d - \tau g) / (1 - \tau g)$. Para un inversor individual que mantiene las acciones en el tiempo: $\tau d = 19\%$ y $\tau g = 0\%$, por tanto $\tau d^* = 19\%$. Para un inversor que mantiene la acción menos de un año $\tau d^* = 0$. Para un fondo de inversión, una SICAV o un plan de pensiones $\tau d = 0\%$ y $\tau g = 0\%$, por tanto $\tau d^* = 0\%$. Sin embargo, para una empresa con participaciones en otra el dividendo tiene compensación fiscal, por tanto suponiendo una desgravación del 70% y un impuesto de sociedades del 35%, $\tau d = (1 - 70\%) \times 35\%$ y $\tau g = 35\%$, por tanto $\tau d^* = -38\%$.

loración. El gestor tiene más información que el mercado sobre el verdadero valor de las acciones, y cuando el precio está infravalorado, recompra. En este caso estarían favoreciendo a los inversores a largo plazo, ya que quienes venden lo están haciendo por debajo de lo que sería el justiprecio que tienen en mente los gestores, el incremento de valor iría a la larga a los inversores que permanecen en el largo plazo. En cualquier caso el efecto señal de la recompra de acciones es mucho menos comprometido para los gestores. No tiene sentido una política de recompra uniforme y constante de acciones. En este sentido la remuneración a los accionistas en forma de recompra es mucho más flexible que el dividendo, y su señal mucho más débil.

Costes de Agencia

La recompra de acciones tiene como efecto secundario la reducción en el número de acciones y el incremento del precio de la acción. La asimetría de intereses entre accionistas y gestores pueden entrar en conflicto con la recompra de acciones. Cuando los gestores tienen un sistema de compensación con acciones, bien con *stock options*, bien con asignación directa, tienen incentivos a favorecer la recompra frente a los dividendos para aprovecharse de la subida del precio asociada. Así mismo, la reducción del número de acciones favorece las operaciones de control estratégicas por parte de los gestores o los accionistas mayoritarios si favorecen la concentración.

Agencia e interrelación de decisiones financieras

Los dividendos son más estables que los flujos de caja libres para el accionista, y una empresa no pagaría dividendos para acudir en un futuro inmediato a una ampliación de capital, aunque solo fuese por evitar los costes de transacción. La política de dividendos va a estar estrechamente relacionada con la estructura financiera de la empresa; cuánto dividendo se paga dependerá de los beneficios generados a largo plazo, la política de inversión y la política de financiación.

La teoría de *pecking order* postula que las empresas prefieren financiarse con beneficios retenidos, cuando estos no son suficientes acuden a la deuda, y en último extremo a la ampliación de capital. Las empresas tienden a mantener dividendos relativamente estables, aunque tengan que financiarlos con deuda, al mismo tiempo que tratan de financiar las nuevas inversiones con financiación interna; cuando la financiación interna no es suficiente, acuden a la deuda, y sólo en último extremo a la ampliación de capital. El objetivo de esta práctica es reducir los costes de transacción en el tiempo. La acumulación de tesorería en los buenos años a la espera de financiar nuevas inversiones permite eliminar las emisiones de capital recurrentes para la financiación, y siempre es más económico emitir deuda que acciones.

La acumulación de tesorería como fuente de financiación de futuras inversiones puede acarrear en la práctica problemas de agencia. La disponibilidad de fondos puede llevar al gestor a la sobreinversión; inversiones que no tienen la rentabilidad suficiente para compensar el riesgo que tienen asociado. En este caso la falta de racionalidad del gestor puede llevar a la toma de decisiones financieras que modifican las decisiones de inversión, en contra de los supuestos de M&M. Cuando deberían repartirse dividendos los gestores acumulan tesorería por razones de poder. En este caso el dividendo aparece, al igual que la deuda⁽²⁾, como un elemento disciplinador del gestor. Este es el reclamo para repartir la tesorería acumulada que *hedge funds* y otros inversores institucionales están haciendo en este momento, se les conoce como los accionistas "activistas".

Teorías del comportamiento

Una explicación alternativa a la persistencia de los dividendos es la que dan Baker y Wurgler (2012) basada en la teoría del comportamiento. Los inversores separan mentalmente la rentabilidad entre ganancias de capital y dividendos. Los dividendos permiten compensar mentalmente las pérdidas de capital, y siempre es un complemento a las ganancias de capital. Las empresas pagan el dividendo porque el accionista demanda la renta, es la teoría del catering. El inversor no es totalmente racional y los dividendos actúan como puntos de referencia. Los inversores evalúan el dividendo

(2) Cuando la empresa genera mucha tesorería el manager puede estar tentado a acumularla e invertir en proyecto con VAN negativo, en vez de repartir dividendos. El hecho de que sea obligatorio pagar intereses hace que la deuda sea un mecanismo de extraer la tesorería de la empresa, y de introducir racionalidad. La capacidad disciplinaria de la deuda se ha utilizado como argumento en muchos proyectos de compra apalancada.

actual frente a una referencia, los dividendos pasados, además, los dividendos se establecen para que sean fácilmente memorizables, redondeados en 0 o 5. Que a los inversores les contrarían las reducciones de dividendos se refleja en los muchos anuncios de reducción que se hacen en viernes. Los dividendos son un mecanismo costoso de dar una señal creíble sobre los beneficios.

Regularidades empíricas

En Estados Unidos se documentan varias regularidades empíricas que contribuyen a explicar porque se pagan dividendos. Fama y French (2001) documentan que de 1978 a 1999 la proporción de empresas que pagan dividendos se reduce del 66,5% al 20,8%. DeAngelo et al. (2004) constatan que el número de empresas industriales que pagan dividendos se reduce; pero las que pagan, pagan más. Las empresas que pagaban dividendos altos los aumentan, son las que concentran los beneficios agregados y tienen un *payout* alto. DeAngelo et al. (2006) profundizan en el análisis y concluyen que las empresas que pagan dividendos son las que tienen una proporción alta de beneficios retenidos relativos a los fondos propios totales. En Europa las empresas que pagan dividendos son las que tienen más edad. En general se documenta que los dividendos los pagan un grupo de empresas que comparten la característica de ser maduras, beneficios altos y estables y en sectores con crecimiento bajo⁽³⁾.

Estos resultados son consistentes con Frank y Goyal (2000) que cuando contrastan la teoría de *pecking order*, encuentran que hay empresas que tienden a mantener una estructura financiera estable, que serían las grandes, mientras que otras empresas se tienden a retener beneficios.

Floyd, Li y Skinner (2013) confirman el análisis de los trabajos anteriores y constatan que las empresas industriales que pagan dividendos son muy pocas. Los dividendos crecen de forma lenta y son relativamente estables. En los 2000 crecen tanto los dividendos como la recompra de acciones, sustentados por partida doble por mayores beneficios y un incremento de *payout*. Extienden el estudio a empresas financieras, y en claro contraste con las industriales, una gran parte de empresas financieras pagan dividendos. Las financieras tienen a incrementar los dividendos más frecuentemente que las empresas industriales y por una cuantía mayor. Las financieras también realizan recompras, pero en menor proporción que las industriales. Los bancos han sido reticentes a cortar los dividendos incluso cuando ha llegado la crisis financiera, y en algunos casos lo han hecho por imperativo legal.

La relevancia de los dividendos

La revisión de la literatura académica, los hechos y las teorías que los explican no deja de ser confuso. Parece que para cada decisión sobre dividendos que toma la empresa la academia tuviese una teoría que la explica.

Partiendo de M&M, la literatura teórica se puede estructurar removiendo secuencialmente los supuestos en los que está basada la irrelevancia de los dividendos. Si hay impuestos, aparece el efecto clientela. Si hay costes de transacción, aparece la interrelación entre estructura de capital y dividendos. Si desaparece la simetría de información, los dividendos son una señal del gestor para indicar futuros beneficios; pero también la recompra puede ser señal de infravaloración. Si los objetivos del gestor y el accionista entran en conflicto, el objetivo ya no es la maximización del valor de la empresa para el accionista, aparecen los costes de agencia. Cuando hay costes de agencia la recompra puede utilizarse para favorecer los intereses del gestor, lo mismo que la acumulación de tesorería que podría llevar decisiones de inversión perniciosas para el accionista; en estos casos el dividendo actúa como un mecanismo de control del gestor. Finalmente, si los accionistas tienen racionalidad limitada, el dividendo satisface su demanda de renta.

La literatura empírica aísla el dividendo de otras decisiones financieras y del entorno económico, se centra en qué empresas pagan dividendos y la evolución histórica. El periodo histórico que abordan la mayor parte de los trabajos empíricos abordan los años 90 y hasta mediados de los 2000. Los trabajos empíricos no tienen en cuenta dos hechos fundamentales tienen lugar en estos años: la transformación tecnológica y los tipos de interés bajos. Los bajos tipos de interés, sobre todo después del 2001, conducen a un sustancial incremento del endeudamiento de las empresas. Aislar el dividendo del resto de decisiones financieras de la empresa y el entorno económico puede ser miope.

(3) Eije & Megginson (2008) para Europa y Denis y Osobov para USA, Japón, Canada, Francia, Alemania y UK.

Hagamos el ejercicio de entender que explican los dividendos en un contexto sistémico y sin las restricciones de contraste empírico a los que está sujeto la academia.

Los impuestos importan, vaya si importan, y si no que se lo pregunten a Apple que hace una emisión de deuda para pagar dividendos disponiendo tesorería por unos 140 mil millones de dólares. Pero no lo son todo. Si lo fueran los dividendos desaparecerían y solo existiría la recompra de acciones⁽⁴⁾, cuando el accionista elige cuando realizar su beneficios y pagar sus impuestos.

Los costes de transacción pueden ser relevantes, pero la preferencia por auto-financiación tampoco explica los dividendos estables⁽⁵⁾.

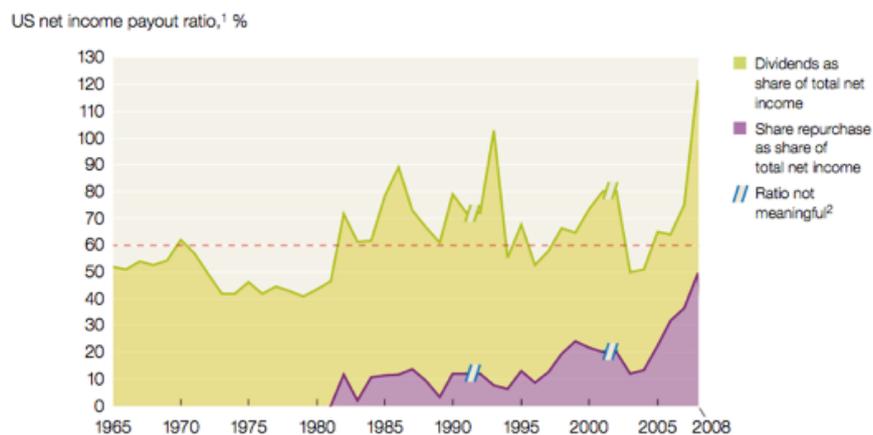
Llegados a este punto dentro de la literatura académica sólo nos quedaría la asimetría de información y los costes de agencia como elementos explicativos, y estos no aplican a todas las empresas por igual, y por tanto nunca pueden constituir una explicación genérica del pago de dividendos.

La hipótesis que se plantea aquí es que las decisiones de política de dividendo dependen de las características de la empresa, y están relacionadas con las decisiones de estructura de capital en el contexto económico de los últimos 25 años. A continuación se identifican los distintos tipos de empresa y se busca la dinámica detrás de sus decisiones financieras en este periodo.

Las grandes pagadoras de dividendo y las que han concentrado los programas de recompra son las empresas industriales en USA y las empresas privatizadas en Europa, en general *utilities*. Son las empresas maduras, con oportunidades de crecimiento limitadas, las grandes generadoras de beneficio. En los años de crecimiento han sido las empresas generadoras de flujos de caja excepcionales. Son las que pueden pagar grandes dividendos de forma estable y sostenida porque sus beneficios lo son. Son las empresas que pueden tener *payout* elevado porque sus oportunidades de inversión en crecimiento son más limitadas. La pregunta que surge es si su política de compensación del accionista ha respondido únicamente a las características de sus beneficios o si el incremento en el peso de la recompra de acciones en el reparto tiene implícito un cambio en la estructura financiera.

De acuerdo con la información más reciente, ver gráficos a continuación, la recompra de acciones se ha realizado en gran medida con emisión de deuda, al mismo tiempo que el peso de la recompra se ha incrementado, lo que es consistente con el incremento de endeudamiento para estas empresas.

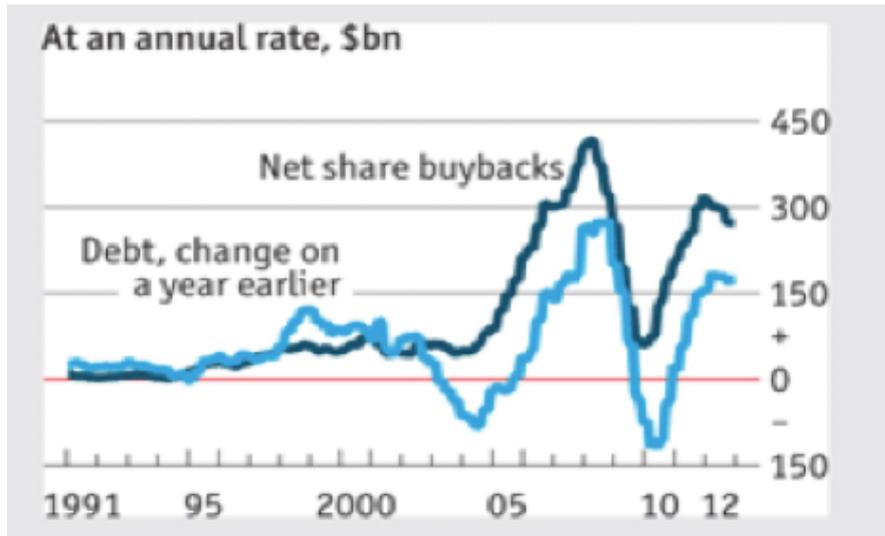
On average, US companies have returned about 60 percent of their net income to shareholders.



¹ Sample includes nonfinancial US companies with real revenue >\$100 million in any year between 1989 and 2009.
² Data for 1991–92, 2001–02 are excluded because of abnormally low net incomes.

Fuente : McKinsey on Finance. *Paying back your shareholders.*

(4) Si todos los agentes pagaran los mismos impuestos, y la modalidad de retribución al accionista dependiera únicamente del efecto impositivo, posiblemente la mejor estrategia de las empresas sería una sucesión recurrente de recompra de acciones y splits. Sólo los accionistas interesados irían a la recompra, y para evitar la reducción sistemática del número de acciones y los precios demasiado altos por acción, se entraría en la reducción de nominal de las acciones de forma que se multiplicara su número. Los accionistas que han de pagar impuestos no venderían las acciones. En la práctica sabemos que la recompra de acciones convive con los dividendos. Hemos de tener en cuenta que existen un gran número de agentes exentos de impuestos tanto para recompra como para dividendos.
 (5) Si las empresas acometieran las inversiones con beneficios retenidos y solo entonces acudieran a la deuda la política óptima sería no repartir dividendos hasta que el flujo de caja no fuese positivo. Esta política haría los dividendos altamente inestables.



Fuente: *The Economist*. *Gearing up and buying back*

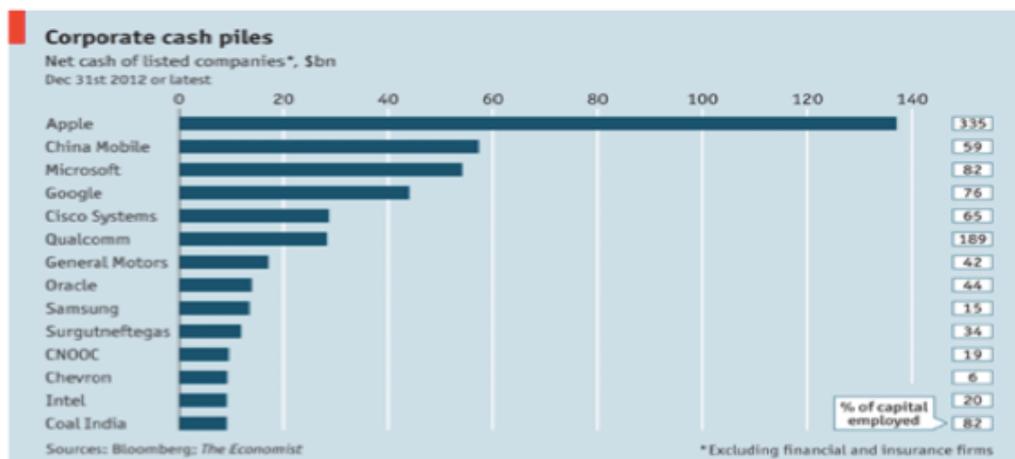
La pregunta que surge es si todas las empresas maduras han tenido igual comportamiento. Cabría diferenciar dentro de estas empresas aquellas con un accionariado concentrado, donde los costes de agencia son limitados, y las que tienen un accionariado disperso.

Es de esperar que aquellas empresas maduras con mayores costes de agencia altos el peso de los dividendos estables sea alto como mecanismo de disciplina del gestor. Y que al mismo tiempo hayan incrementado la deuda y entrado en programas de recompra de acciones. La recompra respondería no tanto a un excedente de beneficio repartido como al interés de los gestores de incrementar el precio de las acciones. Esto explicaría que el *payout* se incrementara de forma sostenida desde los años 80 y que también lo haya hecho el peso de la recompra de acciones sobre todo después del 2001, coincidiendo con la bajada de tipos de interés y el fácil acceso a la deuda para las grandes empresas antes de la crisis financiera.

Corporate cash piles

Feb 16th 2013 | From the print edition

Like 664 Tweet 21



Fuente: *The Economist*. *Corporate Cash Piles*

Las empresas tecnológicas con beneficios altos han acumulado tesorería. Estas empresas no han acudido al mercado de deuda de forma generalizada, la auto-financiación es la fuente de financiación. Los grandes beneficios en la fase de crecimiento les lleva a la acumulación de caja que se hace evidente cuando la recesión económica reduce las posibilidades de inversión. Las empresas tecnológicas que ya acumulan gran cantidad de beneficios retenidos están ya en fase de madurez. Es cuando los problemas de agencia pueden aparecer haciendo que los gestores acumulen tesorería y corriendo el riesgo de sobreinversión. Es en estas empresas con gran volumen de caja acumulado es donde aparecen los accionistas que reclaman el reembolso de esa tesorería en forma de dividendo, son los “activistas”, fundamentalmente *hedge funds* con gran capacidad de negociación.

Las empresas financieras que pagan dividendo son una amplia mayoría, para ellas los altos flujos de caja recurrentes no son la moneda común. Su negocio está basado en la financiación a corto plazo, y dependen de su reputación en el mercado para renovar su financiación. En este contexto parece que la señalización aplica a los dividendos, explicaría porque una gran proporción de financieras paga dividendos, que aumentan progresivamente, y porque la banca ha sido tan reticente a dejar de pagar dividendos incluso durante la crisis.

En este marco de interpretación flexible del dividendo pueden encuadrarse los “*scrip*”. El *scrip* es una ampliación de capital liberada, las reservas pasan a capital social. Los accionistas tienen acceso a compensación en efectivo si venden el derecho de suscripción bien en el mercado, bien a la propia empresa. El *scrip* permite a la empresa reforzar su capital, aunque los recursos propios sigan siendo los mismos. Al no exigir una salida de efectivo, excepto por la cuantía del derecho de suscripción si la empresa se compromete, es un refuerzo de los activos de la empresa, y por tanto de su capital. El *scrip* es una señal para los accionistas del compromiso futuro de la empresa, la compensación en efectivo se suspende, pero el refuerzo de capital es la señal de que los dividendos volverán. El mensaje es que el dividendo en efectivo volverá.

Mercado español

El mercado español se caracteriza por el gran peso relativo de grandes empresas, concentradas en financieras y *utilities* privatizadas. Consistente con la regularidad observada en otros mercados los dividendos crecieron considerablemente hasta bien entrada la crisis. últimos años en el mercado español, incluidos los años de la crisis. Del año 90 al 2000 los dividendos crecen un 165%. Sólo en el año 2001 crecen un 49%. En los años de crisis, que van del 2007 al 2012, crecen un 15% y conviven con el despunte de la recompra de acciones aunque sea a pequeña escala.

La teoría del ciclo de vida explicaría un nivel alto de dividendos de las acciones de empresas no financieras en la bolsa española. Un mercado concentrado en grandes empresas, maduras, que no necesitan acumular capital. La señalización explicaría el alto dividendo de las empresas financieras.

El hecho diferencial de las empresas españolas en este momento es el alto nivel de endeudamiento, la necesidad de reducir el peso de la deuda les lleva al *scrip dividend*. Éste permite la recapitalización y al mismo tiempo enviar al mercado la señal de compromiso de dividendos futuros.

Referencias

- DeMarzo P. and J. Berk. Corporate Finance: Corporate Finance: The Core. Pearson, 2011.
- Frank M. and V. Goyal (2000). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 81.
- H and W.L. Megginson (2008). Dividends and the share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89.
- Baker M and J. Wurgler (2012) Dividends as Reference Points: A Behavioral Signaling Approach. Working Paper [ssrn](https://ssrn.com).
- Wood A. (2011) CFO Europe document. www.cfoeurope.com
- DeAngelo H. L. DeAngelo and R.M. Stulz (2006) Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81.
- DeAngelo H., L. DeAngelo and D.J. Skinner (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72.
- Ameizane Lasfer M (1997). On the motivation for Paying Scrip Dividends. *Financial Management*, 26.
- Fama E. and K.R. French (2001) Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60.
- Denis D. J. and I. Osobov (2007) Why Do Firms Pay Dividends?. International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. Working paper [ssrn](https://ssrn.com).
- The Economist. Corporate Cash Piles. Feb 14, 2013
- The Economist. Apple. Tim Cook's cash care. April 24, 2013.
- The Economist. US profits. Gearing up and buying back. January 18, 2013
- Jiang B. and T. Koller (2011). Paying back your Shareholders. *McKinsey on Finance*, 39.
- Dobbs, R. and W. Rehm (2005). The value of share buybacks. *The McKinsey Quarterly*, 3.
- Floyd E., N. Li and D.J. Skinner (2013). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends.