



La paradoja de los dividendos

ADRIÁN WONG BOREN*, MÓNICA BLANCO JIMÉNEZ*, PAULA VILLALPANDO CADENA*

Si se acepta que el objetivo de una teoría positiva de finanzas es explicar y predecir prácticas financieras, entonces el objetivo de este artículo es presentar ciertas ideas y conceptos para que, algún día, se puedan explicar las razones del porqué ciertas empresas declaran dividendos y otras no; así como también predecir bajo qué circunstancias ciertas empresas los declararán o no. En otras palabras, el objetivo del presente artículo es generar la semilla para la elaboración de una nueva teoría de dividendos. Para poder entender mejor los efectos que tienen éstos en la riqueza de los accionistas, debemos ser capaces de explicar y predecir las razones de la existencia de los dividendos. Después de todo, si éstos ayudan a generar riqueza, ¿por qué no todas las empresas los declaran? O, si destruyen riqueza, ¿por qué hay empresas que los declaran? Existe un considerable debate en cuanto al efecto que tiene la política de dividendos en la generación de riqueza para los accionistas. Hay quienes dicen que los dividendos incrementan la riqueza de los accionistas;¹ hay quienes dicen que es irrelevante² y hay quienes dicen que disminuye la riqueza de los accionistas.³

Irrelevancia de los dividendos

A manera de ejemplo se planteará un mundo artificial donde no existen impuestos y costos de tran-

sacciones (comisiones, costos de investigación, costos de apertura, costos de flotación, etc.). Esta pérdida de realismo tiene un beneficio esperado importante: tal vez se llegue a estar de acuerdo con el papel que juegan los dividendos en la generación de riqueza, aun cuando sea en una situación imaginaria.

Bien, ahora debe asumirse que una empresa tiene un proyecto de inversión con tres posibles rendimientos. En el primero, los rendimientos esperados exceden lo que los inversionistas pueden obtener por sí mismos; el segundo proyecto ofrece rendimientos exactamente iguales al costo de oportunidad de los inversionistas; y en el tercero, los rendimientos esperados son menores a los que se pueden obtener.

En el primer escenario es mejor no pagar dividendos y utilizar los recursos para financiar el proyecto. El segundo caso no hace diferencia, si la empresa retiene los recursos o paga dividendos para que los accionistas lo inviertan (recuérdese la no existencia de impuestos y costos de transacciones). En el último caso, la empresa debe pagar todas sus utilidades como dividendos; de hecho, si los proyectos futuros fuesen similares, es mejor que los accionistas liquiden sus inversiones, para que sean ellos quienes administren su dinero.

Es crucial darse cuenta que la decisión de inversión es la que está determinando la política de

*Escuela de Posgrado, FACPya-UANL

dividendos,^a sin embargo, si se mantiene constante la decisión de inversión, entonces los dividendos se vuelven irrelevantes, ya que la inversión es la que genera los rendimientos y los dividendos son sólo una forma de repartir tales rendimientos. De hecho, en 1961, Modigliani y Miller (M&M)⁴ demostraron que, en mercados perfectos, la política de dividendos es irrelevante en la generación de riqueza.

Volviendo a un mundo más real, el problema de entender esta irrelevancia es que los dividendos se encuentran por cualquier parte. Algo los genera. Aun cuando los inversionistas fueran irracionales, la mayor parte del tiempo los dividendos desaparecerían, si sus costos fueran mayores que sus beneficios. Las empresas que disminuyeran su razón de pago prosperarían en relación a otras, y, al paso del tiempo, los dividendos serían raras ocurrencias y se relacionarían con empresas mal administradas. Sin embargo, los hombres de negocios encuentran obvias las preguntas sobre dividendos. Los consejos de administración declaran dividendos regularmente y, de vez en cuando, los aumentan por temor a que los accionistas se molesten. Muchos administradores están seguros que mientras más altos sean éstos, más altos serán los precios de las acciones de la empresa.

A continuación se discutirán varios temas relacionados con los dividendos, empezando por el más popular de éstos: la preferencia que tienen los inversionistas por los dividendos en efectivo sobre las ganancias de capital, algunas veces avalado por el aforismo de: “*más vale pájaro en mano que un ciento volando*”.

Preferencia por dividendos

Recientemente ha surgido un incremento importante en el pago de dividendos. La tendencia en el pasado, sin embargo, era diferente, por ejemplo, Fama y French⁵ concluyen que la proporción de empresas americanas que pagaron dividendos en efectivo cayó de un 66.% en 1978 a un 20.8% en 1999. Asimismo, Grullon y Michaely⁶ muestran que las empresas han utilizado la recompra de acciones en sustitución de pago de dividendos. Sin embargo, desde mayo de 2003, cuando el Congreso de E.U.A. dio un tratamiento preferencial a los dividendos, éstos han empezado a aumentar significativamente,

a tal grado que empresas como Microsoft declaró dividendos por primera vez en 28 años. También Cisco y Oracle están analizando el pagarlos por primera vez. Todo esto genera un interés renovado en la determinación de ¿por qué se pagan dividendos?

Tradicionalmente, se argumenta que una empresa puede influir en el precio de sus acciones cambiando su política de dividendos. La opinión más común es que la empresa puede aumentar el valor de sus acciones al aumentar la proporción que, de sus utilidades, se paga en dividendos. La creencia es que los inversionistas prefieren un peso de dividendos a un peso de ganancia de capital. Por lo tanto, los inversionistas aumentarán los precios de aquellas empresas que pagan una proporción alta de dividendos, en relación a aquellas empresas similares que pagan menos.

Los inversionistas, tanto a nivel individual como a nivel agregado, deben preocuparse por el rendimiento total, integrado tanto por dividendos como por ganancias de capital. El rendimiento total, así como el riesgo de la empresa, no son afectados por la decisión administrativa de cuánto repartir en dividendos y cuánto en ganancias de capital, lo importante es maximizar el tamaño del pastel, no rebanarlo. El razonamiento es muy sencillo: el pago de un peso en dividendos resulta exactamente en una caída de un peso en el valor de la acción, más específicamente, el precio de la acción debe caer por la cantidad del dividendo recibido después de impuestos. Está bien documentado que los precios de las acciones en los días excupón (*ex-dividend*) disminuyen, en promedio, por menos de la cantidad de dividendos pagados.

Ahora bien, la ganancia de capital no se encuentra gravada a nivel persona física, y los dividendos, actualmente, se encuentran gravados a una tasa de impuestos positiva. Esto implica un impacto negativo en la riqueza de los accionistas al repartir dividendos, ya que la cantidad total a percibir es menor.^b

^a De hecho, en muchos casos existe una correlación entre política de dividendos y tasa de inversión. Por ejemplo, empresas rentables en crecimiento tienden a no pagarlos porque tienen mejores usos de sus recursos; donde empresas de poco crecimiento, en industrias maduras o altamente reguladas, pagan la mayor parte de sus utilidades en dividendos.

^b Aun cuando las ganancias de capital se encuentran gravadas a nivel corporativo, el presente estudio considera solamente la situación personal del accionista, después de todo, es el último beneficiario del rendimiento.

De hecho, una corriente de investigación muy importante⁷ argumenta que el mercado tiene “aversión a los dividendos”, y disminuye el precio de las acciones que los pagan, para que el rendimiento, después de impuestos, que obtienen los accionistas, sea igual al rendimiento que se hubiera obtenido si la empresa no hubiera pagado dividendos.

Otro impacto negativo en la riqueza está representado por los altos costos asociados en pagar y regular dividendos. Además de los costos de administrar un programa de dividendos, la empresa puede incurrir en costos de transacciones asociados con la emisión de instrumentos financieros. Con una política de inversión y una estructura de capital dada, un incremento en los dividendos debe ser financiado con recursos frescos, ya sea con deuda o con capital nuevo. No tiene sentido económico pagar dividendos y simultáneamente aumentar capital y deuda, sin embargo, esta acción es relativamente común en el mundo de los negocios. ¿Por qué, con la existencia de tales desventajas, las empresas continúan pagando dividendos en efectivo?

Parece ser que éstos, en efectivo, están proporcionando algún beneficio a los inversionistas que no lo están obteniendo vía ganancia de capital. Veamos el argumento que se menciona más frecuentemente. Se piensa que los inversionistas valoran los dividendos en efectivo porque es como tener “pájaro en mano”, mientras que las ganancias de capital todavía son inciertas y, por lo tanto, los dividendos actúan como una protección contra la posibilidad de que la empresa vaya a bancarrota antes de que se distribuyan los activos a los accionistas. Sin embargo, siempre y cuando no afecten la política de inversión de las empresas, los dividendos no representan eliminación de proyectos riesgosos. Los nuevos inversionistas asumirán el riesgo que antes asumían los accionistas que reciben los dividendos. Estos nuevos inversionistas pueden ser los antiguos; los accionistas no necesariamente utilizan los dividendos para consumo personal o para comprar certificados de la tesorería. Si estos accionistas invierten sus dividendos en la misma empresa, están comprometiendo su inversión al mismo riesgo que si no se hubieran pagado dividendos.^c

Por otro lado, también se argumenta la existencia de algunos accionistas que tienen que obtener

efectivo para consumo personal y, por lo tanto, los dividendos en efectivo son superiores a las ganancias de capital, aun cuando vayan de por medio impuestos a pagar. Actualmente, existen varias maneras para que el accionista pueda obtener efectivo sin recibir dividendos. Un inversionista que mantenga acciones que no paguen dividendos puede obtener efectivo vendiendo algunas de sus acciones; otras veces puede pedir prestado dando sus acciones como garantía. El argumento en contra es que los costos de transacciones pueden ser muy altos si las cantidades involucradas son pequeñas. Sin embargo, la empresa puede diseñar programas regulares de recompra de acciones, y si la SHCP objeta tales programas, entonces se puede crear un mecanismo (un fideicomiso, por ejemplo) para que regularmente se venda cierta cantidad de las acciones en el mercado de capitales. Si la empresa no es pública, puede dar efectivo a sus accionistas vía puestos con sueldos inflados, o vía prestaciones de diversa índole. Sin embargo, los accionistas parecen ignorar los costos involucrados al pagar dividendos; reclamos, económicamente irracionales surgen cuando una empresa deja de pagarlos.

Por supuesto, no existe duda de que cuando se anuncian grandes incrementos en los dividendos, éstos vienen asociados con incrementos en los precios de las acciones, y cuando se anuncian disminuciones pueden mandar los precios al sótano. Pero, lo importante es que tales políticas de dividendos proporcionan información al mercado sobre el poder que tiene la empresa para generar utilidades en el futuro. John Lintner,⁹ en su estudio ya clásico, demostró que los gerentes consideraban utilidades esperadas en el futuro, así como utilidades actuales, al establecer políticas de dividendos –supuestamente porque no estarían dispuestos a disminuir los dividendos en el futuro–. Asumiendo que esto es verdad, se esperaría que los administradores aumentaran dividendos sólo cuando son esperados incrementos sostenibles en utilidades. Y si los administradores aciertan más veces de las que fallan, entonces los inversionistas astutos reconocerían que los aumentos en dividendos representan pronósticos de utilidades mayores por parte de los

^c Para mayor discusión, ver el artículo de Easterbrook.⁸

administradores. Pero, dado que existen muchas empresas altamente exitosas que nunca han pagado dividendos, surge una pregunta: ¿realmente los inversionistas valoran los dividendos, o han sido fuertemente condicionados, por parte de la empresa, para que sigan demandándolos?

Los cambios en los precios de las acciones deben interpretarse meramente como un efecto de información. La política de dividendos no es una variable causal importante; tal vez éstos estén diciendo algo acerca de otras variables más fundamentales. Hay que recordar que una alta correlación, en este caso entre dividendos y precios de las acciones, no implica causación alguna. En otras palabras, no son los dividendos *per se*, sino el mensaje que mandan al mercado lo que ocasiona cambios en los precios de las acciones; y estos cambios no dicen nada acerca de la preferencia de dividendos sobre ganancias de capital.

Dividendos como señal

La noción de que los dividendos puedan constituir una fuente de información no es nueva. La idea básica es que el aumento o la disminución en el pago de éstos comunica información que va más allá de los reportes (obligatorios y voluntarios) de utilidades, pronósticos y otros tipos de reportes financieros. Un impacto positivo en la riqueza puede ser que la política de dividendos tiene un poder informativo valioso para los inversionistas. Éstos pueden proporcionar el vehículo para comunicar la información superior que tiene la administración sobre la interpretación del desempeño presente y futuro de la compañía. Investigaciones empíricas son consistentes con esta manera de ver a los dividendos. Ross¹⁰ argumenta que la política de dividendos puede utilizarse como un mecanismo para proporcionar señales al mercado, donde las empresas con proyectos rentables están deseosas y son capaces de pagar más dividendos para poder distinguirse de otras con proyectos menos rentables; a diferencia de otro tipo de señales, los dividendos deben estar soportados por flujo de efectivo, así de simple.

Se supone que los inversionistas externos tienen información imperfecta sobre la rentabilidad de la empresa y que los dividendos en efectivo están gra-

vados a tasas mayores que las ganancias de capital. La posibilidad de esta información asimétrica causa que el precio de las acciones sea menor de lo que pudiera ser bajo condiciones de certidumbre perfecta. Bhattacharya¹¹ demuestra que bajo tales condiciones los dividendos funcionan como una señal de los flujos de efectivo esperados de la empresa. En otras palabras, los inversionistas externos no pueden distinguir (*a priori*) la rentabilidad de los activos que tienen las empresas, y es por medio de los dividendos que mucha de la 'niebla' se disipa.

Incrementos en utilidades actuales, que preceden a pagos de dividendos por primera vez, confirman los pronósticos implícitos que los gerentes realmente realizan. Por ejemplo, investigaciones recientes han demostrado que el mercado de valores reacciona favorablemente al anuncio de iniciaciones en pago de dividendos. De hecho, el incremento promedio en el precio de las acciones, en los dos días que anteceden y preceden el anuncio de dividendos, es de 4%.¹² Healey y Palepu¹³ demuestran que el mercado reacciona favorablemente cuando se anuncian inicios de pago de dividendos, es decir, cuando la empresa los anuncia por primera vez o después de no haber pagado por un período de al menos diez años. Estos investigadores mencionan que las utilidades promedio de estas empresas aumentaron 55% en el primer año después de la iniciación de dividendos; un 22% en el segundo año y un 35% en el tercero. Pero, ¿qué sucede cuando la empresa anuncia reducción o eliminación de dividendos?

En mayo de 1994, una de las empresas eléctricas más grandes de E.U.A. anunció un 32% de reducción en el pago de dividendos. Esta fue la primera vez que una empresa eléctrica, sin problemas de liquidez, anunciaba una reducción en este pago. La empresa, después de un estudio minucioso, anunció que debido a una intensificación en el nivel de competencia, el alto pago de dividendos (la razón de pago promedio era de 90%) iba en contra de los intereses de los accionistas.

La reacción inicial fue negativa. El día del anuncio la acción cayó de \$31.88 a \$27.50, una caída de casi 14%. Pero tan pronto como el mercado digirió la noticia y entendió las razones de la reducción de éstos, se concluyó que la decisión no era una señal

negativa, sino una decisión estratégica que mejoraría la situación financiera de la empresa en el largo plazo. En mayo 31, a menos de un mes del anuncio, la acción cerró a \$32.17.

Ciertamente, la política de dividendos parece tener contenido informativo. Eficiencia en los mercados significa que la información disponible se encuentra incluida en el precio de las acciones. No dice que tal información es fácil y barata de obtener; los inversionistas utilizan cualquier ‘pista’ que consideren valiosa. Sin embargo, vale la pena investigar si este es el medio más eficiente para proporcionar señales al mercado, ya que aquellas empresas con largos períodos de prosperidad no necesitan de ninguna señal para que el mercado se dé cuenta de su calidad; los reportes de los auditores, analistas financieros, el éxito comercial del negocio, etc., son suficientes para verificar el éxito de las empresas.

Teoría de la agencia

Los problemas de agencia pueden existir cuando un principal, o grupo de principales, emplea a un agente para desarrollar un servicio que involucra delegación de autoridad, por parte del principal, para que el agente tome decisiones. La teoría de la agencia dice que al perseguir sus propios intereses, la gente inevitablemente entra en conflicto cuando intervienen en tareas de conjunto. Jensen y Meckling¹⁴ argumentan que debido a estos conflictos, las partes involucradas sufren costos o pérdidas (*agency costs*), y como gente racional tratarán de reducir tales costos.

Una fuente de costos de agencia está representada por lo que podemos llamar aversión al riesgo por parte de los administradores. Los inversionistas, que por lo general cuentan con portafolios de inversión diversificados, se preocupan principalmente por el riesgo no diversificable denominado no sistemático. Sin embargo, los administradores tienen la gran parte de su riqueza personal adherida al negocio. Si a la empresa le va mal, o peor, va a bancarrota, los administradores perderían su empleo y cualquier riqueza que se relacionara con el valor de las acciones de la misma. Por lo tanto, los administradores se preocupan por el riesgo total del negocio y no solamente por el riesgo sistemático.

Como consecuencia, los administradores pue-

den escoger proyectos que son seguros, pero tienen un rendimiento esperado menor que otros proyectos más riesgosos. Proyectos más riesgosos enriquecen a los accionistas a costa de los acreedores (dado que los accionistas no pagan nada de las ganancias a los acreedores, pero éstos sí absorben parte del riesgo de quiebra), y a los accionistas les gustaría que los administradores tuvieran una actitud más arriesgada en la aceptación de proyectos. Por supuesto que los acreedores sospechan de este comportamiento y lo tratan de controlar mediante cláusulas y otro tipo de mecanismos; también ajustan la tasa de interés que demandan como rendimiento.

Los administradores pueden modificar el riesgo de la firma no sólo por la alteración de la mezcla de proyectos, sino también alterando la razón de deuda-capital. Una manera de hacerlo es escogiendo la política de dividendos a seguir. Si los administradores primero emiten deuda y entonces financian nuevos proyectos de las utilidades retenidas, la razón deuda-capital disminuirá. Mientras menor sea la razón de deuda, menor será el riesgo para los administradores y mayor el beneficio para los acreedores, quienes recibirán sus intereses contractuales pero con menor probabilidad de bancarrota. Financiar proyectos con utilidades retenidas –si no fue anticipada por los acreedores– transfiere riqueza de los accionistas hacia los acreedores. Así como los acreedores quieren limitar la cantidad de dividendos que se pagan (para prevenir que los accionistas tomen ventaja una vez establecida la tasa de interés), los accionistas quieren aumentarlos para evitar estar aventajados por los acreedores. Por lo tanto, a los accionistas les gustaría que los administradores tomaran más riesgos para no regalar riqueza a los obligacionistas. Sin embargo, es difícil encontrar los incentivos correctos para eliminar la aversión al riesgo de los administradores.

Pagar dividendos y utilizar recursos financieros puede ocasionar que la empresa aumente su deuda para llevar a cabo las operaciones normales.^d Pero, aun cuando la empresa no acuda al mercado de deuda, la razón de deuda-capital aumenta, de esta manera los dividendos sirven para regular cambios en la estructura financiera en beneficio de los

^dNo tiene sentido económico pagar dividendos y después aumentar capital.

inversionistas, o para que al menos no haya transferencia de riqueza hacia los obligacionistas. En otras palabras, los dividendos actúan como un mecanismo para reducir costos de agencia, impidiendo que un grupo de inversionistas se vea favorecido en relación a otro por cambios que sucedan después de que los instrumentos hayan sido emitidos. Dado que el futuro es anticipado con cierto nivel de imperfección, siempre se necesitará hacer ajustes en la estructura financiera y los dividendos juegan un papel importante en éstos.

Hasta ahora se ha comentado sobre teorías, que, de un modo u otro, tienen un impacto económico en la riqueza de agentes o principales. A continuación se mencionarán brevemente algunos aspectos, que podemos llamar psicológicos, sobre la preferencia de dividendos sobre ganancias de capital.

En teoría sí, pero...

Los elementos subjetivos relacionados con los dividendos se acentúan más para individuos que mantienen pocas acciones que para grandes inversionistas o instituciones. Para los pequeños inversionistas, los dividendos pueden ser algo más que parte del rendimiento de su inversión; cada paquete de acciones puede traer una experiencia familiar; herencia por parte de un ser querido, negociaciones en divorcios y otra serie de consideraciones irrelevantes en teoría económica. El que no se les dé la importancia debida en este artículo, no se debe a que sean poco importantes; al contrario, son tan importantes para merecer un estudio por separado. Sin embargo, sólo se mencionarán conceptos que se han venido discutiendo en el área de psicología cognoscitiva.

Recientemente, varios psicólogos han demostrado que la mayoría de la gente actúa de manera irracional en el proceso de toma de decisiones. Esta irracionalidad no solamente le sucede a personas comunes y corrientes, sino, sistemáticamente, a los llamados expertos. Una de las teorías más fascinantes es la desarrollada por Kahneman y Tversky,¹⁵ denominada *Prospect Theory*. Dicha teoría establece que cuando el tomador de decisiones se enfrenta a proyectos inciertos, confunde aspectos de forma y fondo. Las personas entonces actúan de manera diferente, dependiendo de la recompensa involucra-

da en la incertidumbre; en otras palabras, un individuo tendrá un comportamiento de aversión al riesgo cuando las ganancias se encuentran involucradas; tendrá un comportamiento de buscar riesgo (*risk-seeking*) cuando las pérdidas se encuentran involucradas y, además, éstas parecen siempre mayores a las ganancias. El postulado de que las pérdidas parecen mayores que las ganancias es consistente con la observación de que anuncios de disminución de dividendos tienen un efecto más pronunciado en el precio de las acciones que un anuncio de aumento en éstos.

Otra explicación se basa en el concepto denominado “aversión al arrepentimiento”, desarrollado también por Kahneman y Tversky.¹⁶ Considere los dos casos siguientes:

1. Usted toma \$6,000 que recibió como dividendos y los utiliza para comprarse una televisión.
2. Usted vende \$6,000 de acciones y utiliza el dinero para comprarse una televisión

Subsecuentemente, el precio de la acción aumenta significativamente. ¿Dónde siente más arrepentimiento, en el caso 1 o en el caso 2? Si los dividendos y la venta de acciones son sustitutos perfectos, es claro que no habría diferencia en remordimiento. Sin embargo, la evidencia empírica indica que la mayoría de la gente siente más remordimiento en el caso 2. Lo que se puede argumentar aquí es que el consumo financiado con dividendos se prefiere sobre el consumo financiado con la venta de acciones, debido a que la gente tiene aversión al remordimiento.

Se siente arrepentimiento cuando uno puede imaginarse con facilidad haber hecho algo diferente que pudo haber originado un resultado más favorable. El temor a violar procedimientos estandarizados, así como innovación, puede ser una defensa muy efectiva contra el arrepentimiento –es más fácil imaginarse a uno haciendo las cosas convencionales que las no convencionales.^e

El consumir los dividendos y no las ganancias de capital puede constituir el procedimiento estándar a seguir. Entonces, el argumento de que los

^e El contratar consultores expertos parece corroborar este concepto. Cuando una mala decisión se toma sin la ayuda de un experto, es muy difícil defender tal decisión como el mejor esfuerzo posible y el surgimiento de arrepentimiento es más probable.

dividendos en efectivo y las ganancias de capital son substitutos perfectos (en ausencia de impuestos y costos de transacciones) no se mantiene. La aversión al remordimiento puede inducir a las personas a preferir dividendos en efectivo. Shefrin y Statman¹⁷ argumentan que los inversionistas quieren evitar consumir mucho en el presente; no quieren gastarse el capital y, por lo tanto, en lugar de vender acciones prefieren consumir en forma de dividendos. Este efecto es especialmente fuerte para gente de edad avanzada, quienes no reciben sueldo y dependen de los ingresos de sus inversiones.

Conclusión

¿Qué pueden indicar todas las anomalías que se han mencionado en relación a los dividendos? ¿Significa que la teoría económica está equivocada y debe ser desechada? Pese a sus limitaciones, la teoría económica sigue siendo la mejor alternativa para entender los dividendos. El problema es que se utilizan los mismos modelos para prescribir comportamientos racionales como para describir comportamientos reales. Sin embargo, hay que tener una buena distinción entre las teorías normativas y descriptivas, por ejemplo, se sabe que el objetivo de la empresa es maximizar utilidades, y la forma de lograrlo es estableciendo el precio de tal manera que los costos marginales sean iguales a los ingresos. Si en la vida real esto no se lleva a cabo, es otro problema; después de todo, es precisamente la existencia de anomalías en este tema lo que hace pensar en el desarrollo de una mejor o nueva teoría de dividendos.

Resumen

La paradoja del dividendo ha llamado la atención de teóricos financieros desde el artículo seminal de Modigliani y Miller. Este escrito estableció que, en un mundo perfecto, cuando la política de la inversión de una firma se mantiene constante, su política del pago de dividendos no tiene ningún efecto en la creación de la riqueza del accionista. Incrementos en los pagos de dividendos ocasionan disminuciones en utilidades retenidas y en las ganancias sobre el capital y viceversa, dejando la riqueza

total de los accionistas sin cambio alguno. En otras palabras, es la decisión de inversión la que genera riqueza y no la decisión de pago de dividendos. En este artículo presentamos diversos puntos de vista, incluyendo el de los impuestos, el de algunas teorías, como la teoría de la agencia, con la expectativa que el lector encontrará más intrigante (o cautivadora) la paradoja de los dividendos.

Palabras clave: Empresa, Dividendos, Accionistas, Inversionistas.

Abstract

The dividend paradox has preoccupied the attention of financial theorists since Modigliani and Miller seminal paper. This paper established that, in a perfect world, when the investment policy of a firm is held constant, its dividend payout policy has no effect in the creation of shareholder wealth. Higher dividend payouts lead to lower retained earnings and capital gains, and viceversa, leaving total shareholder wealth unchanged. In other words, it is the investment decision the one that creates wealth and not the dividend decision. In this paper we present different points of view, including taxes; signaling theory; agency theory; with the expectation that the reader will find the dividend paradox even more intriguing.

Keywords: Company, Dividends, Shareholders, Investors.

Referencias

1. Gordon, M. J. (1959). "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*. May. pp. 99-105.
2. Miller, M. y M. Scholes. "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, pp. 333-364.
3. Litzenberger, R.H. y K. Ramaswamy (1982). "The Effects of Dividends on Common Stock Process: Tax Effects or Information Effects?," *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 429-43.
4. Miller, M.H. y F. Modigliani (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares",

- Journal of Business, Vol. 34, pp. 411-433.
5. Fama, E. y K. French (2001). "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp. 3-43.
 6. Grullon, G. y R. Michaely (2002). "Dividend, share repurchases, and the substitution hypothesis", *The Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1649-1684.
 7. DeAngelo, H. y L. DeAngelo (2004). "Payout Policy Irrelevance and the Dividend Puzzle", Working Paper, University of Southern California.
 8. Easterbrook, F.H. (1984). "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650-659.
 9. Lintner, John. (1956). "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review*, Vol. 46, pp. 97-113.
 10. Ross, Stephen (1977) "The determination of financial structure: The incentive signalling approach", *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, pp. 23-40.
 11. Bhattacharya, Sudipto (1979). "Imperfect Information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, pp. 259-270.
 12. Brooks, L. y D. Buckmaster (1980). "First difference signals and accounting income time series properties", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 7, pp. 437-454.
 13. Healey, P. y K. Palepu (1988). "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 149-175.
 14. Jensen, M.C. y W.H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
 15. Kahneman, David y Amos Tversky (1979). "Prospect Theory: An Analysis of decision under risk", *Econometrica*, Vol. 47, pp. 263-291.
 16. Kahneman, David y Amos Tversky (1982). "The psychology of preferences," *Scientific American*, Vol. 246, pp. 167-173.
 17. Shefrin, H.M. y M. Statman. (1984). "Explaining investor preferences for cash dividends", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 253-282.

Recibido: 11 de julio de 2006
Aceptado: 25 de enero de 2007