

LAS DECISIONES DE DISTRIBUCION DE BENEFICIOS EN LA EMPRESA:

Política de dividendos

Por

IGNACIO CRUZ ROCHE

Profesor agregado Interino de Economía de la Empresa

SUMARIO:

1.—Política de dividendos: factores que influyen. 2.—Planteamientos teóricos respecto a los dividendos. 3.—Modelos de comportamiento empresarial en política de dividendos. Conclusiones.

LAS DECISIONES DE DISTRIBUCION DE BENEFICIOS EN LA EMPRESA: POLITICA DE DIVIDENDOS

Una de las decisiones más importantes en el sistema financiero de la empresa es la concerniente a la política de dividendos o, en definitiva, a la política de distribución de las rentas generadas entre autofinanciación y retribución a los accionistas. En estas decisiones se conjugan aspectos típicos de la decisión de inversión ya que, en definitiva, los fondos retenidos habrán de tener un empleo rentable junto con aspectos típicos de la financiación, puesto que la retención de beneficios altera la estructura financiera de la empresa con su posible repercusión sobre el coste del capital. Además, el problema no se circunscribe tan sólo al ámbito interno de la empresa sino que han de ser considerados también los intereses de los accionistas. El accionista debe analizar si prefiere un dividendo en efectivo, o bien prefiere una mayor retención y unas expectativas futuras más favorables. Hay que considerar que los accionistas actuarán sobre el mercado de capitales y pueden, deshaciéndose de sus acciones, disminuir el precio de las mismas.

En suma, estos factores serán los que estudiaremos a lo largo de este trabajo, en el que plantearemos en primer lugar los factores que determinan la política de distribución, para centrarnos posteriormente en el análisis de sus efectos sobre la riqueza de los accionistas y el tema debatido de los posibles efectos de la política de dividendos sobre el precio de las acciones, cuestión que ha dado lugar a una amplia controversia y que aún dista de estar resuelta. Por último, estudiaremos algunos de los principales modelos de comportamiento de la empresa en esta materia, en los que se relacionan los principales factores determinantes de estas decisiones.

1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS: FACTORES QUE INFLUYEN

Si bien los factores fundamentales tienen carácter de permanencia existen diferencias

entre las empresas que no tienen acceso al mercado de emisión y aquellas otras que pueden acudir a él. Gutenberg (1) señala que "es característico de las empresas individuales y de las sociedades personales el que los propietarios, en principio, según sus cálculos, determinen que cantidades de los beneficios ofrecen ellos a la empresa para la autofinanciación y que dedican a otros fines"; los problemas personales de los propietarios tienen una mayor relevancia. Por el contrario, en las grandes sociedades la decisión corresponde a los directivos, a menudo desvinculados del capital, y que tenderán a un mayor crecimiento de la empresa por autofinanciación frente a los intereses de retribución efectiva de los accionistas. La gran empresa habrá de armonizar estos intereses, cuidando a la vez del reflejo que en el mercado de valores exprese la cotización de los títulos.

Los factores que influyen en la política de dividendos, siguiendo la obra del profesor Suárez (2), pueden ser clasificados en factores internos y externos.

1. Factores internos.

a) Existencia de oportunidades de inversión suficientemente atractivas por los fondos retenidos. Cuando estas oportunidades vienen determinadas por la propia estrategia de crecimiento de la empresa existe una fuerte tendencia a la autofinanciación.

b) Acceso al mercado de crédito; cuando la empresa se encuentra con dificultades para financiar sus inversiones tenderá a utilizar los beneficios retenidos como sustituto del crédito.

c) La situación de liquidez puede restringir la decisión de distribución. Así, la empresa puede haber obtenido unos resultados muy favorables pero, por encontrarse en un proceso de expansión, carecen de liquidez. Si también ha agotado su capacidad

(1) Gutenberg, E: "Financiación de la Empresa" ICE, Madrid 1972, pág. 250.

(2) Suárez Suárez, A.S. "Apuntes de Financiación" Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense, Madrid 1975, pág. 397 a 400.

de endeudamiento, forzosamente deberá seguir una política de bajos dividendos.

d) Grado de control por parte de los accionistas. La empresa puede obtener capital propio por vía de retención de beneficios, o bien mediante ampliaciones de capital. La retención de beneficios priva a los accionistas de una renta actual pero permite que la estructura de propiedad de la empresa se mantenga. Por el contrario, las ampliaciones de capital pueden llevar, bien directamente o a través de la venta de los derechos de suscripción, a la entrada de nuevos accionistas que alterarán la estructura de poder existente.

2. Factores externos:

a) Política fiscal: El Estado condiciona bien directamente mediante restricciones a los repartos de dividendos o bien indirectamente mediante impuestos, la decisión de distribución de los beneficios. Los impuestos sobre las rentas de capital o sobre la renta de personas físicas fomentan la reinversión de los beneficios. Por otra parte, los impuestos sobre renta de sociedades y los gravámenes a las plusvalías pueden también condicionar la decisión.

b) Situación del mercado crediticio: En épocas de dificultades crediticias y falta de liquidez las empresas considerarán en mayor medida sus posibilidades de autofinanciación.

c) Grado de inflación: Las continuas elevaciones de los precios llevan a que las empresas tengan una liquidez mínima como forma de protegerse de la disminución del poder adquisitivo del dinero, lo cual unido a las alzas de los precios de los bienes de equipo, suelen originar dificultades de liquidez con sus efectos correspondientes sobre los dividendos. El aumento de beneficios que origine la inflación permite paliar los efectos de la falta de liquidez.

Mayor importancia que los factores anteriormente anunciados tiene la tendencia hacia la estabilidad de los dividendos. El estudio del comportamiento de las empresas revela que mientras que los beneficios

fluctúan en gran medida, los dividendos tienden a mantenerse constantes y oscilan muy poco, ya que la cotización de las acciones es más alta cuando dicha política es uniforme.

Las causas de la estabilidad en los dividendos, siguiendo a Weston y Brigham (3) son las siguientes:

a) La política de dividendos estables ofrece una imagen de menor riesgo que la empresa que varía sus pagos. Este menor riesgo es repercutido con una mayor cotización de la acción.

b) Los accionistas cuya renta está formada fundamentalmente por dividendos prefieren aquellos valores cuya política de dividendos es estable, lo que se traduce en un mayor precio.

c) Los dividendos estables permiten que el valor sea incluido entre las posibles inversiones de fondos, compañías de seguros, mutuas, etc. en general de aquellas empresas que deben cumplir unos requisitos en sus inversiones (4).

La tendencia a la estabilidad junto con los factores anteriormente enumerados configuran tres tipos de políticas seguidos por las empresas en la práctica (5).

a) Cantidad estable por acción: Es la política más empleada que consiste en entregar el mismo porcentaje sobre el nominal de cada acción.

b) Relación de distribución constante; se basa en el pago de un porcentaje preestablecido de los beneficios; se caracteriza por ser tan inestable como los beneficios obtenidos con los inconvenientes antes reseñados.

c) Dividendos normales reducidos completados con dividendos extraordinarios cuando los resultados han sido favorables. Se trata de una combinación de las anteriores.

(3) Weston, J. y Brigham E. "Managerial Finance" Holt, Rinehart, and Winston, Londres, 1974, pág. 351.

(4) Van Horne señala también estos mismos factores, véase Van Horne J. C. "Fundamentals of Financial Management" Prentice Hall, Englewood 1971, pág. 431 a 433.

(5) Véase Weston J. y Brigham E. "Managerial ..." Op. cit., pág. 352.

res políticas en donde se garantiza un mínimo quedando el dividendo extraordinario a expensas de los beneficios obtenidos.

2. PLANTEAMIENTOS TEORICOS RESPECTO A LOS DIVIDENDOS

La política de dividendos ha sido explicada mediante varias aportaciones teóricas alternativas que podemos sintetizar en las siguientes:

1) La política de distribución de beneficios depende de la política financiera global de la empresa. La empresa en función de sus alternativas de inversión y de las disponibilidades de financiación busca la política de retención óptima, y en consecuencia, la política de dividendos que maximice el valor de la empresa.

2) La política de dividendos condiciona el valor de mercado de la empresa, ya que los accionistas al tener aversión al riesgo prefieren dividendos actuales a futuros. Por ello, un aumento en la tasa de retención supone una exigencia de mayor rentabilidad futura.

3) La política de dividendos es irrelevante. Al accionista le resulta indiferente recibir dividendos o incrementar el capital de la empresa y, en consecuencia, aumentar los dividendos futuros. Siempre que se cumplan unas determinadas condiciones —que analizaremos posteriormente— el precio de las acciones dependerá únicamente de los beneficios y no del dividendo.

4) El accionista, ante las limitaciones de información de la empresa, interpreta los resultados de la misma en base a las alteraciones de los dividendos. Por ello, una política de dividendos estables ofrece una imagen de un desarrollo normal de las operaciones y de un riesgo más reducido, lo que se traduce en cotizaciones más elevadas.

Cada una de estas explicaciones ha sido ampliamente desarrollada, a excepción de la última por su carácter fundamentalmente psicológico. Exponemos a continuación los rasgos más esenciales de estos enfoques.

Los dividendos como decisión de política financiera

Las decisiones referentes al pago de dividendos suponen una salida de fondos para la empresa que han de ser sustituidos por financiación ajena o bien por un nivel de inversión más reducido. Una de las cuestiones más controvertidas es la posibilidad de que estas decisiones afecten o no al precio de las acciones. Las variables que intervienen en el proceso son *b*, la tasa de retención de beneficios, sobre la que puede actuar la empresa, *r*, rentabilidad prevista de los proyectos de inversión que pueden ser abordados con los fondos retenidos y, *k*, tasa de rentabilidad exigida por los accionistas.

Los modelos de valoración del precio de las acciones se basan en descontar la corriente de dividendos esperados a una tasa *k* (tasa de rentabilidad exigida por los accionistas), esperando que los dividendos crezcan anualmente.

El dividendo será igual a *Y* beneficio obtenido multiplicado por $(1 - b)$

$$D_0 = Y_0 (1 - b)$$

al final del año 1

$$D_1 = Y_1 (1 - b)$$

pero $Y_1 = Y_0 + Y_0 \cdot br$ ya que la retención de beneficios ha sido reinvertida a una tasa *r*. Entonces

$$D_1 = Y_0 (1 - br) (1 - b)$$

analogamente

$$D_2 = Y_0 (1 - br)^2 (1 - b)$$

.....

$$D_n = Y_0 (1 + br)^n (1 - b)$$

Aplicando para la valoración de la acción el enfoque de la corriente de dividendos descontados, el precio será

$$P = Y_0 (1 - b) + \frac{Y_0 (1 + br) (1 - b)}{1 + K} + \frac{Y_0 (1 + br)^2 (1 - b)}{(1 + K)^2} + \dots$$

Es decir, la suma de dividendos futuros actualizados a la tasa K. Operando en la ecuación anterior queda:

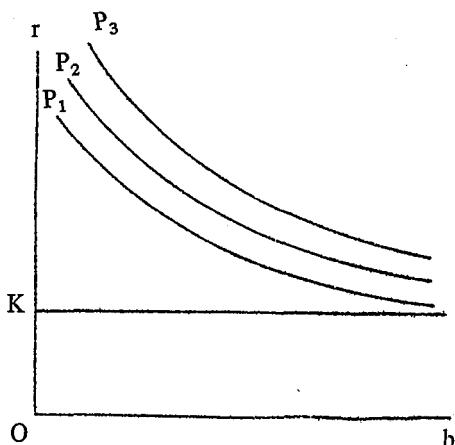
$$P = Y_0 \frac{(1-b)(1+K)}{K-br}$$

Entonces tenemos que el precio de las acciones es función de K (tasa de rentabilidad exigida por los accionistas), del coeficiente de retención b y de la tasa de rentabilidad r. Si consideramos K como un valor dado, podremos obtener un mismo precios con combinaciones diferentes de r y b, lo que nos daría —siguiendo el planteamiento de Lerner (6)— unas líneas isoprecios para las acciones.

Si $K > r$ obtendríamos que el precio de las acciones es creciente con la tasa de retención.

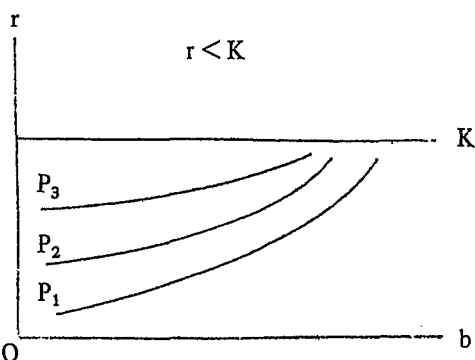
$$P_3 > P_2 > P_1$$

$r > K$



Si $r < K$, entonces obtendríamos que para un r dado interesa la distribución máxima posible de dividendos.

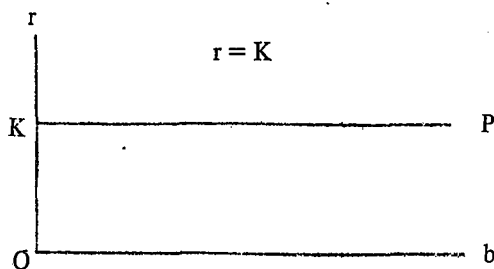
$$P_3 > P_2 > P_1$$



Si $r = k$, el modelo quedará

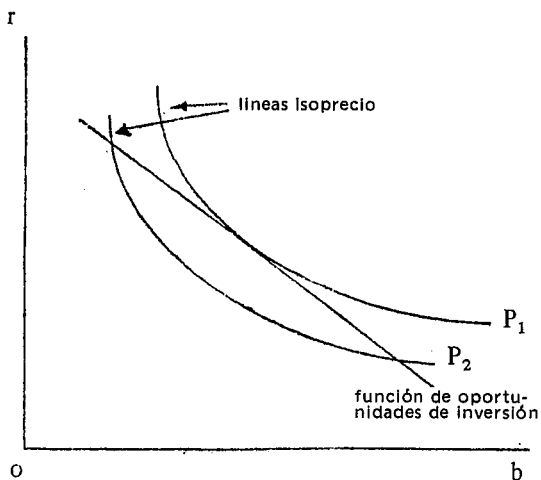
$$P = Y_0 \frac{(1-b)(1+K)}{K-br} = \frac{Y_0(1+K)}{K}$$

en definitiva, un precio constante.



Sin embargo, las oportunidades de inversión de la empresa serán lógicamente decrecientes con la tasa de retención, es decir, si se retienen mayores cantidades habrá que realizar inversiones con una tasa de rentabilidad r más reducida. Existiría una relación función de oportunidades de inversión $r = f(b)$, y entonces el problema será encontrar la tasa de retención b que permite maximizar el precio de las acciones, o en definitiva, la tasa de retención que permite para una función de oportunidad de inversión lograr el precio máximo en la acción. Gráficamente sería:

(6) Lerner, E. M.: "Managerial Finance" Harcourt, Brace, Jovanovich, New York 1971, págs. 361 a 378.



Este problema ha sido solucionado por Gordon (7) sustituyendo en la ecuación de valoración propuesta r por $r(b)$ siendo r una función decreciente de las ganancias retenidas, es decir, se considera el supuesto de la rentabilidad marginal decreciente de la inversión.

El valor de la acción será:

$$P = \frac{Y_0 (1 - b) (1 + K)}{K - br(b)}$$

Puesto que queremos conocer la tasa de retención (b) que maximiza el precio de la acción:

$$\frac{dP}{db} = \frac{Y_0 (1 + K)}{(K - br(b))^2} (r(b) - K + b(1 - b) \frac{\partial r}{\partial b})$$

Si $r(b) > k$ hay un valor de b que maximiza el precio de la acción. Cuando hacemos $b = 0$, $\frac{dP}{db} > 0$, lo que significa que el precio de la acción está aumentando y, en consecuencia, el valor $\frac{\partial r}{\partial b}$ es cada vez mas negativo, y por lo tanto existirá un valor de b que cause que $\frac{dP}{db} = 0$ maximizándose entonces el valor de P . El índice de retención será:

$$r(b) - K + b(1 - b) \frac{\partial r}{\partial b} = 0$$

$$r(b) = K - b \frac{\partial r}{\partial b} + b^2 \frac{\partial r}{\partial b}$$

Por el contrario, si $r(b) < k$ cuando $b = 0$, como $r(b)$ es una función decreciente de b , $\frac{dP}{db} < 0$, lo que indica que P es decreciente para todos los valores de b iguales o mayores que 0 . Por consiguiente, la política óptima exige que todos los beneficios obtenidos se distribuyan como dividendos.

El planteamiento anterior pudiera parecer contradictorio con el análisis marginal. En efecto, este fenómeno que ha sido denominado "paradoja de Gordon" surge de la condición de optimalidad anterior.

$$r(b) + b \frac{\partial r}{\partial b} = K + b^2 \frac{\partial r}{\partial b}$$

Debido a que b^2 ha de ser necesariamente positivo y $\frac{\partial r}{\partial b}$ es negativo, el término $b^2 \frac{\partial r}{\partial b}$ ha de ser negativo. En consecuencia, la ecuación muestra que para maximizar el precio de la acción, la empresa ha de retener beneficios hasta que la rentabilidad marginal de la inversión es de hecho inferior a K , tasa de capitalización de los futuros dividendos. Este requisito resulta contradictorio con el análisis marginal.

Vickers (8) resolvió el problema midiendo con corrección los beneficios totales de la reinversión. La expresión $(r(b) + b \frac{\partial r}{\partial b})$, mide tan sólo los beneficios inmediatos que origina el aumento de una unidad de reinversión, pero no considera los beneficios resultantes de la reinversión de las ganancias futuras retenidas. Sin embargo, de acuerdo con el planteamiento realizado, la inversión total tiene un efecto multiplicador permanente sobre los dividendos futuros. En el periodo inicial una unidad invertida

(7) Véase Gordon, M.J.: "The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation" Irwin, Homewood, Illinois 1962, capítulo 4.

(8) Vickers, D.: "Profitability and Reinvestment Rates: A Note on the Gordon Paradox" Journal of Business 39, julio 1966, págs. 366 a 370.

provoca un aumento de los ingresos actuales de $(r(b) + b \frac{\partial r}{\partial b})$ que denominaremos r' , de forma que los dividendos actuales se elevan en $(1-b)r'$ unidades. La cantidad reinvertida br' obtendrá una rentabilidad promedio de r . La condición marginal exige que el valor actual del incremento de los dividendos futuros que se originan por una unidad de retención sean precisamente iguales a la unidad, es decir:

$$1 = \int_0^{\infty} (1-b)r' e^{brt} e^{-kt} dt$$

siendo K la tasa de descuento y t el tiempo.

La solución implica que $b = \frac{r' - K}{r' - r}$ y susti-

tuyendo r' por $r(b) + b \frac{\partial r}{\partial b}$, su expresión equivalente, quedaría $r(b) = K - b \frac{\partial r}{\partial b} + b^2 \frac{\partial r}{\partial b}$ expresión idéntica a la calculada anteriormente, con lo que se puede afirmar la concordancia entre la tasa óptima de retención de beneficios y el análisis marginal.

Mao (9) señala que el modelo anterior presenta dos serias limitaciones: a) de una parte supone que la empresa limita sus inversiones a los beneficios retenidos. Evidentemente si la empresa varía su posición de endeudamiento, los pagos de dividendos podrán ser sustituidos por créditos alterándose la estructura de capital. Entonces la política de dividendos, a través de la variación de la relación de endeudamiento puede afectar al valor de las acciones, incluso en el caso de una política de inversión independiente de la política de dividendos.

b) En segundo lugar, la tasa de descuento de los dividendos futuros (k) se ha supuesto constante e independiente de b . Los accionistas como veremos a continuación, pueden valorar en forma diferente el mayor riesgo que implica un aplazamiento mayor del cobro de dividendos, utilizando una tasa creciente con el tiempo. En este caso,

al depender K de b , la política de dividendos afectará al precio de las acciones, incluso si el pago de dividendos no afecta a la estructura de capital de la empresa y el volumen de inversiones.

La variación de la tasa de rentabilidad requerida por los accionistas (K) con la política de dividendos.

La idea de la aversión al riesgo en los accionistas, lógicamente llevará a que se prefieran dividendos presente a hipotéticas ganancias futuras. Este argumento fue ya expresado en 1.934 por Graham y Dodd (10) quienes en un texto ya clásico exponían que la influencia sobre el precio de mercado de 1 unidad de beneficio equivalía al de 4 unidades de beneficios retenidos.

La demostración de este argumento se debe a Gordon (11), si bien nosotros recogeremos una exposición más simplificada que realiza Mao (12).

Supongamos una empresa que obtiene un beneficio anual constante de E unidades monetarias por acción. La empresa no tiene financiación externa y distribuye la totalidad de sus beneficios. Entonces, el precio de las acciones será

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E}{(1+K)^t} = \frac{E}{K}$$

Alteremos los supuestos iniciales en el sentido de que la empresa reinvierte un porcentaje b de sus beneficios cada año. Hemos visto, anteriormente, que la retención de los beneficios aumenta el precio de las acciones cuando r (rentabilidad de las ganancias no distribuidas) es más elevada que K (tasa de rentabilidad requerida por los inversores). Precisamente, para evitar que se mezclen los efectos de las inversiones realizadas con los de los dividendos,

(10) Véase Graham, B. y Dodd, D.L.: "Security Analysis" McGraw Hill, New York 1934, pág. 487.

(11) Gordon, M.J.: "The Savings, Investment and Valuation of a Corporation" en The Review of Economics and Statistics, núm. 44, Febrero 1962, pág. 37 a 51.

(12) Mao, J.C.T.: "Análisis Financiero" El Ateneo, Buenos Aires 1974, págs. 421 a 423.

(9) Mao, J.T.C.: "Análisis Financiero". El Ateneo, Buenos Aires 1974, pág. 307.

Gordon establece que r ha de ser exactamente igual a K . De acuerdo con estos datos los dividendos serán $(1-b)E$ por acción, pero con la característica de que se espera un incremento en los dividendos por acción a una tasa anual de $br = bK$, como consecuencia de las nuevas inversiones.

Se trata de comparar si el nuevo precio de las acciones P_b es menor que el anterior. Gordon defiende que ha de ser menor en base a dos argumentos:

1. Los accionistas sienten aversión al riesgo.
2. Los dividendos más lejanos se consideran menos seguros que los más próximos.

En base a estos argumentos Gordon estableció que la tasa a la que un inversor descuenta sus expectativas de dividendos aumenta según sean más lejanas estas expectativas. El nuevo valor de las acciones en el caso de pago total de beneficios será:

$$P_0 = \frac{E}{(1 + K_1)} + \frac{E}{(1 + K_2)^2} + \dots$$

donde la tasa de rentabilidad K_t es una función creciente del tiempo. Se puede establecer que mediante una tasa uniforme de descuento que simplificara K_t , el valor de las acciones será

$$P_0 = \frac{E}{K'}$$

En el caso en que la empresa reinvierte un coeficiente b de los beneficios según una rentabilidad anual de K (recordemos que $r = k$), el dividendo será $(1-b)E$ en el primer año, $(1-b)E(1+bK)$ en el segundo y en el n -simo será $(1-b)E(1+bK)^{n-1}$. Podemos obtener el precio de una acción descontando el flujo de dividendos a las tasas crecientes respecto al tiempo $K_1, K_2 \dots K_t$:

$$P_0 = \frac{(1-b)E}{(1 + K_1)} + \frac{(1-b)E(1+bK)}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{(1-b)E(1+bK)^{n-1}}{(1 + K_n)^n} + \dots (a)$$

Si tomamos una tasa de descuento uniforme K' que sea equivalente a las K_t anteriormente tendremos:

$$P_b = \frac{(1-b)E}{1 + K'} + \frac{(1-b)E(1+bK)}{(1 + K')^2} + \dots + \frac{(1-b)E(1+bK)^{n-1}}{(1 + K')^n} + \dots (b)$$

Sumando el segundo término de la ecuación, suma de una progresión geométrica ilimitada de razón $\frac{1+bK}{1+K'}$, será

$$P_b = \frac{(1-b)E}{K' - bK'}$$

El nuevo precio P_b será menor que P_0 siempre que $K' > K$ lo que muestra que la tasa de rentabilidad requerida por los inversores aumenta al retenerse los beneficios.

Gangolli (13) prueba en un apéndice del artículo citado de Gordon que la rentabilidad exigida por los inversores es una función creciente de la tasa de retención de beneficios. Así, haciendo en el planteamiento anterior $D_0 = (1-b)E_0$ y g , tasa de crecimiento de los dividendos igual a $br = bK$, quedará a partir de las ecuaciones (a) y (b) anteriores:

$$D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1+g}{1+K'} \right)^t = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K_t)^t}$$

operando

$$\frac{1+g}{1+K'} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K_t)^t}$$

$$\frac{1+g}{K'-g} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K_t)^t}$$

(13) Gangolli, R.: "Variation in a Corporations Cost of Capital with the rate of growth in its Dividends" apéndice A del artículo de Gordon M.J.: "The Savings..." Op. cit., págs. 49 y 50.

de donde

$$K' = \frac{1+g}{\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K_t)^t}} + g$$

en la que se expresa K' como una especie de promedio de la función $K_1, K_2 \dots K_t \dots$. Considerando K función de g , calcula la primera derivada.

$$K'(g) = \frac{dK'(g)}{dg} = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} (t-1) \frac{(1+g)^t}{(1+K_t)^t}}{\left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K_t)^t} \right]^2} + 1$$

demostrando que si K_t es creciente necesariamente implica que $K'(g) > 0$, con lo que prueba que K es una función creciente de g .

Entonces, como los dividendos más lejanos son descontados a una tasa K mayor, cuanto mayor sea la política de retención, los futuros dividendos se descontarán a una tasa más elevada provocando de esta forma un descenso en el precio de las acciones.

La irrelevancia de la política de dividendos según Modigliani y Miller

La postura contraria es defendida por Modigliani y Miller en un artículo titulado "Dividend Policy, growth and the valuation of shares" (14) donde se considera que el valor de las acciones de la empresa depende únicamente por su capacidad de generar beneficios con independencia de su posterior distribución. Este planteamiento es coherente con las tesis mantenidas por dichos autores referentes a la irrelevancia de la estructura financiera sobre el valor de las acciones (15), y en consecuencia, la decisión de financiarse mediante retención de

beneficios o con deuda, no debe afectar al valor de las acciones.

El razonamiento se apoya en los tres conocidos supuestos de a) Mercados perfectos, donde ningún comprador ni vendedor podrá influir sobre el precio y donde no existe ningún gasto, carga o impuesto adicional; b) Conducta racional de los inversores; y c) Los inversores no experimentan aversión al riesgo.

Estos supuestos implican que todos los valores tienen el mismo rendimiento por acción, ya que en otro caso un comportamiento racional implicaría vender el valor de menor rendimiento y comprar otro de mayor (16).

Sea una empresa financiada totalmente mediante acciones que distribuye todos sus beneficios tras reinvertir la depreciación. Esta empresa tiene una oportunidad de invertir una cantidad I_0 que puede financiarse bien mediante una emisión adicional de acciones o bien mediante una reducción del dividendo.

La inversión adicional supondrá un incremento en los beneficios ΔY igual durante todos los años, se establece también que el proyecto es suficientemente rentable.

El valor de la empresa tras la inversión será:

$$V_1 = \frac{Y + \Delta Y}{K}$$

Evidentemente se produce un incremento de valor de la empresa superior a la inversión I_0 . Pero, lo que nos interesa analizar son las perspectivas de financiación, bien mediante retención, o bien por emisión de acciones.

En el caso de que no hubiera realizado la inversión el valor de la empresa sería:

$$V_0 = D_0 + \frac{V_1'}{(1+K)} = D_0 + \frac{Y/K}{(1+K)} = D_0 \frac{Y}{K(1+K)}$$

(14) Modigliani, F. y Miller, M.: "Dividends Policy, Growth and the Valuation of Shares", The Journal of Business, vol. XXXIV n.º. 4 1961, págs. 411-433.

(15) Véase Modigliani, F. y Miller, M.: "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment" The American Economic Review, vol. XLVIII, n.º. 3, 1958, pág. 261 y 297.

(16) En este punto seguimos la exposición de Robichek, A. y Myers, S.C.: "Decisiones Financiera Optimas" Herrero Hnos. México 1965, págs. 66 a 70. Una exposición mucho más amplia se puede encontrar en Modigliani, F. y Miller, M.: "Dividend Policy. . . . Op. cit.

Si se decide emitir nuevas acciones para obtener los fondos necesarios para la inversión I_0 , el dividendo será igual a los beneficios $D_0 = Y_0$, y el valor

$$V_0 = Y_0 + \frac{Y + (\Delta Y - A)}{K(1 + K)}$$

donde A es el futuro rendimiento a pagar a los nuevos accionistas e ΔY las rentas producidas por la nueva inversión.

Si se decide reducir el dividendo y no emitir acciones, el nuevo valor será:

$$V_0 = Y_0 - I_0 + \frac{Y + \Delta Y}{K(1 + K)}$$

Para que ambos valores sean idénticos se ha de verificar que

$$I_0 = \frac{A}{K(1 + K)}$$

Es decir, que si los nuevos accionistas descuentan sus dividendos a un tipo de rendimiento igual a K , los accionistas iniciales serán indiferentes a la forma de financiación que se utilice. Debido a las hipótesis iniciales de partida, los nuevos accionistas deberán mostrarse dispuestos a obtener este rendimiento K al ser mercados perfectos y existir un arbitraje entre los títulos que los lleva a igualar su rendimiento.

Sin embargo esta hipótesis de no relevancia de los dividendos ha sido ampliamente contestada, especialmente por los supuestos simplificadores de los que parte. Así, Robichek y Myers (17) señalan que:

1. Generalmente existe aversión al riesgo, lo que supone considerar más arriesgados los dividendos más lejanos.

2. El accionista no puede reinvertir sus dividendos a un tipo K ya que existen impuestos personales sobre la renta que los gravan. Además, comisiones y también costes de suscripción, podrían alterar el equilibrio.

3. La existencia de tipos impositivos diferenciados sobre los dividendos y benefi-

cios retenidos alteran también el planteamiento inicial.

4. Los dividendos son interpretados como indicio de la marcha de la compañía y por ello, su elevación o descenso, suele repercutir en el precio de las acciones.

5. La información que los accionistas poseen sobre las empresas y, como consecuencia, su estimación del riesgo, no es igual para todos ellos.

Estudios empíricos sobre la relación dividendo-precio de las acciones.

La polémica anteriormente expuesta no ha sido aún resuelta pese a los trabajos dedicados al tema. Dentro de esta inquietud merecen destacarse los modelos económicos desarrollados para la verificación de una y otra teoría. Así los trabajos de Modigliani y Miller (18) Durand (19), la réplica de Modigliani y Miller (20) Gordon (21) Fisher (22), Benishay (23) Miller y Modigliani (24) Lintern (25) Solomon (26), Friend y Puckett (27). Briugham y Gordon

(18) Modigliani, F. y Miller M.H. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment" American Economic Review, junio 1958, págs. 261 a 297.

(19) Durand D. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment" American Economic Review, septiembre 1959, págs. 638 a 655.

(20) Modigliani, F. y Miller M.H. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply" American Economic Review, septiembre 1959, págs. 655 a 669.

(21) Gordon M.J. "Dividend Earnings and Stocks Prices" Review of Economics and Statistics, mayo 1959, págs. 99 a 105.

(22) Fisher, G.R. "Some Factors Influencing Share Prices" Economic Journal, marzo 1961, págs. 121 a 141.

(23) Benishay, H. "Variability an Earnings-Price Ratios of Corporate Equities" American Economic Review, marzo 1961, págs. 81 a 94.

(24) Miller M.H. y Modigliani F.: "Dividend Policy. ..." Op. cit.

(25) Lintner, J.: "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations" Review of Economic and Statistics, agosto 1962, pág. 243 a 269.

(26) Solomon E.: "The Theory of Financial Management" Colombia, University Press, New York 1963.

(27) Friend, I. y Puckett M.: "Dividends and Stocks Prices" American Economic Review, septiembre 1964, págs. 656 a 682.

(17) *Ibidem* 70 a 73.

(28) constituyen una muestra elocuente del nivel alcanzado en la discusión.

Por lo general, todos estos estudios se apoyan en modelos econométricos referidos a una muestra significativa en un año determinado, es decir modelos de sección transversal (cross-section), en los que se trata de demostrar que existe una correlación significativa entre el precio de las acciones y los dividendos, o bien la hipótesis contraria.

La cuestión fundamental subyacente en las discrepancias observadas en estos modelos estriba en que los dividendos actúan no sólo como indicador de una política de distribución, sino también se utiliza como indicador de beneficios futuros, ya que un incremento en los dividendos es interpretado como una mejora futura de los resultados de la empresa, o en definitiva, una confirmación de unas expectativas favorables. Sobre esta crítica Modigliani y Miller ponen en cuestión los modelos favorables a la repercusión de la política de dividendos.

Sin entrar en detalle de los modelos existentes y anteriormente citados, podemos afirmar que no existe una prueba concluyente a favor o en contra.

Hay posturas extremas como las de Durand a favor y Modigliani y Miller en contra, si bien la mayoría de los autores reconocen que las pruebas aportadas no son concluyentes. En este sentido, el estudio más completo de Gordon y Brigham (29), tras aplicar un modelo que recoge política de dividendos, leverage y coste de capital en la industria eléctrica para los años 1958 a 1962 obtienen las siguientes conclusiones: "Primero, la tasa de rentabilidad de las acciones requerida por los inversores aumenta con la tasa de retención de la empresa. Segundo, la tasa de rentabilidad requerida por los inversores para las acciones, crece con la tasa de endeuda-

miento de la empresa, pero el crecimiento es menor del que hubiere sido si los inversores fueran indiferentes entre el endeudamiento personal y el de la empresa". Sin embargo, la aparición de "problemas en la medición de las variables sugieren que la confianza en las conclusiones anteriores debe ser menor que la deducida del mero examen de los coeficientes y de sus errores standards" (30).

3. MODELOS DE COMPORTAMIENTO EMPRESARIALES EN POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Independientemente de la consideración de la relevancia o irrelevancia de la política de dividendos sobre el precio de las acciones, es indudable que existe una política de dividendos establecida en base a una serie de factores o elementos relevantes. Con esta perspectiva se han desarrollado una serie de modelos econométricos de representación de la política de dividendos que exponemos a continuación.

El modelo básico de Lintner

El primer trabajo referente al comportamiento empresarial en política de dividendos fué el realizado por Lintner en 1956 (31). Apoyado en la investigación empírica de 28 empresas, señaló algunos "patrones dominantes en las decisiones respecto a dividendos". Así, estableció la vinculación entre los dividendos actuales, los dividendos anteriores y los beneficios netos (después de amortizaciones e impuestos). Si los dividendos netos del año t se representan por D_t , los beneficios netos por P_t y U_t expresa las perturbaciones aleatorias, la relación será:

$$D_t = a + b_1 P_t + b_2 D_{t-1} + U_t$$

(30) *Ibidem* pág. 102.

(31) Lintner, J.: "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes" *American Economic Review*, Papers and Proceedings, XLVI. (Mayo 1956), pág. 97 a 113.

(28) Brigham, E.F. y Gordon, M.J.: "Leverage, Dividend, Policy and the Cost of Capital" *Journal of Finance*, marzo 1968, págs. 85 a 103.

(29) *Ibidem*.

En definitiva, los dividendos dependen directamente de los beneficios obtenidos en el período, pero, a la vez, están afectados por los dividendos anteriores debido a la resistencia a reducir los dividendos pagados y también, a no elevarlos hasta porcentajes que hagan problemática su continuidad en el futuro.

A partir de la relación anterior se establece que

$$\Delta D = D_t - D_{t-1} = a + c(rP_t - D_{t-1}) + U_t$$

Ecuación que supone que las empresas se proponen una tarea de distribución de los beneficios obtenidos P_t . En consecuencia los dividendos distribuidos deberían variar anualmente según la diferencia $(rP_t - D_{t-1})$ sin embargo, la tendencia conservadora de las empresas es expresada por el coeficiente c , que es un factor indicativo de la velocidad de ajuste de los dividendos respecto a los beneficios obtenidos. La constante "a" indica la presumible mayor resistencia a reducir los dividendos que a incrementarlos.

En definitiva el modelo recoge que la política de dividendos depende de:

- 1) Capacidad de distribuir, expresada por la capacidad de generar renta P_t .
- 2) Propensión a largo plazo a distribuir indicada por el parámetro r y modificada por la inercia a corto plazo C .

La comprobación empírica del modelo es expresada por el propio Lintner con "excelentes correlaciones, residuos aleatorios y altamente significativos coeficientes de regresión" (32) cuando opera con magnitudes agregadas para el período 1918-1951.

La introducción de otras variables explicativas. (liquidez, expectativas, impuestos): los planteamientos de Darling y Brittain.

Darling (33) constató que el modelo de Lintner presentaba deficiencias para aquellos años en los que las expectativas eran de

cambio y en los que existían problemas de liquidez, llegando a la conclusión de que "algunas consideraciones de liquidez y expectativas no eran suficientemente explicativas en las hipótesis de Lintner" (34).

Para ello, introduce una primera modificación en el modelo de Lintner. En vez de alterarse los dividendos en $c(rP_t - D_{t-1})$, establece que la empresa se mueve hacia la distribución de rP , aplicando la proporción r a los niveles últimos de beneficios (rP_{t-1}) más una fracción c del cambio en el volumen de beneficios, es decir $c(P_t - P_{t-1})$. La nueva función sería:

$$D = a + cP_t + dP_{t-1}$$

donde $d = r - c$

lo que implica:

$$D = a + c(P_t - P_{t-1}) + rP_{t-1}$$

Formulación que difiere de la de Lintner al incluir los beneficios retardados en vez de los dividendos. Para Darling, el modelo anterior ha de ser completado ya que la política de la empresa ha de lograr unos objetivos (crecimiento, liquidez y dispersión de la propiedad) pero, a la vez someterse a unas restricciones de tipo presupuestario que afectan a la política de distribución. Entre estos factores tienen especial relevancia las amortizaciones R que pueden actuar como amortiguador de las variaciones del nivel de dividendos. Además, han de ser introducidas las expectativas empresariales, que pueden llevar a una elevación del dividendo en base a previsiones favorables, y, también, el grado de liquidez de la empresa ya que si la empresa tiene problemas de liquidez difícilmente distribuirá unos dividendos elevados. En suma, el modelo quedaría de la siguiente forma:

$$D_t = a_1 + a_2 P_t + a_3 P_{t-1} + a_4 R_t +$$

$$a_5 \Delta S + a_6 L + U_t$$

(34) *Ibidem* pág. 212.

(32) *Ibidem* pág. 109.

(33) Darling, P.G.: "The Influence of Expectations and Liquidity on Dividend Policy" en *Journal of Political Economy* 65, n.º. 3, 1957, págs. 209-224.

Donde D_t son los dividendos de año t ; P_t los beneficios netos después de impuestos; R_t las amortizaciones; ΔS el cambio en el nivel de ventas como medida de las expectativas; L un índice de liquidez que expresa la posición respecto a los niveles deseados; y U_t expresa las perturbaciones aleatorias.

Darling explica de la siguiente forma el modelo: "Los dividendos están vinculados al flujo de beneficios, P , debido al deseo de la empresa de lograr una capitalización sustancial de las acciones en el mercado. En vez de realizar un inmediato y completo ajuste de los dividendos a los beneficios en alza o en baja, la dirección tiende a seguir una política de estabilización acercándose sólo en una parte hacia el nivel de dividendos que sería adecuado si los beneficios permanecieran constantes en el nuevo nivel durante un amplio período de tiempo. Esta retención o factor de inercia es contemplada como una tendencia a considerar los beneficios pasados P_{t-1} , la terminar los dividendos presentes . . . Junto a ello, el modelos incluye las amortizaciones. Esta asignación de fondos afecta a los dividendos porque elevados valores de R con relación a P disminuirán la incertidumbre sobre cuanto tiempo podrá ser mantenido el nuevo nivel de dividendos. El cambio en el nivel de ventas, ΔS , es el mejor determinante de las necesidades de capital circulante. Para evitar considerar cambios a muy corto plazo en las ventas, que no alterarían en forma sustancial el pago de dividendos, ΔS es medido como $S_t - S_{t-2}$; esto es, el cambio en el nivel de ventas sobre los dos años precedentes. Finalmente, las expectativas sobre la posición de liquidez de la empresa son consideradas al incluir la variable L ; en las pruebas empíricas realizadas, esta variable es inobservable y no se incluye en las ecuaciones de regresión" (35).

Brittain (36) en un artículo en la Ameri-

can Economic Review en 1964 considera la conveniencia de reformular el modelo de Lintner mediante la introducción de las amortizaciones y los impuestos. Para ello, utiliza en vez de la variable P_t del modelo de Lintner, una variable Y_t representativa del cash-flow generado en el período t . Además, para introducir el efecto de los impuestos sustituye el coeficiente r de distribución del modelo de Lintner por

$$r_t = a + \beta (t_y - t_g)$$

Es decir, no sería ya una tasa constante como en los modelos anteriores sino que permite incluir los cambios estructurales en los tipos impositivos, donde t_y es el tipo impositivo de las rentas ordinarias y t_g el de las rentas de capital. El resultado sería

$$\Delta D = D_t - D_{t-1} =$$

$$a + c [a + \beta (t_y - t_g)] Y_t - c D_{t-1} + U_t$$

En opinión de Brittain, la aplicación del nuevo modelo "debido a la exageración del beneficio provocada por la liberación de las amortizaciones, provee una mejor explicación de los dividendos en el período entre las dos guerras mundiales" (37), a la vez que la consideración del problema fiscal permite una mejor representación de la realidad norteamericana entre los años 1920 y 1960. En todo caso y, para una aplicación en un período en el que no hayan variado los tipos impositivos se puede utilizar la constante r .

La distribución de los beneficios entre dividendos y beneficios retenidos: el modelo de Turnovsky.

El planteamiento de Turnovsky (38) pretende completar los estudios anteriormente expuestos mediante la estimación de ecua-

(35) *Ibidem* pág. 216.

(36) Brittain, J.A.: "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy" en *American Economic Review* 54, n.º. 3, (1964) págs. 272-287.

(37) *Ibidem* pág. 286 y 287.

(38) Turnovsky, S.J.: "The Allocation of Corporate Profits Between Dividends and Retained Earnings" *The Review of Economics and Statistics*, vol. XLIX. Noviembre 1967, págs. 583 a 589.

ciones explicativas de los beneficios retenidos. "Incluso pensando que los beneficios retenidos puedan ser considerados residuales, están todavía regidos por alguna relación de comportamiento. Después de todo, la decisión de retener beneficios es equivalente a la de no pagar dividendos. Presumiblemente una satisfactoria relación de comportamiento reflejará el hecho de que los beneficios retenidos son el elemento pasivo de la identidad de los beneficios empresariales" (39). A partir de las siguientes identidades

$$P = R + D$$

Beneficios después de impuestos y antes de reajuste de valoraciones (P) es igual a la suma de beneficios retenidos (R) y dividendos pagados (D).

Los beneficios brutos después de impuestos y antes de ajustes de las valoraciones o, en definitiva, el cash flow (GP), es igual al beneficio neto (P) más las dotaciones de amortizaciones (CCA).

$$GP = P + CCA$$

Luego, los beneficios brutos retenidos o fondos internos (GR) será igual a los beneficios netos retenidos (R) más la dotación de amortizaciones

$$GR = R + CCA$$

De las ecuaciones anteriores, podemos obtener la identidad

$$GP = GR + D$$

Es decir, el cash flow se distribuye entre fondos internos retenidos y dividendos.

Turnovsky (40) establece a partir del modelo de Lintner las siguientes ecuaciones

$$D^*_t = A + GP_t + \beta IPE_t$$

Donde D^*_t el nivel de dividendos deseado se hace depender de un parametro A, del cash-flow del período y del coeficiente de distribución, y de las inversiones en

planta y equipo IPE del período. La inclusión de esta última variable se debe a que "si el plan de inversión crece, la empresa puede querer financiar estos nuevos gastos con fondos internos y por ello, cortar los dividendos" (41). Sin embargo, ante la dificultad de conocer la inversión planeada, se toma la inversión realizada, y, como además, la inversión se distribuye en un número de períodos, Turnovsky emplea una media móvil de cuatro períodos. Tras estas modificaciones la ecuación anterior queda:

$$D^*_t = A + \alpha GP_t + \beta \sum_{i=0}^3 \frac{I_{t-i}}{4}$$

y, también

$$D_t - D_{t-1} = \gamma (D^*_t - D_{t-1})$$

siendo γ un coeficiente que mide la velocidad de aproximación al nivel óptimo de dividendos D^*_t .

La explicación del cash-flow retenido se apoya en un planteamiento similar al anterior:

$$GR^*_t = A + \alpha GP_t$$

$$GR_t - GR_{t-1} = \gamma (GR^*_t - GR_{t-1})$$

donde GR^*_t es el nivel deseado de cash-flow retenido. Eliminando esta variable inobservable resultaría:

$$GR_t = A\gamma + \gamma \alpha GP_t + (1 - \gamma) GR_{t-1}$$

Al igual que con los dividendos, se introduce la inversión planteada (IPE_t). Sin embargo, y debido a que el estadístico Durbin Watson revela la presencia de una importante autocorrelación positiva, lo que refleja falta de especificación en el modelo, es necesario la inclusión de GP_{t-1} como variable explicativa. El modelo queda entonces:

$$GR^*_t = A + \alpha GP_t + \beta GP_{t-1} + \delta IPE_t$$

$$GR_t - GR_{t-1} = \gamma (GR^*_t - GR_{t-1})$$

(39) *Ibidem* 583.

(40) *Ibidem* 584.

(41) *Idem*.

de donde resultaría

$$GR_t = \gamma A + \gamma a GP_t + \gamma \beta GP_{t-1} + \gamma \delta IPE_t (1 - \gamma) GR_{t-1}$$

Los resultados empíricos de este modelo son más satisfactorios que los del modelo de Lintner como el propio autor reconoce (42).

Otros modelos:

La literatura más reciente se ha centrado en la diferenciación de políticas de dividendos por tipos de empresa, como el modelo de Chateau (43), y por la inclusión de factores tales como la financiación externa (44), o las ofertas públicas de compra (45).

Sin embargo, pese a esa mayor complicación de los modelos, los planteamientos de Lintner y su posterior revisión por Turnowsky son los más operativos y reflejan los aspectos fundamentales del comportamiento empresarial respecto a dividendos.

CONCLUSIONES

Las decisiones de distribución de beneficios pueden ser contempladas desde una doble perspectiva. Por otra parte, los dividendos pueden ser considerados como la variable fundamental siendo los beneficios retenidos la residual. Desde otra concepción, los beneficios retenidos pueden ser directamente asociados con los problemas de reinversión y crecimiento de la empresa, problema que se considera básico y, en consecuencia, los dividendos se tratan como una variable residual. La primacía de una visión u otra dependerá en definitiva

de cual sea el objetivo que persiga la empresa, o con mayor precisión, como valore la empresa los objetivos de crecimiento y retribución al capital, si bien teniendo en cuenta que estos objetivos empresariales actúan de forma interaccionada y dependen también de otras posibles restricciones del entorno (acceso al crédito, problema fiscal, distribución de la propiedad de la empresa, etc.).

Partiendo de la maximización del valor de mercado de la empresa como objetivo de la función financiera, es una cuestión transcendental al conocer la repercusión de la política de dividendos respecto al precio de las acciones. El establecimiento de hipótesis restrictivas lleva a Modigliani y Miller a postular la irrelevancia de las decisiones de dividendos respecto al precio de la acción. Ante el carácter excesivamente teórico de su planteamiento, debido a la inexistencia de mercados financieros perfectos y a la aversión al riesgo de los inversores, creemos que las explicaciones clásicas se aproximan en mayor medida a la realidad a estudiar.

Podemos admitir otros objetivos distintos de la maximización de la riqueza del accionista como consecuencia de la toma de decisiones por una clase empresarial cada vez menos vinculada a la propiedad. Así, por ejemplo, objetivos tales como maximizar los ingresos bajo una restricción de beneficios (46), maximizar la tasa de crecimiento de las ventas (47), maximizar el crecimiento de las ventas sujeto a un nivel aceptable de dividendos y beneficios retenidos (48), maximizar la utilidad de los directivos (49), maximizar el crecimiento de la empresa (50), etc. Bajo cualquiera de estos

(42) *Ibidem* 585-587.

(43) Chateau, J.P.: "Politique de distribution des profits des sociétés une approche économétrique" *Economie Appliquée* n.º 1, 1973, págs. 145 a 200.

(44) Dhrymes, P.J. y Kurz, M.: "Investment, Dividend and External Finance Behaviour of the Firms" en "Determinants of Investment Behaviour", Columbia University Press, New York 1967, págs. 427 a 467.

(45) King, M.A.: "Corporate Taxation and Dividend Behaviour; a Comment" *Review of Economic Studies*, 38, 1971, n.º 3, págs. 377 a 380.

(46) Baumol, W.J.: "Business Behavior, Value and Growth", Harcourt, Brace and World, Nueva York 1967, págs. 45 a 79.

(47) *Ibidem* págs. 86 a 104.

(48) Galbraith, J.K.: "El Nuevo Estado Industrial" Ariel, Barcelona 1972.

(49) Williamson, O.E.: "The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm" Prentice Hall, New Jersey 1964, cap. 4.

(50) Penrose, E.: "The Theory of the Growth of the Firm" Basil Blackwell, Oxford 1959, págs. 26 a 30.

planteamientos, *el accionista desempeña un papel pasivo*, es decir, es equiparado al tenedor de obligaciones que recibe el interés de su inversión, siendo entonces los beneficios retenidos la variable residual que sufre las fluctuaciones de los beneficios ya que el dividendo es estable. Las variaciones de dividendos serían pues, decisiones muy meditadas, debido al hecho de representar la situación de la empresa. Así, un alza de dividendos supondría unos beneficios mayores que se esperan continúen en años futuros. Análogamente, una reducción en los dividendos supondría una disminución no temporal del beneficio de la empresa. Por todo ello, la empresa intentará ofrecer a sus accionistas el dividendo estimado como normal para empresas de su misma clase de riesgo y destinará la diferencia a la acumulación.

Además, los modelos explicativos de la conducta de las empresas en este terreno, nos permite constatar como la decisión de distribución de dividendos es, sin duda, uno de los problemas de la empresa en el que los cambios de directrices son más escasos y más ponderados. Como hemos destacado, la política de dividendos anterior desempeña un papel importante, así como los cambios en los beneficios son cuidadosamente ponderados antes de fundamentar en ellos un cambio radical de política. Las exigencias de los programas de inversión, aspectos fiscales, expectativas futuras, y otros elementos ya señalados, tienen un menor poder explicativo si bien contribuyen a la aclaración del fenómeno.