

# ANÁLISIS DEL OBJETIVO ESTRATÉGICO DE INCREMENTO DE VALOR DE LA EMPRESA A TRAVÉS DE LAS DECISIONES DE DIVIDENDOS

Jiménez Estévez, Pedro  
Universidad de Castilla La Mancha

## RESUMEN

En primer lugar nos planteamos el objetivo clásico de maximización del beneficio. Éste es criticado como guía de todas las decisiones empresariales y objetivo último a perseguir en la empresa, de ahí que planteamos unas alternativas a ese objetivo clásico. Estas dos alternativas son el incremento de valor de la empresa y el crecimiento financieramente sostenible.

Llegados a este punto reflexionamos acerca de como puede afectarse a través de las decisiones empresariales al objetivo de incremento de valor. De estas reflexiones deducimos que el reparto de dividendos puede afectar al valor de la empresa al influir en el ritmo de crecimiento financieramente sostenible. Ahora tan sólo nos quedaría hacer un contraste empírico para poder conocer como es esa influencia de los dividendos en el valor de la empresa; esto es precisamente lo que realizamos en el apartado del presente trabajo denominado "Incremento de valor de la empresa a través de los dividendos".

## OBJETIVO DE MAXIMIZACIÓN DEL BENEFICIO

Si nos proponemos buscar un objetivo genérico y único para la empresa, debemos tener en cuenta que, así como el supuesto central en la Teoría del Consumo es que el consumidor trata de hacer máxima su utilidad, el supuesto inicial en la Teoría de la empresa, es que el empresario trata de hacer máxima su participación residual, es decir, su beneficio. De esta forma Simon H. (1970) nos dice: "la consideración clásica parte de que la empresa persigue la maximización de un objetivo de una manera racional. Si los objetivos son varios, se supone que asigna prioridades a cada uno de ellos. Existe en la empresa un fin común y delimitado que es la maximización del beneficio"

Esta teoría de maximización del beneficio ha sufrido diferentes ataques. Podemos clasificar los más importantes como sigue:

a) La teoría es ambigua en cuanto a decir si lo que ha de hacer máximo es el beneficio a corto o a largo plazo. O como señala el profesor Navas (Navas, J. E. et al; 1996; p. 61), deberíamos concretar si nos referimos al beneficio económico o al beneficio contable, pues éste estaría definido por la diferencia entre ingresos y gastos, mientras aquél estaría definido como diferencia entre los valores económico o de mercado de los fondos propios entre dos períodos, lo cual nos acercaría al objetivo de maximizar el valor de la empresa y, en concreto, el de los fondos propios. Aún podríamos decir que si nos decidimos por el beneficio contable, los criterios de contabilización pueden ser distintos, si lo que queremos es obtener un beneficio para realizar una adecuada gestión de la empresa, o por el contrario, nos basamos estrictamente en los criterios fiscales establecidos por el Fisco para realizar la liquidación del impuesto de sociedades.

Según Grant (Grant, R. M.; 1996; p. 64) para distinguir el beneficio económico o puro de la convención contable de la noción de beneficio, los economistas y estrategias empresariales utilizan el término renta o renta económica para referirse al excedente que obtiene la empresa una vez que ha hecho frente a todos los costes de los *inputs* necesarios para la producción. La forma más simple de medir el beneficio económico generado por una empresa es tomar el beneficio de explotación neto de impuestos y deducir el coste de todo el capital empleado (no solo los intereses por las deudas, sino también el coste de los capitales propios). John Kay (Kay, J.; 1993; p.65) llama a esta medida de beneficio valor añadido y la consultora Stern Stewart & Company de Nueva York, lo denomina valor añadido económico.

b) El empresario puede obtener todo género de rentas "psíquicas" de la empresa, aparte por completo de las remuneraciones monetarias. Si ha de hacerse máxima su utilidad, habrá que sopesar a veces, una pérdida de beneficio contra un aumento de renta "psíquica". Pero si admitimos el concepto de renta psíquica, el criterio de maximización del beneficio pierde toda su nitidez.

c) El empresario puede no preocuparse de hacer máximo su beneficio, sino simplemente desear obtener una remuneración que considere satisfactoria. Pronto veremos que los "beneficios satisfactorios" es un concepto más significativamente relacionado con la noción psicológica de los niveles de aspiración que con la de maximización. Según la visión psicológica de Simon, los directivos obran a impulsos y se conforman con alcanzar una cierta cota de resultados que consideran satisfactoria sin perseguir necesariamente el resultado óptimo. Ello sucede así porque a partir de un determinado nivel, el esfuerzo que exige una mejora adicional de resultados es muy fuerte, con lo que la ventaja "marginal" obtenida es muy reducida. Por tanto, depende de las características particulares de los directivos y del mayor o menor coste de aumentar los resultados, el que se fije el "nivel satisfactor" más o menos próximo al óptimo.

d) Donde existe competencia imperfecta entre las personas, la maximización es una meta ambigua puesto que la actuación óptima depende de la actuación de los demás. Así para Cyert y March (Cyert y March; 1965; p. 62) la empresa es una coalición de individuos, algunos de los cuales son miembros de varias coaliciones. Los objetivos de una empresa son (según estos autores) una serie de restricciones más o menos independientes, impuestas a sus miembros a través de un proceso de negociación y elaboradas a lo largo del tiempo. Estos objetivos se suponen dinámicos y múltiples, alcanzables, satisfactorios en lugar de maximizadores y varían con las oscilaciones en los niveles de aspiración de sus miembros.

De acuerdo con ello, los grupos alcanzan una situación de equilibrio, fijando un objetivo que, en cierto modo, integra a los de los participantes. A su vez, en caso de desequilibrio o no integración de los objetivos de los grupos, el regateo o enfrentamiento de éstos tendría en la supervivencia de la empresa un objetivo prioritario que los grupos admitirían por encima de sus intereses personales.

Bajo este planteamiento, los objetivos de la empresa serían el resultado de un proceso de ajuste entre los grupos participantes en ella, que tratan de alcanzar sus propios objetivos. Pero debemos tener en cuenta que no todos los grupos van a tener el mismo poder decisorio y la misma libertad para participar. En consecuencia, cabe admitir que el grupo poseedor del mayor poder en la empresa condiciona al resto de los grupos, imponiendo sus objetivos con la restricción de la consecución mínima aceptable de los objetivos de los demás.

## EL INCREMENTO DEL VALOR COMO OBJETIVO DE LA EMPRESA

Lo primero sería dejar claro qué entendemos por valor. El concepto de valor según queda recogido por el profesor Navas (Navas, J. E: et al.; 1996; p. 69) sería: "la aptitud o utilidad de las cosas para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar, o bien la cualidad de las cosas en virtud de la cual se está dispuesto a pagar una cierta suma de dinero equivalente por poseerlas. Por tanto, el valor para los accionistas viene dado por la capacidad de ésta para generar rentas o beneficios, es decir, por la rentabilidad de sus activos productivos en virtud de los cuales se está dispuesto a pagar por su posesión. Creación de valor y rentabilidad son, pues, conceptos indisolubles."

Dentro de los objetivos no económicos de la empresa de acuerdo con el sistema de objetivos de Ansoff (1976) se encuentra el objetivo de incremento de valor de la empresa; hemos de volver a hacer hincapié en que esta acepción significa: "que no están derivados directamente de los objetivos básicos económicos de la empresa". Aún cuando él mismo autor reconoce que la influencia de tales objetivos en las actividades de la empresa orientadas hacia la rentabilidad de la inversión puede realmente ser muy grande, hemos de someterla a un análisis crítico.

El tratar de conseguir la maximización del valor de la empresa en el mercado no puede hoy día ser considerado un objetivo "no económico" como manifiesta Ansoff, aun cuando considere que a largo plazo la optimización del valor en el mercado es equivalente a la optimización del resultado de la inversión. De esta forma nos señala: "Entre las filosofías competitivas de los objetivos, algunos economistas aducen que la maximización del valor de mercado de capital propio es el objetivo central adecuado para la empresa. Si se asume que esto se busca a largo plazo y que al final "la verdad se impone", (el mercado evaluará la empresa según su perspectiva de rentabilidad a largo plazo) entonces la optimización del valor en el mercado es equivalente a la optimización del resultado de la inversión. Las observaciones precedentes sugieren, no obstante, que a corto plazo de las respectivas filosofías pueden originarse objetivos y estrategias muy diferentes".

Grant (Grant, R.M. ; 1996; p. 58) nos señala: "... se realiza un supuesto esencial: que el objetivo principal de la empresa es maximizar el beneficio (o lo que es igual, maximizar el valor para el accionista)". Como vemos, el autor asegura que da lo mismo maximizar el beneficio de la empresa que el valor para el accionista. En principio, no podemos estar de acuerdo con esta afirmación, pues el orientar las decisiones de la empresa a maximizar el beneficio, significa que no se está teniendo en cuenta la valoración que de estas decisiones hace el mercado.

Sin embargo, Grant (Grant, R. M.; 1996; p. 65) más adelante nos da más explicaciones de por qué realiza esta afirmación. Al hablar de la maximización del valor del accionista como objetivo de la empresa señala: "A pesar de que el concepto de beneficio económico evita muchos de los problemas inherentes al beneficio contable, no soluciona el problema del período de tiempo en el que los beneficios deben maximizarse. Para ello, se requiere que los beneficios futuros sean actualizados y que la empresa maximice su valor actual. Los principios del análisis del flujo de caja descontado o valor actual neto (VAN), que las empresas aplican a sus proyectos de inversión individuales, puede aplicarse a la empresa como un todo. Entonces, la selección de las estrategias debe realizarse considerando la maximización del valor actual de la empresa". Y un poco más adelante: "Si las decisiones estratégicas deben guiarse por los intereses de los accionistas, entonces las empresas deberían buscar maximizar la riqueza de los accionistas mediante la maximización del valor de sus acciones en el mercado".

Por tanto, lo que Grant quiere decir, es que al maximizar el beneficio a largo plazo de la empresa se está maximizando los flujos de caja futuros, y por tanto, se maximiza el VAN. Además, admite que esta maximización del valor debe servir de guía para las decisiones empresariales, y en definitiva, para sus estrategias. Y por último admite como indicador del valor de la empresa, puesto que este valor debe estar orientado hacia el accionista, la cotización de las acciones en el mercado.

Múltiples autores como W. Beranek, J. Van Horne, E. Solomon, F. Weston, etc., han puesto de manifiesto que el objetivo básico de las empresas es la maximización del valor de mercado de sus acciones, porque indudablemente es un reflejo de las decisiones de la empresa en materia de inversiones, financiación y dividendos.

Así, F. J. Weston (Weston F.J. et al.; 1987; p. 6), cuando nos habla de las metas de la empresa, nos indica: "La meta de la administración financiera es maximizar el valor de la empresa, tal como éste se mide por el precio de sus acciones". Aunque reconoce que si la empresa quiere tener éxito debe tener en cuenta los objetivos de los demás grupos de interés dentro de la empresa: trabajadores, administradores, acreedores, proveedores, y especialmente de los clientes. Pero nos indica que la razón es que teniendo en cuenta sus peticiones, podremos incrementar el valor de la empresa. Esto es porque el valor de las acciones es un buen indicador para medir la gestión de la compañía; si baja, la gestión no ha sido buena y si sube es un indicador de que la gestión está siendo buena.

El profesor A. Suárez (Suárez, A. ; 1995; p 35) reconoce al objetivo de incremento de valor de la empresa como motivo de replanteamiento de muchos de los aspectos fundamentales de la economía de la empresa, y textualmente, cuando nos habla de la búsqueda de un objetivo para la gestión financiera, señala:

"Siempre se ha considerado que el objetivo fundamental de la empresa en el mundo económico capitalista es la obtención del máximo beneficio o lucro. Este objetivo ha recibido duras críticas, y modernamente ya se habla de objetivos múltiples en la empresa más que de un objetivo único y omnipotente. La moderna Administración financiera acepta como objetivo general de la empresa la maximización del valor de la misma para sus accionistas, es decir, la maximización del valor de mercado".

Más adelante, cuando A. Suárez (Suárez, A. ; 1995; p. 383) nos habla de la función de información de las Bolsas de Valores indica:

"La información bursátil es de tal importancia que modernamente se considera que el objetivo de la empresa ya no es la maximización del beneficio, sino la maximización del valor de la misma para sus accionistas, esto es, la maximización del valor bursátil de las acciones. Se convierte así la Bolsa en un banco de pruebas de la eficacia de los directivos empresariales, y un gran instrumento de control de la gestión de aquellos por parte de los accionistas y el público en general".

El profesor A. Cuervo llega a conclusiones muy parecidas partiendo de dos supuestos:

- 1) El planteamiento económico neoclásico se fundamenta en que el individuo adopta sus decisiones para maximizar la utilidad de su consumo a lo largo del tiempo.
- 2) Basándose en los trabajos de Simon (1979) y Nensol y Winter (1982), se cuestiona el comportamiento optimizador al tener en cuenta los diferentes grupos participantes en la empresa.

De esta forma A. Cuervo (Cuervo, A; 1991; p. 15) nos señala :

"Bajo este planteamiento, los objetivos de la empresa son el resultado de un proceso de ajuste entre los grupos participantes en ella que tratan de alcanzar sus propios objetivos. Ahora bien, esto supone que todos los grupos tienen igual poder decisorio, y la misma libertad para participar. Sin embargo, en la práctica, la falta de alternativas condiciona muchas veces esa libertad. En consecuencia, podría admitirse que el grupo poseedor del mayor poder en la empresa condiciona al resto de los grupos, aunque su poder será limitado por el mercado. De hecho, la pérdida de grados de libertad en la fijación de precios, así como un poder decisorio centrado en el capital o la dirección, reconducen a la empresa al objetivo de maximización del valor de la misma. No obstante, la existencia de grados de monopolio en los mercados puede permitir la aparición de objetivos sociales, vinculados con los grupos de la empresa y, en suma, la existencia de laxitud organizativa.

En conclusión, el objetivo de la empresa debe ser planteado en términos de la maximización de su valor en el mercado. Todas las decisiones deben ser tomadas respecto de dicho objetivo, cuya realización es medida y controlada por los mercados financieros, considerando al mismo, por tanto, como un criterio general de elección desde el exterior de la empresa"

Así podemos decir, que una empresa tiene que comportarse a largo plazo de una manera que sea razonablemente válida para conseguir la maximización de la riqueza de los accionistas. O en otras palabras, que es una guía adecuada de cómo debería actuar la empresa. Y que cuando la empresa no actúa de conformidad a este objetivo, puede pensarse que es una restricción que tiene un coste de oportunidad medible. Otra cuestión será que pueda realmente maximizarle dicho valor en el mercado, o que solamente pueda alcanzarle un nivel satisficente que se considere mínimamente válido.

## EL CRECIMIENTO SOSTENIBLE COMO OBJETIVO

Una vez que nos hemos puesto de acuerdo en cuál es el objetivo a perseguir por parte las empresas, es decir, el incremento de valor, debemos hacer referencia al tipo de decisiones que la empresa toma para tratar de conseguirlo. Atendiendo a las propuestas por el profesor Cuervo (Cuervo, A.; 1994; p. 17), como señalábamos al principio del trabajo:

- a) Asignación eficiente o determinación de los activos o inversiones de la empresa.
- b) Composición de pasivos, estructura de capital, o medios de financiación de los activos de la empresa.

c) Ritmo de crecimiento financieramente sostenible, considerando incluida en esta decisión la política de dividendos.

En este último grupo de decisiones es en el que vamos a centrarnos, pues no debemos olvidar que estamos analizando como afectan las decisiones de dividendos al incremento de valor de la empresa. Así debemos señalar que las variables de las que depende el ritmo de crecimiento de la empresa, siguiendo al profesor Cuervo Cuervo (Cuervo, A.; 1994; p. 22) son:

1) Variables reales como son: el tipo de interés real, la demanda efectiva y la tecnología y/o el precio de los "inputs".

2) Variables financieras (ahorro de la empresa) como por ejemplo: las imperfecciones del mercado de fondos y la discrecionalidad de los directivos.

En cuanto al crecimiento financieramente sostenible va a depender de:

-Crecimiento de las ventas.

-Crecimiento intrínseco y extrínseco.

-Autofinanciación de equilibrio (relacionada directamente con la política de dividendos).

Además debemos tener en cuenta que el crecimiento financieramente sostenible vendrá determinado por razones de tipo estratégico (tasa de crecimiento del mercado) y de tipo estructural (crecimiento equilibrado de variables reales y financieras), con dos componentes básicos, el crecimiento intrínseco ( $C = RE \times b$ ) y el crecimiento externo [ $(RE - K_i) FA/FP \times b$ ].

Siendo las variables nombradas las siguientes:

RE= Rentabilidad económica

b= Tasa de retención de los beneficios.

$K_i$ = Coste de los recursos ajenos.

FA= Endeudamiento

FP= Recursos propios.

FA/FP= Ratio de apalancamiento.

Es decir, como hemos podido apreciar la variables  $C$  o también denominada  $g$  que nos mide el crecimiento va a depender de una parte de la autofinanciación, o crecimiento intrínseco y del crecimiento extrínseco o como consecuencia de la financiación externa.

Como hemos dicho la tasa de crecimiento sostenible viene determinada por razones de tipo estratégico, como es la tasa de crecimiento del mercado, es por ello que para poder obtener la tasa de crecimiento sostenible debe darse la siguiente igualdad  $C_v = C_D$ , lo que significa que la tasa de crecimiento de las ventas debe crecer como mínimo al mismo ritmo que la demanda, si es que quiere seguir conservando su participación en el mercado.

También hemos citado las razones estructurales que van influir en el crecimiento, así tendrá que darse las siguientes circunstancias:

a)  $C_A = C_v$ , esto quiere decir que no puede existir un crecimiento de las ventas a largo plazo si no hay un aumento proporcional del activo.

b)  $C_A = C_P$ , o lo que es lo mismo, que el pasivo tiene que crecer proporcionalmente al activo.

En definitiva el profesor Cuervo Cuervo, A.; 1994; p. 194) nos resume que para poder obtener el cálculo de la tasa de crecimiento sostenible debemos partir de dos hipótesis:

H<sub>1</sub>:  $C_D = C_v = C_A = C_P = g$

H<sub>2</sub>: Los fondos para financiar el crecimiento provendrán básicamente de:

-Beneficios retenidos (no habrá ampliaciones de capital)

-Nuevo endeudamiento.

La expresión final que muestra la tasa de crecimiento sostenible  $g$  sería:

$$BN_{t-1}/V(1-Div/BN_t) (1+FA/FP)$$

$$g = \frac{A/V BN_{t-1}/V (1-Div/BN_t) (1+FA/FP)}{A/V BN_{t-1}/V (1-Div/BN_t) (1+FA/FP)}$$

Siendo las variables que intervienen:

$BN_{t-1}$ : Beneficio neto del año anterior

Div: dividendos repartidos

$BN_t$ : Beneficio neto del año en curso.

FA/FP: Relación entre fondos propios y fondos ajenos.

A/V: Rotación del activo, o relación activo entre ventas.

En caso de que no utilizáramos la financiación externa la expresión sería:

$$BN_{t-1}/V (1-Div/BN_t)$$

$$g = \frac{A/V - FI/V - (BN_{t-1}/V (1-Div/BN_t))}{(A/V - FI/V) - (BN_{t-1}/V (1-Div/BN_t))}$$

En este supuesto aparece un nuevo concepto que es el de financiación inducida FI, se trata de la parte de financiación externa correspondiente créditos comerciales y crédito fiscal, las cuales pueden considerarse como financiación espontánea.

Así pues el crecimiento equilibrado (sostenible y seguro) de las ventas está limitado por:

1) La intensidad de capital de la estrategia prevista, cuanto menor sea la relación A/V mayor será el crecimiento sostenible, esto nos da idea de lo eficiente que es la inversión en activos.

2) Del coeficiente o tasa de autofinanciación y la independencia financiera. Cuanto mayor sean estas variables, mayor podrá ser el crecimiento sostenible. No obstante, la empresa tendrá que adecuar su estructura de financiación a la tónica marcada por el mercado.

3) Del margen de beneficio, a mayor margen mayor tasa de crecimiento.

Como vemos se puede comprobar, si suponemos que la tasa de crecimiento nos viene impuesta por el sector<sup>1</sup>, que la política de dividendos o, lo que es lo mismo, la autofinanciación será una de las variables a acomodar para lograr ese crecimiento equilibrado y deseado.

## INCREMENTO DE VALOR DE LA EMPRESA A TRAVÉS DE LOS DIVIDENDOS

Tres son los posibles puntos de vista en torno a la relevancia, o irrelevancia de la política de dividendos, es decir, a la influencia o no de la política de dividendos en el valor de la empresa. En síntesis los puntos de vista son:

1º) Miller y Modigliani (1961) nos señalan que la política de dividendos es irrelevante, es decir el cambio de política de dividendos no afecta al coste de capital. Así, no afectaría al valor de la empresa y no habría política de dividendos óptima.

2º) Gordon (1959 y 1962) y Lintner (1956) están en desacuerdo con Miller y Modigliani (M-M), puesto que argumentan que los dividendos tienen menos riesgo que las ganancias de capital, por lo que debería establecer un alto *pay out* y por tanto, un alto pago de dividendo, para minimizar el coste de capital, esto trae consigo un incremento en el valor de la empresa.

3º) Litzberger y Ramaswamy (1979), y también Brennan (1970), cuya posición es la contraria a Gordon y Lintner, estableciendo que puesto que los dividendos son gravados a una tasa mayor que las ganancias de capital, los inversores requieren de las acciones con un alto pago de dividendo una mayor tasa de rentabilidad. De acuerdo con esta teoría, llevada al extremo, una firma no pagará dividendos para minimizar su coste de capital y maximizar su valor.

<sup>1</sup>Ya que si el ritmo de crecimiento de ventas no se incrementa en igual medida que el del sector la cuota de mercado se verá disminuida.

Para comprobar la influencia de los dividendos en el incremento de valor de la empresa se han utilizado tests basados en el CAPM (Capital Asset Pricing Model); este tipo de test fue utilizado en los trabajos de Litzemberger y Ramaswamy (1979), Brennan (1970) y Miller y Scholes (1982). En síntesis, la hipótesis que subyace es que la rentabilidad requerida por el mercado es una función del riesgo percibido por el mercado, que viene medido por  $b$ , y también de la corriente de dividendos.

$$k_i = k_F + b_i(k_M - k_F) + \lambda_i(D_i - D_M) \quad (1)$$

Donde:

$k_i$  es la rentabilidad por incrementos en el precio.

$k_F$  es la rentabilidad de activos sin riesgo

$k_M$  es la rentabilidad por incrementos en el precio del mercado.

$D_i$  es la rentabilidad por dividendo correspondiente a la acción  $i$ .

$D_M$  es la rentabilidad por dividendo del mercado, y  $\lambda_i$  es el coeficiente del impacto de los dividendos.

Si  $\lambda_i$  es cero se confirmaría la teoría de Modigliani-Miller. Si fuera positivo, los inversores requerirían una mayor rentabilidad cuanto mayor fuera el dividendo, como defiende la teoría diferencial de los impuestos. Si por el contrario, fuera negativo se confirmaría la teoría de Gordon-Lintner.

Los resultados obtenidos con estos estudios han sido contradictorios:

a) Litzemberger y Ramaswamy (1979), basándose en estos principios, confirmaron su teoría.

b) Black y Scholes (1974), encontraron que  $\lambda_i$  no era significativamente mayor que cero.

Por nuestra parte, pretendemos también realizar otra aportación, desarrollando un trabajo empírico con una muestra de empresas representativa de todos los sectores de la Bolsa de Madrid, intentado aportar nuestro pequeño grano de arena al conocimiento de los comportamientos de las políticas de dividendos de las empresas cotizadas, así como la valoración que de ellas hacen los inversores.

Si podemos llegar a la conclusión de que la política de dividendos influye en el valor de la empresa, habremos demostrado definitivamente que la política de dividendos es un factor estratégico.

Esta última vía ha sido la elegida para nuestro trabajo. Nos hemos propuesto la realización de tres tests<sup>2</sup>. Todos los tests parten de la misma ecuación (1).

Para la realización del primer test debemos tener en cuenta los siguientes puntos:

1) La muestra está compuesta por 82 empresas de los distintos sectores que componen la Bolsa de Madrid y que han repartido dividendo en el período 1988-1992.

2) Los dividendos medios del mercado son el resultado de la media ponderada del dividendo medio obtenido en cada uno de los sectores, según ponderación del Índice General de la Bolsa de Madrid. La rentabilidad por dividendo media de cada sector es obtenida como media simple de la obtenida para cada una de las empresas.

Este primer test es el más sencillo. Se trata de comprobar si el modelo que especificamos al principio se verifica entre las empresas que integran cada sector, pero puesto que es un análisis de "cross-section" o corte transversal podemos simplificar. Si observamos, existen determinados datos que van a ser constantes para cada uno de los años de estudio, en concreto:  $k_F$  (rentabilidad de los activos sin riesgo en el año considerado) y  $k_M$  (rentabilidad media por incrementos de precio del mercado en el año considerado); por tanto, a la hora de contrastar el modelo podemos prescindir de ellos pues van a ser iguales para todas las empresas en cada año de estudio. Así pues, el modelo a contrastar será:

$$k_{ij} = \lambda_j (D_{ij} - D_M) + c + \sigma \quad (2)$$

En concreto debemos realizar cuatro contrastes para cada sector, uno por cada año de estudio de los que poseemos datos: 1989, 1990, 1991 y 1992. Por tanto, este test constaría de 28 contrastes del modelo arriba señalado.

Donde las variables son:

$k_{ij}$  = Rentabilidad en precio de la empresa  $i$  del sector  $j$ , que ha repartido dividendo en los cinco años de nuestro estudio.

$\lambda_j$  = Coeficiente que acompaña al diferencial de rentabilidad por dividendo entre la empresa y el mercado, cuyo signo nos permitirá decidimos por alguna de las tres posturas en torno a la relevancia de la política de dividendos.

$D_{ij}$  = Rentabilidad por dividendo de la empresa  $i$  en el sector  $j$ .

$D_M$  = Rentabilidad media por dividendo de las empresas que componen la muestra de nuestro estudio, y que proponemos como representativa de la rentabilidad media del mercado.

$c$  = Es la constante del modelo.

$\sigma$  = Sería una variable aleatoria que nos recoge el error.

Para nuestro objetivo lo que nos interesa principalmente es conocer el valor de  $\lambda_j$ , de tal forma que si el valor es negativo se confirmaría la postura de Gordon-Lintner; si es cero, tendríamos confirmada la teoría de irrelevancia defendida por Miller y Modigliani; y de ser un valor positivo se confirmaría la postura de Litzemberger y Ramaswamy, o teoría diferencial de los impuestos. Los valores alcanzados en los 28 contrastes realizados se presenta en la siguiente tabla:

	1989	1990	1991	1992	% TOTAL
< -5	2	3	2	5	42.8
-5 ; 0	4	3	1	1	32.1
0 ; 5	1	0	3	1	17.9
> 5	0	1	1	0	7.2
TOTAL	7	7	7	7	100

Pues bien, podemos decir que en un 74.9 % de los casos, la relación entre rentabilidad por dividendos y rentabilidad por incrementos en precio es negativa. Es decir,  $\lambda_j$  es negativo. Por lo que tiene más fuerza la teoría de relevancia de la política de dividendos, tal y como defendían Gordon-Lintner.

Para poder realizar el contraste de significatividad vamos a utilizar la distribución "t de Student" por considerarla más apropiada que la "Normal", debido al desconocimiento del verdadero valor de  $\sigma$ , necesario para poder estimar la varianza del estimador. En concreto la hipótesis nula que vamos a contrastar es  $H_0: \lambda_j=0$ , es decir, que si aceptamos la hipótesis nula, es equivalente a decir que no podemos asegurar que el parámetro sea significativamente mayor que cero, y si la rechazamos aceptaríamos la significatividad del parámetro obtenido.

<sup>2</sup> Para una mayor explicación de la metodología ver Jiménez, P (1997)

El valor tabulado para una "t de Student" para un nivel de confianza próximo al 95 % es, en términos aproximados de 2, por tanto la región de aceptación de la hipótesis estaría definida por el intervalo (-2 ; 2), es decir, que si el valor que presenta nuestro modelo para el parámetro  $\lambda_i$  está en este intervalo, podemos decir que el valor del coeficiente  $\lambda_i$  no es significativo.

Pues bien, observamos como el 90.3 % (14.3 + 67.9 + 7.1) de los sectores presentan un dato no significativo para el parámetro. Como podemos observar, existen dos intervalos próximos a 2, en concreto (-2 ; -1.5) y (1.5 ; 2), la intención era observar si el parámetro no era significativo por poco margen, es decir, para un nivel de confianza un poco menor. Comprobamos que en estos intervalos sólo están el 21.4 % de los sectores a lo largo de los años de estudio, por lo que la conclusión es que el parámetro no es significativo, y además por un gran margen.

	1989	1990	1991	1992	% TOTAL
< -2	0	1	0	2	10.7
-2 ; -1.5	0	1	1	2	14.3
-1.5 ; 1.5	7	4	5	3	67.9
1.5 ; 2	0	1	1	0	7.1
> 2	0	0	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>100</b>

El segundo y tercer test también están basados en el CAPM, y sólo se diferencian en el horizonte temporal, puesto que primeramente se ha realizado para un período que comprende desde 1984 hasta 1992, buscando sobre todo el que hubiera el mayor número de datos para que los resultados fueran concluyentes. En el tercer test el intervalo de tiempo para el que se ha contrastado el modelo ha sido de cinco años, tal y como nos habíamos planteado como horizonte temporal para nuestro estudio, en concreto los años que van desde 1988 hasta 1992.

El modelo que hemos contrastado parte de la ya conocida ecuación (1), pero si tenemos en cuenta que  $k_F$  es una constante, podemos pasarla al otro lado del igual, y además debemos tener en cuenta que los datos que vamos a utilizar son temporales por lo que la expresión nos quedaría, de cara a su contraste empírico, según podemos apreciar:

$$(k_{it} - k_{iF}) = b_i(k_{iM} - k_{iF}) + \lambda_i(D_{it} - D_{iM}) + c + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Siendo:

$k_{it}$ , rentabilidad obtenida por incrementos en el precio por el sector  $i$  en el año  $t$ .

$k_{iF}$ , rentabilidad libre de riesgo en el año  $t$ .

$k_{iM}$ , rentabilidad media del mercado por incrementos en precio en el año  $t$ .

$D_{it}$ , rentabilidad por dividendo del sector  $i$  en el año  $t$ .

$D_{iM}$ , rentabilidad por dividendo media del mercado en el año  $t$ .

$b_i, \lambda_j$  y  $c$  son los parámetros a obtener en el contraste del modelo para cada sector.

$\sigma$ , la perturbación aleatoria.

Como ya hemos dicho, la única diferencia entre el segundo test y el tercero estriba en el número de datos, nueve para el segundo test y cinco para el tercero.

Además los supuestos que debemos tener en cuenta son los siguientes:

1) Los datos de rentabilidades por dividendos y por precio para cada sector y año son escogidos de los informes anuales de la Bolsa de Madrid correspondientes.

2) Las rentabilidades medias por dividendo y por precio son de elaboración propia como media ponderada, según ponderaciones del I.G. de la Bolsa de Madrid, de los sectores tomados en consideración.

3) Suponemos que el tipo de interés de activos sin riesgo es el correspondiente a nuevas emisiones de deuda a largo plazo del Estado correspondientes a los años de estudio. Estos datos han sido publicados por el Banco de España dentro del documento "Cuentas financieras de la economía española (1984-1993)". Hemos escogido este tipo de interés por entender que los títulos de deuda pública a largo plazo son los activos sin riesgo sustitutivos de las acciones, que sin duda, son títulos con un horizonte temporal a largo plazo con riesgo.

En total se han debido hacer dos ajustes por mínimos cuadrados ordinarios para cada sector, uno con un horizonte temporal de cinco años y otro con un horizonte temporal de nueve, por lo que hacen un total de 14 ajustes, cuyos resultados por lo que se refiere al parámetro  $\lambda_j$  los podemos ver resumidamente en la siguiente tabla:

	84/92	88/92	% TOTAL
< -2.5	2	3	35.7
-2.5 ; 0	4	2	42.8
0 ; 2.5	1	1	14.3
> 2.5	0	1	7.2
<b>TOTAL</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>100</b>

Debemos señalar que en el 78.5 % de los casos la relación entre rentabilidad por dividendo y la rentabilidad por precio que ofrece el mercado es de signo inverso, es decir,  $\lambda_j$  es negativo, por lo que podemos decir, que el mercado cuando obtiene una rentabilidad tan segura como es la proveniente de dinero en efectivo a través del reparto de dividendos, reconoce un riesgo menor en esa inversión y exige una menor rentabilidad vía incrementos en el precio. En definitiva, se confirmaría pues, la teoría defendida por Gordon-Lintner

Por lo que respecta al contraste de significatividad del parámetro a la significatividad del parámetro  $\lambda_i$ , utilizamos la misma metodología que para el anterior test, siendo la hipótesis nula  $H_0: \lambda_i = 0$ . Concretando, para un nivel de confianza del 95 % los resultados son los que se pueden comprobar en la siguiente tabla, en un 92.9 % se acepta la hipótesis nula, por lo que debemos concluir que no es significativo, tan sólo en un caso aislado, en el sector bancario para el período 88/92 el parámetro  $\lambda_i$  es significativo.

	84/92	88/92	% TOTAL
< -2	0	1	7.1
-2 ; 2	7	6	92.9
> ; 2	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>100</b>

## CONCLUSIONES

Hemos realizado un recorrido por los posibles objetivos que sean capaces de servir de referencia para la toma de decisiones estratégicas. El objetivo clásico ha sido el de maximizar el beneficio. Le hemos criticado y planteado alternativas, llegando a la conclusión de que la maximización del valor de la empresa para los accionistas pone de acuerdo a la mayoría de los autores en que es el objetivo que sirve de referencia para la toma de decisiones. Seguidamente hemos descrito como puede influirse en el valor de la empresa mediante de las decisiones de dividendos a través del crecimiento sostenible.

Una vez que hemos concluido que el objetivo estratégico de la empresa es crear valor para los accionistas, nos planteamos conocer qué nos conviene hacer con los dividendos de cara a conseguir incrementar el valor, para ello hemos planteados tres tests. En síntesis estos tres nos han proporcionado la siguiente información:

- El primer test ha consistido en un análisis "cross-section", con una variable endógena que es la rentabilidad vía precio de las acciones de las empresas para cada uno de los años de estudio, y una variable explicativa que no es otra que la diferencia entre la rentabilidad por dividendo de la empresa y el promedio del mercado. Los resultados obtenidos son que en un 74.9 % de los casos, la relación entre rentabilidad por dividendo y rentabilidad por incrementos en precio es negativa. Por lo que tiene más fuerza la teoría de la relevancia de la política de dividendos, como defendía Gordon-Lintner. Otro punto a destacar es que tan sólo es en un año cuando el número de sectores presenta una relación mayoritariamente positiva entre la rentabilidad por dividendo y rentabilidad por precio, en concreto en 1991, en el cual se dan 4 de los 6 casos de relación positiva que se dan en todo el período de estudio, por lo que cabe pensar en un fenómeno aislado que se dio en ese año cuyas causas no son fáciles de precisar, pero puesto que sólo se da en ese año, es factible pensar en un fenómeno atípico. El problema que se nos plantea ahora es saber si los resultados son consistentes. Al realizar el contraste de la "t de Student" comprobamos que los datos no son concluyentes, por lo que nos proponemos repetir este test utilizando un modelo de análisis temporal.

- En los dos tests siguientes hemos utilizamos un análisis temporal con los datos de los distintos sectores, pero con dos períodos de referencia: el primero es el más amplio posible con los datos que hemos podido obtener que fueran fiables, entre 1984 y 1992, con objeto de que los resultados fueran lo más fiables posibles; y el período 1988/1992, que es el período sobre el cual ha girado nuestro trabajo. La variable endógena en este caso es la prima de riesgo que el mercado reconoce a cada uno de los sectores, y las variables explicativas son: la prima de riesgo del mercado y el diferencial de rentabilidad por dividendo del sector y el mercado. Por lo que se refiere al coeficiente  $\lambda_i$  que acompaña a los valores diferenciales entre las rentabilidades del sector y la del mercado ( $D_{it} - D_{im}$ ), que es el que a nosotros nos interesa para comprobar si existe relevancia en la política de dividendos, en ambos casos, para los dos períodos de estudio conjuntamente, los resultados son que la política es relevante confirmándose la teoría de Gordon-Lintner. Es decir, si nos fijamos, en el 78.5 % de los casos la relación entre rentabilidad por dividendo y prima por riesgo que ofrece el mercado es de signo inverso, es decir,  $\lambda_i$  es negativo, por lo que podemos decir que el mercado cuando obtiene una rentabilidad tan segura como es la proveniente del dinero en efectivo a través del reparto de dividendos, reconoce un riesgo menor en esa inversión y exige una menor rentabilidad vía incrementos en el precio. Sin embargo, al observar la significatividad del parámetro a través del contraste de la "t de Student", comprobamos que los resultados no son concluyentes, si bien mejoran respecto al primer modelo de "cross-section".

Como podemos comprobar todos los tests han dado como resultado que parece confirmarse la tesis de Gordon-Lintner, lo que significa que el dividendo influye en el precio de las acciones y por tanto en el valor de la empresa. Es decir, que a través de la llamada política de dividendos se puede crear valor, esto quiere decir que existe una cantidad óptima de reparto de dividendo y la búsqueda de esta cantidad debe ser una preocupación de los directivos de las empresas, si es que quieren maximizar el valor de las mismas para sus accionistas.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANSOFF, H. I. (1976): *LA ESTRATEGIA DE LA EMPRESA*. PAMPLONA: EUNSA.
- BLACK, F. Y SCHOLLES, M. (1974): "THE EFFECTS OF DIVIDEND YIELD AND DIVIDEND POLICY ON COMMON STOCK PRICES AND RETURNS", *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, Nº 1, (MAYO-21), pp. 1-22.
- BRENNAN, M.J. (1970): "TAXES, MARKET VALUATION AND CORPORATE FINANCIAL POLICY", *NATIONAL TAX JOURNAL*, VOL. 23, Nº 4, DICIEMBRE, pp. 417-427.
- BRIGHAM, E.F. Y GORDON, M.J. (1968): "LEVERAGE, DIVIDEND POLICY, AND THE COST OF CAPITAL", *JOURNAL OF FINANCE*, MARZO, pp. 85-104.
- BYARS, L. L. (1984): *STRATEGIC MANAGEMENT*, HARPER AND ROW.
- CUERVO GARCÍA, A. (1991): *RENTABILIDAD Y CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA*, BARCELONA: REAL ACADEMIA DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS.
- CUERVO GARCÍA, A. Y OTROS (1994): *INTRODUCCIÓN A LA ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS*, MADRID: CÍVITAS.
- CYERT Y MARCH (1965); *TEORÍA DE LAS DECISIONES ECONÓMICAS EN LA EMPRESA*, MÉXICO: HERRERO HERMANOS.
- DUNCAN, W. J. (1975): *ESSENTIALS OF MANAGEMENT*. CHICAGO: THE DRYDEN PRESS.
- GORDON, M.J. (1959): "DIVIDENDS, EARNINGS AND STOCK PRICES", *REVIEW OF ECONOMIC AND STATISTICS*, MAYO, pp. 99-105.
- GORDON, M.J. (1962); "THE SAVINGS, INVESTMENT AND VALUATION OF A CORPORATION", *REVIEW OF ECONOMIC AND STATISTICS*, FEBRERO, pp. 37-51.
- GRANT, R.M. (1996): *DIRECCIÓN ESTRATÉGICA: CONCEPTOS TÉCNICAS Y APLICACIONES*. MADRID: EDITORIAL CÍVITAS.
- HAX, A. C. Y N.S. MAJLUF (1984): *STRATEGIC MANAGEMENT: AN INTEGRATIVE PERSPECTIVE*. ENGLEWOODS CLIFFS: PRENTICE HALL.
- HILL, CHARLES W.L. Y JONES, GARETH R. (1996): *ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA. UN ENFOQUE INTEGRADO*. SANTAFÉ DE BOGOTÁ: MCGRAW-HILL.
- JIMÉNEZ, P. (1997): *ANÁLISIS DE OBJETIVOS: LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS COMO FACTOR ESTRATÉGICO*. [TESIS DOCTORAL]. TOLEDO: UNIVERSIDAD DE CASTILLA-LA MANCHA.
- LINTNER, J. (1956): "DISTRIBUTION OF INCOMES OF CORPORATION AMONG DIVIDENDS, RETAINED EARNINGS, AND TAXES", *AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, MAYO, pp. 97-113.
- LITZENBERGER, R. H. AND RAMASWAMY, K. (1979): "THE EFFECTS OF PERSONAL TAXES ON CAPITAL ASSET PRICES THEORY AN EMPIRICAL EVIDENCE", *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, Nº 7, JUNIO, pp. 163-195.
- MARCH, J.G. Y H. A. SIMON (1977): *TEORÍA DE LA ORGANIZACIÓN*. BARCELONA, ARIEL.
- MILLER, M. Y MODIGLIANI, F. (1961): "DIVIDEND POLICY, GROWTH, AND THE VALUATION OF SHARES", *THE JOURNAL OF BUSINESS*, Nº 4, OCTUBRE, pp. 411-433.
- MILLER, M.H. Y SCHOLLES, M.S. (1978): "DIVIDENDS AND TAXES", *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 6, DICIEMBRE: 333-364.
- NAVAS LOPEZ, J. E. Y GUERRAS MARTÍN, L.A. (1996): *LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA DE LA EMPRESA. TEORÍA Y APLICACIONES*. MADRID: EDITORIAL CÍVITAS.
- PERROW, C. (1970): *ORGANIZATIONAL ANALYSIS: A SOCIOLOGICAL VIEW*. LONDRES: TAVISTOCK PUBLICATIONS LIMITED.
- SIMON, H.A. (1964): "ON THE CONCEPT OF ORGANIZATION GOAL", *ADMINISTRATIVE SCIENCE*. VOL. 3.
- SIMON, H. (1970): *TEORÍAS ACERCA DE LA ADOPCIÓN DE DECISIONES DE ECONOMÍA Y CIENCIA DEL COMPORTAMIENTO*. MADRID: ALIANZA.
- SUÁREZ SUÁREZ, A. (1995): *DECISIONES ÓPTIMAS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN EN LA EMPRESA*. MADRID: PIRÁMIDE.
- WESTON, F.J. Y BRIGHAM, E.F. (1987): *FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA*. MÉXICO D.F. : INTERAMERICANA.