

ARTÍCULO ORIGINAL

Pago con acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios

RESUMEN

La presente investigación analiza cómo el pago de dividendos mediante acciones liberadas por parte de las empresas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) afecta negativamente la capacidad económica de los accionistas minoritarios durante el período 2009-2016, política de dividendos adoptada por las empresas que les han perjudicado económicamente, situación ocasionada por la distribución de acciones liberadas y no de dividendos en efectivo. Tal preocupación se justifica porque los accionistas esperaban un retorno en efectivo de su inversión, ya que ven a los dividendos como su fuente natural de ingresos, lo que implica tener fondos en efectivo que estarían disponibles cuando los necesitaran y lo que sucedió fue que les entregaron acciones liberadas y no recibieron efectivo. La solución pasa por reorientar el modelo de política de dividendos, el pago de dividendos mediante acciones liberadas al pago de dividendos en efectivo para así evitar que se siga afectando a su capacidad económica. La evidencia obtenida brinda información sobre las acciones liberadas que se entregan a los accionistas e incluso el análisis realizado a través de indicadores puede servir de modelo. Finalmente, se comprobó que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye negativamente sobre la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

Palabras Clave: Accionistas minoritarios; capacidad económica; dividendos.

**Abdias Armando Torre
Padilla**

atorrepadilla@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0637-6992>

Universidad Nacional del Callao,
Facultad de Ciencias Económicas,
Callao, Perú

Presentado: 10/02/2021 - Aceptado: 08/07/2021 - Publicado: 29/06/2023

INTRODUCCIÓN

El desarrollo del presente artículo tiene como objetivo demostrar que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye negativamente sobre la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas de la Bolsa de Valores de Lima 2009-2016. Precisamente, en palabras de Bebczuc (2000), “Los dividendos en acciones no son más que un espejismo, dado que el accionista recibe nuevas acciones, pero no efectivo” (p. 87).

Para abordar este tema se presentan las definiciones de los principales términos vinculados. El primer término es capacidad económica. Hay diferentes significados relacionados a este concepto; para el presente estudio se ha tomado lo indicado en el Glosario de Términos Económicos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, s.f.), que confirma el planteamiento de la idea de liquidez que los accionistas minoritarios deben mantener para no tener problemas económicos. El segundo término es acciones liberadas, que se define como aquellas acciones que se emiten y entregan en proporción al número de acciones de cada propietario (BCRP, s.f.). Ross *et al.* (2014) definen a los dividendos (tercer término) como el “Pago que se hace de las utilidades de una empresa a sus propietarios, ya sea en forma de efectivo o en acciones” (p. 570). El cuarto término es política de dividendos. Al respecto Weston y Copeland (1997) dicen que “La política de dividendos determina la división de las utilidades entre los pagos que se hacen a los accionistas y las ganancias que se reinvertirán en la empresa” (p. 745).

En cuanto a la búsqueda de antecedentes, existen pocos antecedentes internacionales y nacionales sobre una política de dividendos que explique cómo los accionistas minoritarios se ven afectados por el pago de dividendos mediante acciones liberadas a su capacidad económica. Son pocas las aproximaciones existentes desde el punto de vista financiero; sin embargo, existe información vinculada al punto de vista legal. La mayoría de los estudios encontrados fueron analizados en el exterior, motivo por el cual no se encuentran disponibles en el Perú, siendo estas referencias bibliográficas generales; tampoco se encontró un texto explicativo que ayude en el análisis y comprensión. Con la

información teórica obtenida se desarrolló el presente artículo.

Entre los antecedentes internacionales se menciona a Pérez (2007) con su tesis Remuneración de Directorio y Gobierno Corporativo; Gutiérrez y Sáez (2014) con el artículo La política de dividendos de las empresas con accionistas de control; Díaz (2009) con la tesis La Regulación de los Conflictos de Interés de los Directores como una Medida de Protección a los Accionistas Minoritarios en la Sociedad Anónima, entre otros autores. En cuanto a los antecedentes nacionales se cuenta con el artículo La política de dividendos y la rentabilidad de los negocios de Santos (2008); y la tesis Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima de Ramos (2004), entre otros autores.

En este contexto y sin evidencia, el problema de la presente investigación se expresa en la siguiente pregunta: ¿El pago de dividendos mediante acciones liberadas influye negativamente sobre la capacidad económica de los accionistas minoritarios? En base a esto se puede decir que el foco de este estudio no son todos los accionistas que eligieron se les pague sus dividendos mediante acciones liberadas, sino los accionistas minoritarios que no eligieron esta modalidad de pago pero que, sin embargo, recibieron acciones liberadas y, por tanto, fueron afectados en su capacidad económica. A continuación, se presentan extractos de las teorías más notables.

El Modelo de Gordon (1956, citado por Mascareñas, 2020) indica que si la empresa puede brindar a los accionistas una rentabilidad superior a la que requieren como mínimo, entonces es mejor no pagar dividendos porque de esta forma será posible incrementar la riqueza de los accionistas, pero si ocurre lo contrario, lo ideal sería distribuir los beneficios a los accionistas.

Para Modigliani y Miller (1958, citados por Menéndez y Guerrero, 1994), bajo el supuesto de un mercado de capitales perfecto, la política de dividendos es irrelevante para determinar el valor de la empresa; la distribución de dividendos no afecta el valor de las acciones para sus propietarios, para quienes les es indiferente la

forma de obtener rendimientos a través de dividendos o de ganancias de capital.

La teoría de la importancia de los dividendos se atribuye a Gordon (1963) y Lintner (1969), citados por Gitman (2000), quienes recomiendan que los accionistas deben priorizar los dividendos actuales. De hecho, existe una relación directa entre la política de dividendos y su valor de mercado. Los inversores generalmente evitan el riesgo, por lo que señalan que los dividendos o ganancias de capital actuales son menos riesgosos que los futuros.

Sobre la teoría del Efecto Clientela, Mascareñas (2020) se refiere a que existen diferentes clases de inversionistas que partiendo de diferentes preferencias y siguiendo un comportamiento racional, buscan maximizar el retorno de sus inversiones, hay quienes prefieren los dividendos líquidos y quienes prefieren las ganancias del capital.

MÉTODOS

La presente investigación es de tipo correlacional y exploratorio. El diseño es no experimental, longitudinal para estudiar el proceso de cambio en el tiempo, y estudio de tendencias para indicar la tendencia de las variables. La unidad de análisis fue la BVL. La población estuvo constituida por 284 empresas, de las cuales se obtuvo la muestra compuesta por 12 empresas, de las que se extrajeron y analizaron 96 estados financieros del período 2009-2016. La selección de la muestra fue no probabilística en base a los criterios del investigador. La técnica de recolección de datos fue el análisis documental, la información de los estados financieros de las empresas se recolectó del sitio *web* de la BVL, mientras que los datos fueron procesados en Excel aplicando los cocientes. El análisis e interpretación del estudio se realizó conforme a los cocientes obtenidos. Estos cocientes se agruparon utilizando la técnica de datos de panel para ser aplicados en el modelo de regresión lineal múltiple (presentado al final del párrafo) y luego procesados en el software Eviews. Los resultados permitieron un análisis objetivo a partir de su contraste con el marco teórico, que sirvió para las conclusiones y recomendaciones. A continuación, la demostración:

$$Y = C_0 + C_1 * X_1 + C_2 * X_2 + C_3 * X_3 + \varepsilon$$

Donde, Y = Capacidad económica de los accionistas minoritarios; X_1 = Dividendos por Acción; X_2 = Razón de Retención (Tasa); X_3 = Razón Precio-Utilidad; y, ε = Término de error aleatorio.

Los indicadores que se utilizaron para la demostración son los siguientes:

X_1 : Dividendo por Acción (DPA). Determina cuánto de dividendo por acción se reparte a los accionistas. Se calcula aplicando:

$$= \frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$$

X_2 : Razón de Retención. Se refiere a la cantidad de utilidades que una empresa mantiene después de pagar sus dividendos. Se calcula aplicando:

$$= \frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$$

X_3 : Razón Precio-Utilidad (P-U). Mide qué tanto está dispuesto a invertir el público inversionista según las expectativas de ganancias de la empresa. Se calcula:

$$= \frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{Utilidad por Acción (UPA)}}$$

Y_1 : Participación de Accionista Minoritario. Permite conocer la parte de capital que los accionistas minoritarios disponen en una empresa. Se calcula aplicando:

$$= \frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$$

Y_2 : Tasa de Pago de Dividendos. Indica qué porcentaje de sus utilidades paga una empresa a sus accionistas en la forma de dividendos en lugar de retenerlas. Se calcula aplicando:

$$= \frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$$

RESULTADOS

A continuación, los resultados se inician con la Tabla 1:

Tabla 1

Resultado de la ecuación estimada por Eviews para la hipótesis

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 11/06/18 Time: 23:29				
Sample: 2009 2016				
Periods included: 8				
Cross-sections includes: 12				
Total panel (balanced) observations: 96				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.21156	0.003825	55.30312	0.0000
X1	-0.261812	0.011802	-22.1828	0.0000
X2	-0.24469	0.003463	-70.66823	0.0000
X3	0.004209	8.83E -05	47.66733	0.0000
R-squared	0.99561	Mean dependent var		0.180078
Adjusted R-squared	0.995467	S.D. dependent var		0.155247
S.E. of regression	0.010453	Akaike info criterion		-6.243148
Sum squared resid	0.010052	Schwarz criterion		-6.136301
Log likelihood	303.6711	Hannan-Quinn criter		-6.199959
F-statistic	6954.781	Durbin-Watson stat		2.026749
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nota. Elaboración propia, 2023.

De la Tabla 1 se deduce la ecuación de regresión lineal múltiple. Sus parámetros y resultados se explican a continuación:

$$Y = 0.211560 - 0.261812 X_1 - 0.244690 X_2 + 0.004209 X_3 + \varepsilon$$

C₀ = 0.2115, el intercepto (la constante) muestra que si X₁, X₂ y X₃ hubiesen sido cero durante el periodo muestral, la tasa promedio de la capacidad económica del accionista minoritario observada habría estado cerca al 21.15%.

X₁ = -0.2618, significa que al mantener constante la capacidad económica esperada de los accionistas minoritarios, la capacidad económica de los accionistas minoritarios observada en promedio disminuyó en aproximadamente -26.18% por cada disminución de pago de dividendo por acción.

X₂ = -0.244690, significa que al mantener constante la capacidad económica esperada de los accionistas minoritarios, la capacidad económica de los accionistas minoritarios observada en promedio disminuyó en aproximadamente -24.46% por cada disminución de la retención de su utilidad.

X₃ = 0.004209, significa que al mantener constante la capacidad económica esperada de los accionistas minoritarios, la capacidad económica de los accionistas minoritarios observada en promedio tiene un escaso aumento de un 0.42% por cada aumento de la razón precio - utilidad.

ε = Representa todo aquello no considerado en la propuesta metodológica y que podría ocasionar algún impacto marginal no visible en el comportamiento de las variables.

R² Ajustado = 0.9954, el nivel de confianza alcanzado es del 99.54%, e indica que las tres variables explicativas son la causa de la influencia negativa sobre la capacidad económica de los accionistas minoritarios. Estadísticamente, esto indica una alta correlación, que se considera muy buena.

La Prob. (F-statistic) = 0.00, indica que la probabilidad de rechazar la hipótesis es 0%, lo que se considera muy bueno.

El Durbin-Watson = 2.02679, indica que cuando se ajusta el modelo no hay autocorrelación en los residuos entre las sub variables (X₁, X₂, y X₃) y su variable general Y.

DISCUSIÓN

Se concuerda con lo mencionado por Bebczuk (2000), respecto a que la distribución de utilidades mediante acciones liberadas son solo documentos, obviamente esto afectó la capacidad económica de los accionistas minoritarios porque lo que se les entregó no es dinero y, por lo tanto, se les privó de ingresos. Se considera que una simple reducción en sus ingresos es suficiente para mostrar su impacto, generando vulnerabilidad en los accionistas minoritarios. Respecto a la teoría de Gordon (1963) y Lintner (1963) sobre la relevancia de los dividendos, la teoría se basa en el principio económico de que es mejor recibir dinero hoy que mañana, por lo que se enfatiza que esto solo aplica a los accionistas mayoritarios, sucediendo lo contrario con los accionistas minoritarios que solo reciben dividendos en acciones.

CONCLUSIÓN

- Se determinó que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influyó negativamente en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.
- Por otra parte, también se determinó que hay suficientes evidencias que confirman que el conjunto de variables explicativas: Razón de dividendo por acción; razón de retención de utilidades y, la razón precio-utilidad explican adecuadamente la influencia negativa que tienen sobre la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima en el periodo 2009-2016.
- Los resultados de este estudio pueden conducir a cambios legislativos y regulatorios en la Ley del Mercado de Valores. Se recomienda mejorar dicha ley para que regule el sistema de pago de dividendos que adoptarán las empresas de la BVL, que estipule que el porcentaje mínimo de dividendos a distribuir a los accionistas debe estar garantizado por la Ley del Mercado de Valores, que puede ser del 30%, como

ya ocurre en Chile, Colombia, Brasil y Venezuela. Con esta mejora, los inversores tendrán garantizados dividendos que recibirán de al menos el 30%, evitando así perjudicar la capacidad económica de los accionistas minoritarios que quieren que sus beneficios por su inversión se les paguen en efectivo. La inclusión de una cláusula puede mejorar la transparencia, proteger a los accionistas minoritarios, así inversores mejor informados tendrán la oportunidad de elegir cómo desean obtener sus utilidades al comprar acciones: en efectivo o en acciones liberadas. Finalmente, esta adenda tendrá un impacto socioeconómico y sus consecuencias se verán reflejadas en la mejora de la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (s.f.). Glosario de términos económicos. <https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/c.html>
- Bebczuk, R. (2000). *Información Asimétrica en Mercados Financieros. Introducción y Aplicaciones*. Editorial Cambridge, University Press.
- Díaz, R. (2009). *La Regulación de los Conflictos de Interés de los Directores como una Medida de Protección a los Accionistas Minoritarios en la Sociedad Anónima* [Tesis de Magíster, Universidad de Chile].
- Gitman, J. (2000). *Principios de Administración Financiera*. Pearson Educación.
- Gutiérrez, M. y Sáez, M. (2014). La política de dividendos de las empresas con accionistas de control. *IndRET. Revista para el análisis del Derecho*. N° 3, julio 2014. ISSN 1698-739X https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/1067_es.pdf
- Mascareñas, J. (2020). Política de Dividendos. *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*. N°31. ISSN: 1988-1878. <http://www.juanmascarenas.eu/monograf.htm>
- Menéndez, C. y Guerrero, S. (1994). La controversia sobre la Política de Dividendos: Revisión y Síntesis. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Volumen XXIV, N° 80, julio-septiembre 1994, pp. 793-816.

- Pérez, C. (2007). *Remuneración de Directorio y Gobierno Corporativo* [Tesis de Magíster, Pontificia Universidad Católica de Chile].
- Ramos, C. (2004). *Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima* [Tesis de Maestría, Universidad Nacional Mayor de San Marcos].
- Ross, S., Westwerfield, R. y Jordan, B. (2014). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Décima edición. Mc Graw Hill.
- Santos, N. (2008). La política de dividendos y la rentabilidad de los negocios. *Industrial Data Revista de Investigación*, 11(1), 29-36.
- Weston, F. y Copeland, T. (1997). *Finanzas en Administración (9ª ed.)*. Volumen II. Editorial Mc Graw Hill.

Conflicto de intereses

El autor declara que no existe conflicto de intereses.

Contribución de los autores

Abdias Armando Torre Padilla (autor principal): Conceptualización, curación de datos, análisis formal, investigación, metodología, administración del proyecto, validación, visualización, redacción (original, revisión y edición).