

TEMA 5

POLÍTICA DE DIVIDENDS

Treu totes les monedes que tingues a la butxaca i inverteix-les en el cervell. Ell s'encarregarà d'omplir-te de bones rendes la butxaca.

Benjamin Franklin

El veritable preu de totes les coses és l'esforç i la molèstia que realment suposa a les persones adquirir-les.

Adam Smith

- Objectiu de l'equip directiu de l'empresa → maximitzar el valor de l'empresa per satisfer les exigències dels accionistes.
- Analitzarem com afecta la **POLÍTICA DE DIVIDENDS** establerta pels directius a la valoració de l'empresa.

relació entre els beneficis retinguts i els distribuïts ←

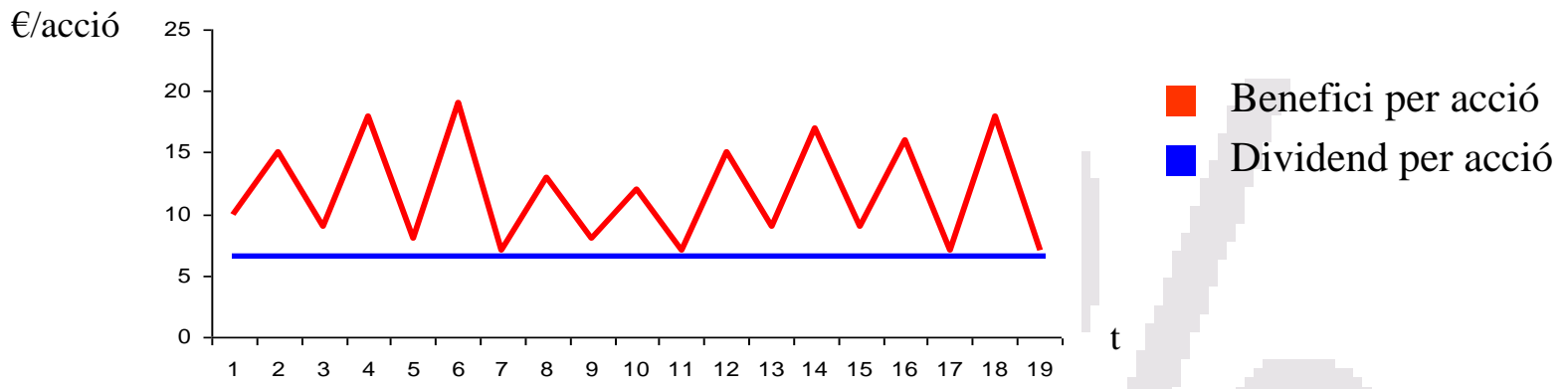
- El pagament de dividends (d) → repartiment de beneficis → δ dels fons disponibles per finançar les inversions futures de l'empresa.

→ Tipologia de polítiques de dividends

1) Dividends constants o de creixement uniforme:

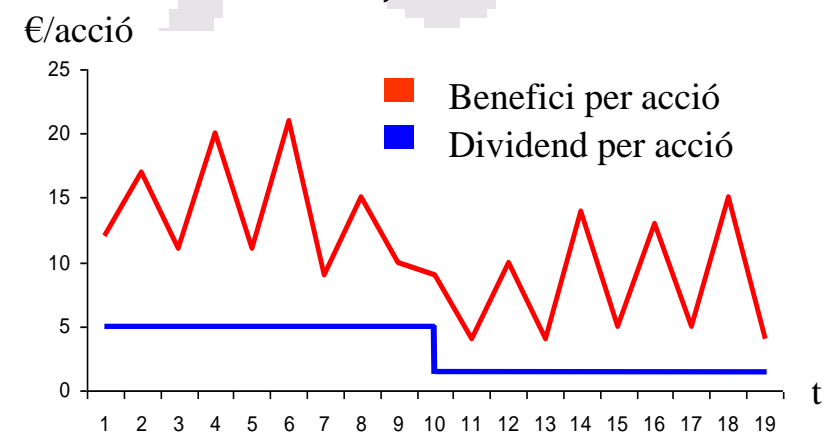
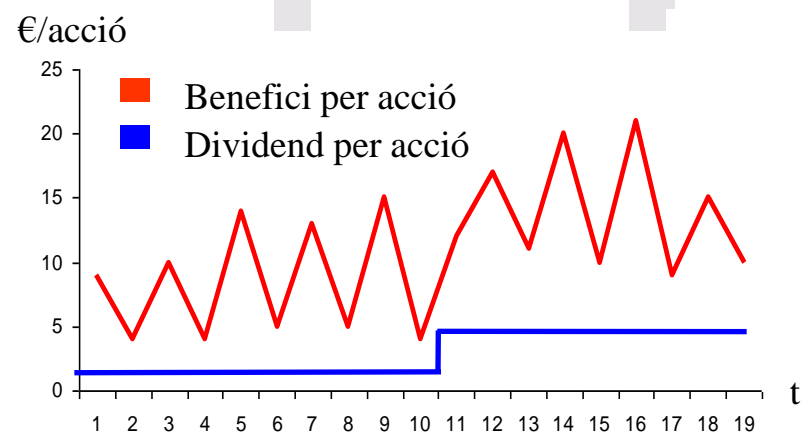
- Idèntic repartiment en u. m. per acció, siga quin siga el benefici obtingut.
- Pel que fa als beneficis obtinguts:
 - Si $Y \gg$ → el benefici no distribuït (per a reserves) \gg .
 - Si $Y \ll$ → $Y < d$ → per complir amb els accionistes, s'hauran de liquidar part de les reserves ja existents.

– Gràficament es poden expressar:

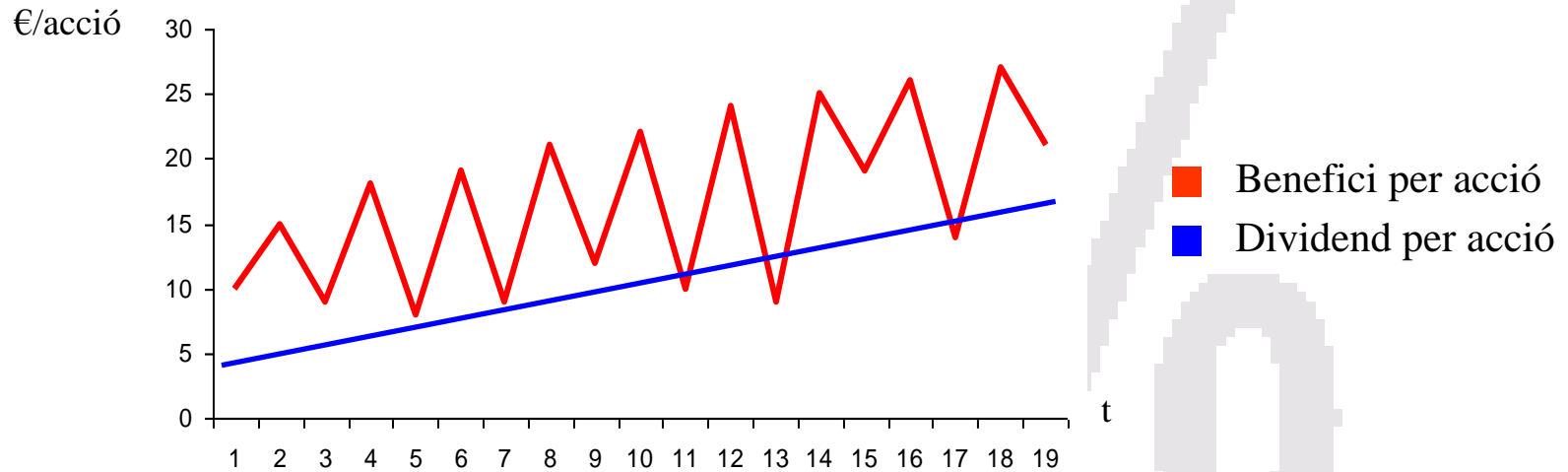


– Hem d'estudiar els efectes del fet que els beneficis siguin molt alts o molt baixos:

- per a $Y \gg$ → acumulació excessiva de reserves
 - per a $Y \ll$ → descapitalització considerable de l'empresa
- } cal replantejar la política de dividends



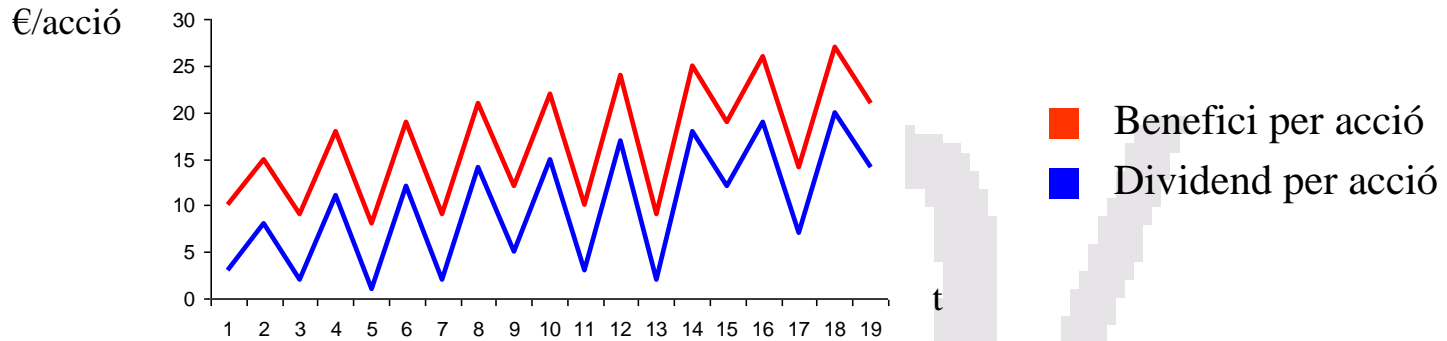
- La inflació $\rightarrow \Delta Y \rightarrow$ l'empresa estableix una taxa òptima de creixement dels dividends $\forall t$:



- Aquest tipus de creixement dels dividends és una de les *opcions més adoptades per les empreses* \rightarrow ESTABILITAT EN LA COTITZACIÓ DE LES ACCIONS.

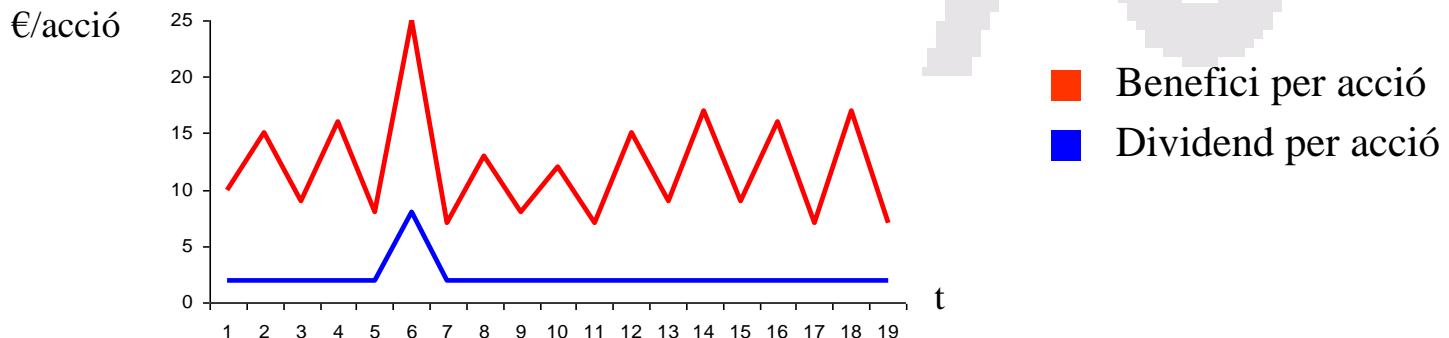
2) Percentatge fix sobre el benefici:

- Les u. m. repartides canvien cada any \rightarrow dividend variable.
- INESTABILITAT EN LA COTITZACIÓ DE LES ACCIONS.



3) Dividend anual constant amb ajustos:

- Repartir un dividend constant + dividend complementari.
- Queden més satisfets els accionistes en els anys més fructífers.



- Aquest dividend extra no implica una renda segura al llarg del temps → INESTABILITAT EN LA COTITZACIÓ DE LES ACCIONS.

→ La **IRRELLEVÀNCIA** de la política de dividendes segons MM.

– Modigliani i Miller (MM) → afirmen:

“En un mercat de capitals eficient, la política de dividendes de l'empresa és irrellevant en la valoració de les seues accions”

– El valor de mercat de l'empresa està determinat per:

- La seua capacitat generadora de beneficis

~ *Política d'inversions*

- Pel tipus de risc

~ *No depèn de quants beneficis siguen distribuïts o retinguts*

– En conseqüència:

“Un canvi en la política de dividendes no té perquè afectar el resultat total esperat per l'inversor, ja que un increment en dividend es compensa amb la caiguda del preu ex dividend, amb el qual es manté la riquesa”

II. VALOR DE L'EMPRESA vs. POLÍTICA DE DIVIDENDS - M. PERFECTES

– Hipòtesis del model de MM:

- 1) Mercat de capitals perfecte.
- 2) Comportament racional → els inversors prefereixen més riquesa a menys i mostren indiferència entre obtenir:
 - Rendes mitjançant els dividendes.
 - Plusvàlues de capital (Δ equivalent en la cotització de les accions).
- 3) Expectatives homogènies → \forall inversors, els mateixos beneficis i dividendes.
- 4) Les empreses no disposen de deute al passiu \equiv recursos propis.
- 5) La política d'inversions en l'empresa es manté constant.

– Si això es compleix, segons MM, un Δ del dividend per acció

→ reducció idèntica en el preu per acció

→ la riquesa de l'accionista no varia

T
E
M
A

5

II. VALOR DE L'EMPRESA vs. POLÍTICA DE DIVIDENDS - M. PERFECTES

- Segons MM, la rendibilitat de l'accionista respon a la retribució justa a les seues accions segons el risc que assumeix i, per tant, es compleix que:

$$r_s = \frac{d_{t+1} + \Delta P_t^{\text{ex}}}{P_t^{\text{ex}}} = \frac{d_{t+1} + P_{t+1}^{\text{ex}} - P_t^{\text{ex}}}{P_t^{\text{ex}}} \quad [1]$$

en què:

d_{t+1} : dividend unitari pagat en $t+1$.

P_{t+1}^{ex} : cotització de l'acció *ex dividend*² al final de $t+1$.

P_t^{ex} : cotització de l'acció *ex dividend* al principi de $t+1$.

mitjançant [1] es pot deduir el preu de l'acció:

$$r_s = \frac{d_{t+1}}{P_t^{\text{ex}}} + \frac{P_{t+1}^{\text{ex}}}{P_t^{\text{ex}}} - \frac{P_t^{\text{ex}}}{P_t^{\text{ex}}} \rightarrow r_s + 1 = \frac{d_{t+1}}{P_t^{\text{ex}}} + \frac{P_{t+1}^{\text{ex}}}{P_t^{\text{ex}}} \rightarrow r_s + 1 = \frac{d_{t+1} + P_{t+1}^{\text{ex}}}{P_t^{\text{ex}}}$$
$$P_t^{\text{ex}} = \frac{d_{t+1} + P_{t+1}^{\text{ex}}}{r_s + 1} \quad [2]$$

² Preu *ex dividend* implica que, al preu del títol, se li resten els dividends repartits.

II. VALOR DE L'EMPRESA vs. POLÍTICA DE DIVIDENDS - M. PERFECTES

- Hipòtesi 4) → \nexists endeutament en l'estructura financera de l'empresa → el valor de l'empresa depèn del nombre d'accions en circulació:

$$n_t \cdot P_t^{\text{ex}} = \frac{n_t \cdot d_{t+1} + n_t \cdot P_{t+1}^{\text{ex}}}{r_s + 1} \quad [3]$$

Denotem per:

$V_t = n_t \cdot P_t^{\text{ex}}$ → valor de l'empresa (integrada només per capitals propis)

$D_{t+1} = n_t \cdot d_{t+1}$ → dividends totals pagats als accionistes.

Si reescrivim [3], finalment obtenim el valor actual de l'empresa:

$$V_t = \frac{D_{t+1} + n_t \cdot P_{t+1}^{\text{ex}}}{r_s + 1} \quad [4]$$

- Si considerem un programa constant d'inversió i una estructura financera no endeutada, la riquesa de l'accionista es pot calcular d'acord amb dues polítiques:
- Distribuir els excedents residuals que sobren una vegada finançades les inversions, com a dividends.
 - Efectuar una ampliació de capital per tal de repartir els dividends extra.

II. VALOR DE L'EMPRESA vs. POLÍTICA DE DIVIDENDS - M. PERFECTES

Repartiment del dividend residual

- Si \nexists deutes \rightarrow el benefici es destinarà a realitzar noves inversions i les u. m. sobrants es repartiran entre els accionistes, és a dir, si l'empresa genera fluxos de caixa nets o positius (FNC), els directius podran prendre la decisió de repartir-ne una part en forma de dividends i retenir-ne la resta per reinvertir-lo en l'empresa, això és:

$$Y_{t+1} = D_{t+1} + I_{t+1}$$

↓

$$D_{t+1} = Y_{t+1} - I_{t+1}$$

[5]

excedent del benefici
després d'atendre les
inversions

Si substituïm [5] en [4], i assumim³ que $V_{t+1} = n_t \cdot P_{t+1}^{\text{ex}}$, tindrem que el **valor actual de l'empresa** serà:

$$V_t = \frac{(Y_{t+1} - I_{t+1}) + V_{t+1}}{r_s + 1}$$

[6]

³ $V_t = n_t \cdot P_{t+1}$ si i $n_t = n_{t+1}$, per tant, no hi ha variació del nombre d'accions en circulació.

II. VALOR DE L'EMPRESA vs. POLÍTICA DE DIVIDENDS - M. PERFECTES

Ampliació de capital (emissió de m_{t+1} accions noves)

– Ara els fons disponibles per atendre el repartiment de dividendes són:

- Els beneficis generats al final del període (insuficients)
- Els recursos líquids generats en l'ampliació de capital,

per la qual cosa els fons generats són:

$$\underbrace{Y_{t+1}}_{\substack{\text{B. brut} \\ \text{insuficient} \\ \text{per atendre} \\ \text{els dividendes i} \\ \text{les noves} \\ \text{inversions}}} + \underbrace{m_{t+1} \cdot P_{t+1}^{\text{ex}}}_{\substack{\text{emissió} \\ \text{d'accions} \\ \text{noves}}} = \underbrace{D_{t+1}}_{\text{aplicació de fons}} + \underbrace{I_{t+1}}_{\text{aplicació de fons}} \quad [7]$$

de [7], podem extreure'n el dividend:

$$D_{t+1} = Y_{t+1} + m_{t+1} \cdot P_{t+1}^{\text{ex}} - I_{t+1} \quad [8]$$

II. VALOR DE L'EMPRESA vs. POLÍTICA DE DIVIDENDS - M. PERFECTES

Després de l'ampliació, el nombre d'accions en circulació (velles + noves) s'ha modificat i assoleix un valor total⁴ de: $n_{t+1} = n_t + m_{t+1}$, per la qual cosa:

- abans de l'ampliació de K $\rightarrow V_{t+1} = n_t \cdot P_{t+1}^{ex}$, en què $n_t =$ accions velles (v).
- després de l'ampliació de K $\rightarrow V_{t+1} = n_{t+1} \cdot P_{t+1}^{ex}$, en què $n_{t+1} = v +$ noves (n).

En conseqüència:

$$V_{t+1} = (n_t + m_{t+1}) \cdot P_{t+1}^{ex} = n_t \cdot P_{t+1}^{ex} + m_{t+1} \cdot P_{t+1}^{ex} \quad [9]$$

Després, el valor de la inversió de l'accionista antic es dedueix de [9]:

$$n_t \cdot P_{t+1}^{ex} = V_{t+1} - m_{t+1} \cdot P_{t+1}^{ex} \quad [10]$$

Deduïm de l'expressió [10] que el valor de les accions antigues perden valor en la quantia: $m_{t+1} \cdot P_{t+1}^{ex}$, i així també coincideix amb els dividendes repartits.

\rightarrow el fet de percebre el dividend implica renunciar per la mateixa quantia a un guany de capital en el mercat \equiv es compensen.

⁴ Ara $n_t \neq n_{t+1}$.

II. VALOR DE L'EMPRESA vs. POLÍTICA DE DIVIDENDS - M. PERFECTES

- La justificació és deguda al fet que quan s'emeten accions noves:
 - \exists més accions en circulació.
 - \exists més exigències per atendre per part dels accionistes.
 - els beneficis unitaris que cal repartir es redueixen \rightarrow major quantitat d'accions.
- Conseqüències:
 - δ del preu de les accions \equiv dividend repartit.

↓
el valor de mercat de l'empresa no s'alterarà

Si substituïm en [4] les expressions [8] i [10], comprovem l'afirmació anterior:

$$V_t = \frac{Y_{t+1} + m_t \cdot P_{t+1}^{\text{ex}} - I_{t+1} + V_{t+1} - m_t \cdot P_{t+1}^{\text{ex}}}{r_s + 1}$$

$$V_t = \frac{Y_{t+1} - I_{t+1} + V_{t+1}}{r_s + 1} \quad [11]$$

Després queda per comprovat que en les dues opcions (a) i (b) el valor actual de l'empresa ens condueix a un mateix resultat. Les expressions [6] i [11] són iguals.

II. VALOR DE L'EMPRESA vs. POLÍTICA DE DIVIDENDS - M. PERFECTES

– Conclusions finals:

(i) El valor actual de l'empresa no depèn dels dividends; en [11] no apareix D_{t+1}

(ii) El valor actual de l'empresa depèn de:

- Els beneficis esperats.
- Les decisions d'inversió (preses sense considerar els dividends).
- Taxa de descompte constant i ve donada ($r_s = r_0$).
- Valor de mercat de les accions en el període posterior.

(iii) La política de dividends, doncs, no afecta ni altera el valor de mercat de l'empresa.

T
E
M
A

5

III. L'EFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

3

→ La RELLEVÀNCIA de la política de dividends segons Gordon.

– Gordon → manté:

“La política de dividends no és neutral pel que fa al valor de les accions; encara més, el valor de les accions pot incrementar-se amb una gestió correcta de la política de dividends”

– En un mercat perfecte (segons MM) → obtenció de liquiditat → indiferent entre rebre dividends o vendre les accions en el mercat.

↳ Principal crítica a MM → que el dividend és segur i el guany de capital és arriscat → l'inversor sempre preferirà el dividend.

– *L'efecte “pardal a la mà”* → preferència dels inversors per la liquiditat:

- Gordon assenyala que Δr_s si perceben, ara, les rendes més allunyades.
- Si ara es reparteixen més dividends a canvi de menors dividends esperats en el futur → ΔV_t → l'inversor valorarà més les empreses que reparteixen més dividends en el moment actual.

T
E
M
A

5

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

– En conseqüència:

Gordon es basa en l'efecte "pardal a la mà", segons el qual els inversors prefereixen una rendibilitat certa en el moment actual en forma de dividends a perspectives de dividends futurs i incerts

– El **model que Gordon** proposa permet:

- Calcular el valor de mercat de l'empresa en el moment actual que, com que no està endeutada, coincidirà amb el valor de mercat de les accions.
- Es calcula actualitzant els fluxos esperats, descomptats a la rendibilitat exigida pels accionistes, més el valor de la realització final, V_n :

$$V_0 = \sum_{j=1}^n \frac{D_j}{(1+r_s)^j} + \frac{V_n}{(1+r_s)^n} \quad [12]$$

- Per regla general, desconeixem el cessament de l'activitat d'una empresa i, per tant, sembla més lògic calcular el valor de mercat de la manera següent:

$$V_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{D_j}{(1+r_s)^j} = \frac{D_j}{r_s}; \quad \forall D_1 = D_2 = \dots = D_n \quad [13]$$

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

– Conclusions del model de Gordon:

- Si $r > r_s \rightarrow$ la rendibilitat esperada de les noves inversions és superior al rendiment exigít pels accionistes:
 - Si $D_{t+1} \ll \ll \rightarrow V_t \gg \gg$ (aporta més valor per a l'empresa reinvertir els b.).
- Si $r < r_s \rightarrow$ la rendibilitat esperada de les noves inversions és inferior al rendiment exigít pels accionistes:
 - Convé distribuir tot el benefici com a dividend ($Y_{t+1}=D_{t+1}$), ja que la rendibilitat que obtindria l'empresa amb aquest benefici seria menor que la rendibilitat que l'accionista podria obtenir en el mercat amb el mateix nivell de risc.
- Si $r = r_s \rightarrow$ la rendibilitat de les inversions és igual a l'exigida pels inversors:
 - El valor de l'empresa no varia amb el benefici retingut.
 - \rightarrow Segons el **model de Gordon**, **només en aquest cas la política de dividends seria irrellevant.**

T
E
M
A

5

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

– Modigliani i Miller responen a aquesta objecció:

- El dividend no és la única manera d'obtenir liquiditat.
- La venda de accions també proporciona liquiditat, de manera que:
 - L'accionista aconseguiria una posició igualment segura.
 - No valorarà més l'empresa que repartisca més dividends.

⇒ Comprovem com en un mercat perfecte l'accionista mostra indiferència entre rebre liquiditat a través del dividend o venent una part de les accions. Aquest mecanisme s'anomena *dividends fets a casa*.

EXEMPLE: Siga una empresa que no reparteix dividends, finançada només per recursos propis, el valor actual dels quals (V_t) és 1.200.000 €; nre. d'accions (n_t) = 10.000, $r_s = 20\%$; preu actual de l'acció (P_t), 120 € (1.200.000/10.000). El seu actiu fix és d'1.000.000 €; aquest any ha aconseguit un benefici de 200.000 € i té una tresoreria de 200.000 €.

1) Suposem que es necessiten 200.000 € per finançar les inversions del proper període (I_{t+1}). **Si no es reparteixen dividends** ($D_{t+1}=0$), l'empresa utilitzarà els beneficis retinguts per finançar les noves inversions i, al final del període, **les accions de l'empresa** (P_{t+1}) **valdran 144 €** = $120 \cdot 1,20$ i el valor de l'empresa (V_{t+1}) serà d'1.440.000 €.

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

Efectivament, si no es reparteixen dividends i tenint en compte que [11]:

$$V_t = \frac{Y_{t+1} - I_{t+1} + V_{t+1}}{r_s + 1}$$

$$V_t = \frac{D_{t+1} + V_{t+1}}{r_s + 1} = \frac{0 + V_{t+1}}{r_s + 1}$$

$$V_t = \frac{V_{t+1}}{r_s + 1} \rightarrow V_{t+1} = V_t \cdot (r_s + 1)$$

$$V_{t+1} = 1.200.000 \cdot (0,20 + 1) = 1.440.000 \text{ €}$$

2) Suposem ara que l'empresa es planteja **repartir 200.000 € en concepte de dividends, 20 € per cada acció, i amplia el seu capital en 200.000 € per finançar aquesta distribució** de dividends, ja que els 200.000 € que va generar amb els beneficis s'han de destinar a noves inversions. El balanç serà:

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

T
E
M
A

5

| Partides abans de l'ampliació de capital | | | |
|---|-----------|---------------------|-----------|
| ACTIU | | PASSIU | |
| Immobilitzats | 1.000.000 | Recursos permanents | 1.000.000 |
| Tresoreria | 200.000 | Beneficis | 200.000 |
| | 1.200.000 | | 1.200.000 |
| Partides després de l'ampliació de capital i del repartiment de dividends | | | |
| ACTIU | | PASSIU | |
| Immobilitzats | 1.000.000 | Recursos permanents | 1.200.000 |
| Tresoreria | 200.000 | | |
| | 1.200.000 | | 1.200.000 |

- Es planteja el cas d'un accionista X que posseeix 600 accions d'una empresa. En el moment actual el valor de cada acció **si l'empresa no reparteix dividends** és de 120 €, per la qual cosa la **riquesa inicial de l'accionista és de 72.000 €**.

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

- Comprovem aquesta xifra:

$$V_t^x = n_t^x \cdot P_t = 600 \cdot 120 = 72.000 \text{ €}$$

- L'emissió de les noves accions (considerant que **ara es reparteixen dividends**), s'efectuarà tenint en compte que es necessiten 200.000 € i, per tant:

Si es reparteixen dividends, el preu *ex dividend* de l'acció segons [10] serà:

$$n_t \cdot P_{t+1}^{\text{ex}} = V_{t+1} - m_{t+1} \cdot P_{t+1}^{\text{ex}} = 1.200.000 - 200.000 = 1.000.000$$

Finalment, el preu buscat serà: $1.000.000/10.000 = 100 \text{ €/acció}$. Ara el valor de mercat de l'acció ha baixat (abans 120 €/acció) perquè s'han repartit dividends per 20 €. Ho comprovem:

$$D_{t+1} = n_t \cdot d_{t+1} = 200.000 \rightarrow d_{t+1} = 200.000/10.000 = 20 \text{ €/acció}$$

nombre d'accions noves que cal emetre, tot assumint que el dividend repartit minora el preu unitari de mercat de l'acció:

$$P_{t+1}^{\text{ex}} = 120 - 20 = 100 \text{ €/acció}$$

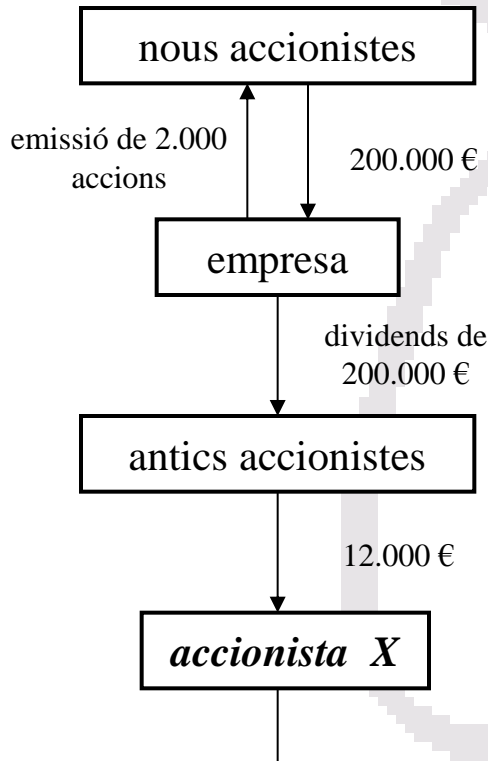
$$m_{t+1} P_{t+1}^{\text{ex}} = 200.000 \rightarrow m_{t+1} = 200.000/100 = 2.000 \text{ accions que cal emetre}$$

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

TEMA

5

dividend finançat mitjançant l'emissió d'accions



Situació final per a l'accionista X:

Liquiditat: 12.000 €

Valor accions: $600 \cdot 100 = 60.000$ €

% participació: $600/12.000 = 5\%$

Situació inicial per a l'accionista X:

Valor accions: $600 \cdot 120 = 72.000$ €

% participació: $600/10.000 = 6\%$

- L'accionista desitja rebre en el moment actual una liquiditat de 12.000 €. **L'EMPRESA REPARTEIX DIV.**
- Si l'empresa, decideix repartir en aquest moment, com a dividends, 200.000 € finançats amb una ampliació de capital, les accions antigues reben un dividend de 20 € i els recursos propis passen a estar formats per 12.000 accions valorades en 100 euros cadascuna.
- Es mostra la situació de l'accionista X que, per posseir 600 accions, haurà rebut 12.000 € en forma de dividends ($20 \cdot 600$) i el valor resultant de les seues accions és de 60.000 € ($600 \cdot 100$).
- Obté la liquiditat desitjada a canvi d'una disminució exactament igual en el valor de les seues accions ($72.000 - 60.000 = 12.000$).

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

TEMA

5

venda d'accions

nous accionistes

venda de 100
accions

12.000 €

accionista X

Situació final per a l'accionista X:

Liquiditat: 12.000 €

Valor accions: $500 \cdot 120 = 60.000$ €

% participació: $500/10.000 = 5\%$

Situació inicial per a l'accionista X:

Valor accions: $600 \cdot 120 = 72.000$ €

% participació: $600/10.000 = 6\%$

- Si l'empresa **NO REPARTEIX DIVIDENDS**, l'accionista, com que desitja obtenir liquiditat, decideix vendre accions.
- Com que la liquiditat que necessita és de 12.000 €, vendrà 100 accions a 120 euros cadascuna, que és el preu de l'acció si l'empresa no amplia capital ni reparteix dividends ($120 \cdot 100$).
- El valor de les seues accions després de la venda serà el resultat de:

500 accions (que li queden) pel seu preu (120 €), és a dir, 60.000 €, exactament igual que en el cas anterior.

III. L'EFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

– L'accionista no té perquè estar buscant sempre liquiditat → no obstant això, l'empresa paga un dividend amb l'emissió d'accions.

– Què fa l'accionista? *Reduir o eliminar el dividend repartit.*

→ comprant accions noves de l'empresa sense alterar-ne la riquesa inicial

– Suposem un accionista Y de l'empresa que inicialment és amo del 6% dels recursos propis de l'empresa, això és, 600 accions i que, a més, no desitja rebre liquiditat:

- L'empresa amplia capital en m_{t+1} accions per repartir dividends entre els accionistes.
- L'accionista Y , una vegada ha percebut els dividends, els empra a comprar accions de la nova emissió.

→ amb això aconsegueix que la seua riquesa resultant es mantinga constant respecte a la inicial.

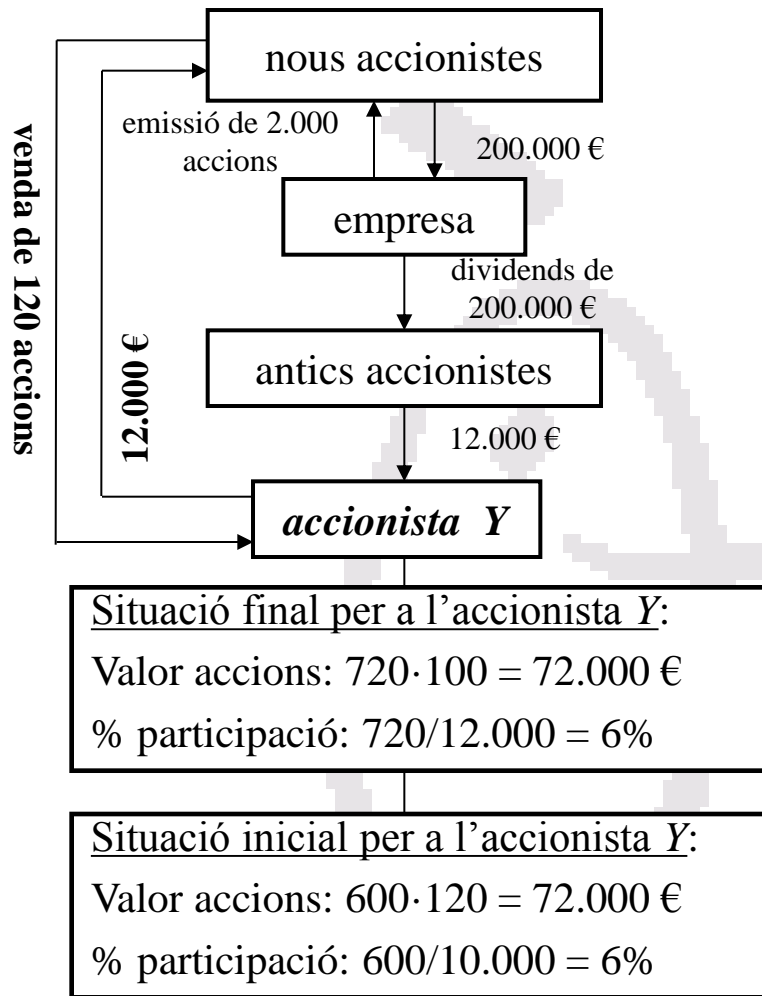
T
E
M
A

5

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

TEMA

5



- L'empresa reparteix dividends i l'accionista rep 12.000 €, i automàticament després compra 120 accions a 100 € (preu *ex dividend*).
- L'accionista Y amb 600 accions (que tenia) més 120 que ha comprat, posseeix actualment 720 accions en total, valorades en 72.000 € ($720 \cdot 100$) → si l'empresa no haguera distribuït dividends, la riquesa de l'accionista Y haguera estat: $600 \cdot 120 = 72.000 \text{ €}$, coincident amb l'altra i, a més, manté el seu % de participació.
- Amb l'**estratègia seguida** per l'accionista ha aconseguit **anul·lar per complet** els efectes de **la política de dividends** que l'empresa havia adoptat.

– Els inversors podran confeccionar la seua estratègia de dividends-liquiditat, independentment de la política de l'empresa → **DIVIDENDS FETS A CASA**

III. L'EFFECTE "PARDAL A LA MÀ" I "DIVIDENDS FETS A CASA"

TEMA

5

- Situacions amb què es pot trobar l'accionista (**punt de vista de l'accionista**):
 - Necessitats de liquiditat → venda de les accions necessàries fins a aconseguir la liquiditat requerida.
 - L'empresa paga dividends i l'accionista no desitja cobrar-los → reduir o eliminar el dividend rebut comprant noves accions de la companyia.
- L'accionista pot construir-se el corrent de liquiditat desitjat sense assumir cap tipus de cost.
- Des del **punt de vista de l'empresa**:
 - La política de dividends és un instrument que manca de rellevància.
 - Pel que fa al seu pla d'inversions:
 - Si no es modifica la xifra (I_{t+1} constant), el valor de mercat de l'empresa no es modificarà siga quina siga la quantitat de dividend lliurat.
 - Si es redueix (δI_{t+1}) per distribuir més dividends, per mantenir el pla inicial d'inversió, haurà d'emetre accions noves, per a Δ la liquiditat.
- Si l'empresa, en un moment determinat, vol reduir els dividends, pot fer-ho a través d'una readquisició d'accions o compra de les seues pròpies accions.

- Analitzarem els efectes de dues imperfeccions (mercats NO perfectes):
 - L'existència d'**impostos personals** que graven de manera diferent els dividends dels guanys de capital.
 - L'existència de **costos de transacció** en els mercats financers, tant de compravenda com d'emissió de títols.
- Per regla general, els impostos que graven la renda personal (IRPF) apliquen un tractament diferent sobre els dividends i sobre els guanys de capital.
- L'inversor no mostra indiferència entre:

- percebre dividends o,
 - percebre guanys de capital
- } si el que ha de pagar en concepte d'impostos és diferent.

són gravats
quan es
distribueixen

són gravats quan es
produeix la transmissió
patrimonial

→ Els inversors que no necessiten liquiditat immediata, no desitgen rebre dividends que els obliguen a pagar impostos.

IV. CONSIDERACIÓ D'IMPOSTOS I COSTOS DE TRANSACCIÓ

– Un **inversor** que s'enfronte a dues empreses amb idèntics riscos econòmics i nivells d'endeutament, **penalitzarà** molt més *l'empresa que adopte una política de dividends que el perjudique fiscalment*.

↳ Com? **Pagant menys per les seues accions**, licitant a la baixa en la seua cotització, per compensar el major pagament d'impostos que suposa invertir en aquesta.

– La **rendibilitat** (estimada) que exigirà l'accionista **després d'impostos personals**, haurà de ser **idèntica per a les dues empreses** que pertanyen a una mateixa “classe” (mateix risc econòmic i endeutament), encara que una repartisca dividends i l'altra no, atès que tenen el mateix risc, tant econòmic com financer.

↳ a l'empresa que reparteix un nivell de dividends que fiscalment perjudique més els inversors, se li exigirà major rendibilitat abans d'impostos per compensar el major pagament d'impostos que suposaria invertir en aquesta.

– Generalment, la taxa impositiva que grava els dividends **és major** que la taxa sobre els guanys de capital.

IV. CONSIDERACIÓ D'IMPOSTOS I COSTOS DE TRANSACCIÓ

– Els accionistes que necessiten efectiu disposen de dues alternatives:

- Vendre part de les accions.
- Cobrar un dividend extraordinari finançat amb l'emissió d'accions.

} preferiran vendre part de les accions, ja que l'impost que cal pagar sobre els guanys de capital són menors que els que suporten els dividends.

↳ Encara que els tipus impositius foren els mateixos, els dividends són gravables quan es distribueixen, per la qual cosa els inversors que no desitgen liquiditat també preferiran que l'empresa no repartisca dividends.

– La rendibilitat abans d'impostos, reprenent [1], es pot separar en “rendibilitat per dividends” i en “rendibilitat per guanys de capital o plusvàlues”:

$$r_s = \frac{d_{t+1} + P_{t+1} - P_t}{P_t} = \frac{d_{t+1}}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad [14]$$

– La rendibilitat després d'impostos personals serà:

$$r_s^t = \frac{d_{t+1} \cdot (1 - t_D) + (P_{t+1} - P_t) \cdot (1 - t_G)}{P_t} \quad [15]$$

IV. CONSIDERACIÓ D'IMPOSTOS I COSTOS DE TRANSACCIÓ

en què:

| | |
|---|---|
| d_{t+1} : | dividend esperat per acció al final del període $t+1$. |
| P_t^{ex} : | preu d'una acció (<i>ex dividend</i>) al principi del període $t+1$. |
| P_{t+1}^{ex} : | preu d'una acció (<i>ex dividend</i>) al final del període $t+1$. |
| $(P_{t+1}^{\text{ex}} - P_t^{\text{ex}})$: | guany de capital esperat en el període $t+1$. |
| r_S : | rendibilitat, abans d'impostos, exigida pels accionistes. |
| t_D : | taxa que grava la renda rebuda en forma de dividends. |
| t_G : | taxa que grava la renda rebuda en forma de guanys de capital. |
| $d_{t+1} \cdot (1 - t_D)$: | dividends nets després de deduir els impostos. |
| $(P_{t+1}^{\text{ex}} - P_t^{\text{ex}}) \cdot (1 - t_G)$: | guany de capital net després de deduir els impostos. |
| r_S^t : | rendibilitat, després d'impostos, exigida pels accionistes. |

1) Si $t_D > t_G \rightarrow$ si l'empresa $\Delta dt+1$ i perjudica els guanys de capital:

$$r_S^t = \frac{d_{t+1} \cdot (1 - t_D) + (P_{t+1}^{\text{ex}} - P_t^{\text{ex}}) \cdot (1 - t_G)}{P_t}$$

- el numerador serà més petit, i com que **la rendibilitat ha de mantenir-se**, i no varia ni el risc econòmic ni l'endeutament, llavors el denominador o preu de les accions ha de disminuir.

IV. CONSIDERACIÓ D'IMPOSTOS I COSTOS DE TRANSACCIÓ

T
E
M
A

5

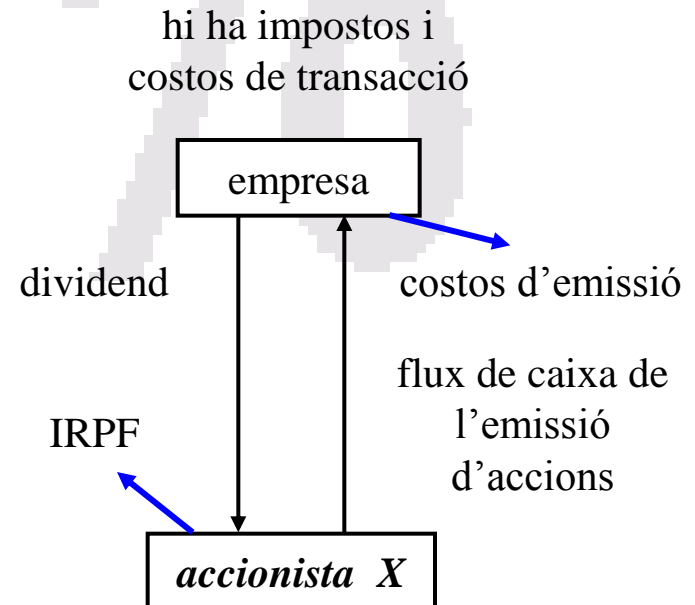
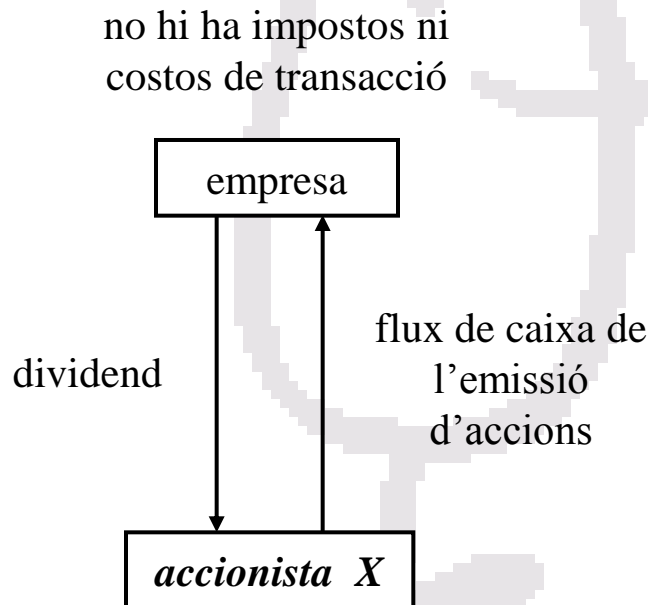
- 2) Si $t_D < t_G \rightarrow$ ara són els guanys de capital els que resulten penalitzats:
- Els inversors preferiran majors dividends, ja que pagaran menys impostos, per la qual cosa davant de dues empreses iguals que només es diferencien pel repartiment de dividends, **exigiran major rendibilitat** abans d'impostos.
- 3) Si $t_D = t_G \rightarrow$ la política de dividends que aplique l'empresa no afectarà el seu valor.
- En conclusió, **imperfeccions** que anul·len la irrellevància de la política de dividends que defensen MM:
- la diferència de gravamen sobre les dues formes de generar renda (dividends i plusvàlues) i no els impostos personals en si.
 - la necessitat d'incórrer en costos en realitzar transaccions als mercats financers.
- Aleshores, els inversors suporten els costos financers següents:
- *Costos per negociar títols en el mercat secundari:* això els impedeix obtenir la liquiditat desitjada a través de la compra i venda d'accions en el mercat.
 - *Costos per emissió de nous títols:* deixen de ser perfectament substituïbles les dues fonts de finançament de l'empresa: beneficis retinguts i emissió d'accions.

IV. CONSIDERACIÓ D'IMPOSTOS I COSTOS DE TRANSACCIÓ

- Si \exists imperfeccions \rightarrow la liquiditat obtinguda amb l'emissió d'accions, la rep l'accionista en forma de dividends.
- Si \exists imperfeccions \rightarrow *es produeixen fugides per impostos i pels costos de transacció*. L'accionista ja no es mostra indiferent. Atès que no pot neutralitzar les decisions de l'empresa sobre el repartiment de dividends, actua ell directament en el mercat de capitals i influeix en el preu de les accions.

T
E
M
A

5



- *L'efecte "clientela"* → tendència d'una empresa a atreure un tipus concret d'inversors, els quals se senten atrets per la seua *política de dividends*.
- Criteri d'inversió per part dels accionistes:
 - *Inversors amb baix nivell de renda* (no paguen impostos), si busquen liquiditat:
 - ↳ invertiran en empreses exemptes d'impostos que paguen dividends elevats, ja que tota la renda generada és neta.
 - *Inversors amb alt nivell de renda* (paguen impostos). Si no busquen liquiditat:
 - ↳ invertiran en empreses que paguen pocs dividends.
- Pel que fa als dividends que paguen les empreses, si distribueixen la quantitat que cobreix les expectatives dels accionistes → aquesta no podrà alterar el preu de les seues accions, si decideix modificar la taxa de repartiment de dividends.
- D'acord amb la política de dividends que establisca l'empresa, atraurà un determinat tipus de "clientela", sense que això siga un motiu suficient per alterar-ne el valor de les accions.
 - ↳ Això ens indica que no hi ha una clientela millor que una altra i, conseqüentment, es manté la teoria de MM.

V. L'EFFECTE "CLIENTELA"

– Les empreses solen mantenir una política de dividends prou estable.

↳ possibilita la formació de clientele fiscals.

↳ inspira confiança en els inversors

– Aquest efecte "clientela" presenta certes limitacions:

- La pertinença a una clientela fiscal determinada implica renunciar a una classe concreta d'accions.
- Els canvis en les rendes gravables de l'inversor pot alterar-ne les preferències pels dividends i obligar-lo a modificar la seua cartera.

