

ANÁLISIS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN ARGENTINA A TRAVÉS DEL MODELO DE LINTNER

Gabriel E. Messina y Augusto Prato

RESUMEN:

Como parte preliminar de una serie de estudios sobre la política de dividendos en Argentina, en el presente trabajo se examinó si la distribución de dividendos durante el período 2010 -2018 respondió al modelo elaborado por Lintner (1956).



1. Introducción

El administrador financiero generalmente se encontrará frente a dos tipos de decisiones operativas: las de inversión, que conciernen a los activos reales que la empresa debería adquirir, y las de financiación que atañen a las vías en que se financiaría la adquisición de dichos bienes. Una tercera categoría surgirá cuando la empresa comience a generar utilidades. En ese momento nacerá una incertidumbre en relación al destino de los beneficios ya que se podrán reinvertir o distribuir, y en el último caso se deberá decidir en qué proporción y forma. A través de la política de dividendos se trata de dar respuesta a estos interrogantes.

Las firmas pagan dividendos, incluso aunque represente un costo o pérdida de eficiencia (por ejemplo, el costo asociado a la existencia de un impuesto¹).

¹ “According to the proponents of the second school of thought, dividends are bad since they have a tax disadvantage for average shareholder and the value of firm decreases when dividends are paid on account of this tax disadvantage (Brennan, 1970). Dividends create tax disadvantage for investors when dividend gains are taxed much more than capital gains. Dividend payments reduce the returns to stockholders after personal taxes”. Kumar, B. Rajesh; Sujit, K.S. “Determinants of dividends among Indian firms—An empirical study”. *Cogent Economics & Finance*, Volume 6, Issue 1 (2018). Pág. 2.

Adicionalmente, los cambios en los pagos de dividendos han generado reacciones positivas del mercado², dando a entender que los flujos de dividendos son valorados por los inversores³. Finalmente, también se ha observado que los accionistas prefieren flujos regulares de pagos antes que un comportamiento errático de los mismos⁴.

Por lo tanto, no resulta sorprendente que varias teorías se inclinen por modelizar estos conceptos, como también analizar si estos comportamientos proveen información útil para que los agentes del mercado tomen decisiones correctas⁵. En otras palabras, los modelos teóricos utilizan dividendos como *inputs* para poder valorar la empresa en base a la proyección de los flujos futuros (*Dividend Discount Model*, por ejemplo).

El modelo de política de dividendos de Lintner (1956) es uno de los más citados⁶ debido a su simplicidad y facilidad de aplicación, como también por su capacidad

² “Existing dividend literature corroborates a positive market reaction for firms that announce dividend increases/initiations as investors pay a premium for firms that return cash to shareholders”. Esqueda, Omar A. “Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy”. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59 (2016). Pág. 187. También: “We find that the stockmarket typically reacts favorably to the fact that a special dividend is declared (holding regular dividends constant), but that the market reaction is not systematically related to the sign or magnitude of the change from one positive special dividend payment to another”. DeAngelo, Harry; DeAngelo, Linda; Skinner, Douglas J. “Special dividends and the evolution of dividend signaling”. *Journal of Financial Economics*, Volume 57, Issue 3 (2000), Pág. 311-312.

³ “These regressions show that dividend payers have higher earnings quality than nonpayers and that this relation does not depend on the magnitude of the dividend. [...] Overall, the evidence supports the idea that dividends are informative about earnings quality”. Skinner, Douglas J.; Soltes, Eugene F. “What Do Dividends Tell Us About Earnings Quality?” (August 1, 2009). *Review of Accounting Studies*, 16, no. 1 (March 2011). Pág. 4. <https://ssrn.com/abstract=484542>

⁴ “An advantage of dividends for investors is the fixed, periodic nature of announcements. Once dividends are initiated, shareholders apparently anticipate a periodic signal by management and management is forced to submit to a periodic review”. Asquith, Paul; Mullins, David W. Jr. “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’ Wealth”. *The Journal of Business*, Vol. 56, No. 1 (Jan., 1983). Pág. 94.

⁵ Los trabajos realizados en base a la hipótesis de señalización ponen especial énfasis en una imperfección de mercado: la asimetría de información entre los insiders y outsiders. De acuerdo con esta teoría los inversores pueden inferir información acerca del crecimiento (o futuras ganancias) de la empresa a través de la política de dividendos empleada.

⁶ “Os precursores da discussão sobre a importância ou relevância da política de dividendos são os clássicos estudos de Lintner (1956) e Gordon (1959),...”. Martins, Andressa, Famá, Rubens. “O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?”. *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 52, Nº 1 (2012). Pág. 25.

para explicar las variaciones de los flujos de pagos a los accionistas. Este modelo ha sido utilizado para analizar los comportamientos de los administradores a la hora de distribuir las utilidades generadas durante los ejercicios contables.

Resulta interesante adelantar que en economías como la estadounidense o la inglesa, se realizaron cuantiosos estudios en los cuales se encontró un fuerte vínculo entre las ganancias y los cambios de dividendos, convalidando el citado modelo⁷.

Sin embargo, hay escasa referencia bibliográfica sobre su aplicación en países emergentes, especialmente en aquellos donde sus mercados de capitales todavía se encuentran en etapas relativamente incipientes, como lo es el caso de Argentina. Por tal motivo, el presente trabajo buscará definir si el comportamiento del mercado de capitales argentino, en lo relativo a política de dividendos, es consistente con el modelo confeccionado por Lintner.

Cabe destacar que los mercados financieros desarrollados y con una marcada madurez tienden a contar con una mayor cantidad de datos que los mercados emergentes, sobre todo si estos pueden considerarse incipientes. Una primera aproximación se puede dar a través del ratio capitalización bursátil/PIB. Los países emergentes presentan porcentajes marcadamente inferiores a países como Estado Unidos, Alemania o Inglaterra⁸. Esto denota un menor desarrollo financiero, que tiene como corolario un volumen de datos insuficiente para realizar el análisis con un mayor nivel de detalle.

Más allá de esto, el estudio brindará información sobre cómo y en qué medida se distribuyen las ganancias a los accionistas.

Finalmente, es importante mencionar que el pago de dividendos no resulta ser el único medio por el cual una compañía reparte valor a sus accionistas. Otro

⁷ Por ejemplo: “The conclusion we draw from this analysis is that Lintner’s model of dividends remains the best description of the dividend setting process available”. Benartzi, Shlomo; Michaely, Roni; Thaler, Richard. “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?”. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, (Jul., 1997). Pág. 1032.

⁸ En el año 2017 Estados Unidos presentó un ratio de 164,84%, Alemania 61,25% y el promedio mundial fue de 118,98 %. Por su parte, el ratio de capitalización bursátil / PBI de Argentina fue del 17,05 % ese año. Traemos a colación los datos de otros países a efectos de realizar una simple comparación y dar una idea del escaso desarrollo que presenta nuestro país: China, 71,18%; Canadá, 143,70%; Australia, 113,98%; Brasil, 46,48%; Chile, 106,75%, Colombia, 38,63%; México, 36,23%; Perú 46,23, Turquía 26,71%. Fuente: Banco Mundial <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?nd=2017&start=2014&view=chart>

método utilizadoes la recompra de acciones⁹. Si bien puede resultar de importancia para explicar la distribución de riqueza entre los accionistas, este estudio solo analizará el pago de dividendos.

2. Revisión de la literatura

Como señaláramos, la decisión sobre distribución de dividendos es una de las más importantes en finanzas corporativas. Uno de los modelos más conocidos es el de crecimiento Gordon (1959), a través del cual se expresa el valor de una acción en función del valor futuro de los dividendos, la tasa de retornos esperada y la tasa esperada de crecimiento de los dividendos¹⁰. Si la compañía incrementa la razón de pago, crecerá el valor futuro de los dividendos. Por tal motivo, habrá menor efectivo para reinvertir y la tasa de crecimiento esperada se reducirá. Como resultado, el precio de la acción caerá. El modelo enseña que, ante cualquier cambio en la política de pago, hay dos efectos opuestos que incidirán sobre el valor de la empresa y ambos se deben tomar en cuenta para determinar la política óptima de dividendos.

⁹ “Share repurchases and dividend payments, the two strategies differ in important aspects which are not related to taxation rules [...] A repurchase combines the company’s intent to buy and the stockholders’ intention to voluntarily sell a part or the totality of their equity position in the company. The distribution of dividends is not compulsory; it results from a mandatory decision taken by the management which does not affect the relative equity participation of actual shareholders. Further, a repurchase can produce adjustments in the company’s capital structure through an increase in financial leverage, whenever the funds used to buy those stocks are financed by a new source”. Kamat, Manoj; Kamat, Manasvi. “On Choosing an Optimal Dividend Policy in India: A Test of Substitution Hypothesis, 1999–2016”. *Emerging Economy Studies*, Volume 2, Issue 2, (2016). Pág. 3.

¹⁰ “This paper will critically evaluate the hypotheses by deriving the relation among the variables that follows from each hypothesis and then testing the theories with cross-section sample data. That is, price, dividend, and earnings data for a simple of corporations as of a point in time will be used to test the relation among the variables predicted by each hypothesis”. Gordon, M. J. “Dividends, Earnings, and Stock Prices”. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, Part 1 (May, 1959). Pág. 99.

Por otro lado, Modigliani y Miller¹¹ (1961)¹² señalan que el pago de dividendos es irrelevante y no tiene efecto sobre el valor de la firma¹³ y, por ende, de las acciones¹⁴.

Por su parte, Lintner fue uno de los primeros en considerar la importancia de la política de dividendos como vía para la generación de riqueza para el accionista¹⁵ sugiriendo la existencia de una relación directa entre la política de dividendos de la empresa y su valor de mercado¹⁶. En su trabajo de 1956 efectuó una revisión de más de 600 compañías de las cuales 28 fueron seleccionadas (entre los años 1947-1953). Las empresas no fueron elegidas como una muestra sobre la cual sacar conclusiones estadísticas; sino más bien para abarcar una amplia variedad de situaciones y construir a partir de contrastes entre las políticas de empresas que presentaban similitudes en varios aspectos pero que diferían en otras importantes características. Se basó en una serie de entrevistas con el objetivo de investigar el razonamiento detrás de su política de dividendos.

¹¹ “Since Miller and Modigliani’s (1961) seminal work showing the irrelevance of dividend policy, there has been a considerable amount of research done rationalizing the existence of dividends”. Agrawal, Anup; Jayaram, Narayanan. “The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory”. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15 (1994). Pág. 139.

¹² Modigliani, Franco; Miller, Merton H. “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”. *The Journal of Business*, Vol. 34, N°4 (Oct., 1961),

¹³ “M&M established the irrelevance of dividend policy in a perfect market. However, M&M suggested that the payment of dividends may be important as a vehicle to convey information to market participants”. Jensen, Gerald R.; Johnson, James M. “The Dynamics of Corporate Dividend Reductions”. *Financial Management*, Vol. 24, N° 4 (Winter, 1995). Pág. 31

¹⁴ A partir de los supuestos de los que estructuran su modelo. Si considerásemos que el mercado no es eficiente en sentido fundamental, valor de la acción y de la empresa podrían no coincidir.

¹⁵ Afirmación luego compartida por otros autores. Por ejemplo, Asquith y Mullins (1983) sostuvieron que la distribución inicial aumentaba la riqueza del accionista como también ocurría para los sucesivos incrementos de dividendos. Asquith, Paul; Mullins, David W. Jr. “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’ Wealth”. *The Journal of Business*, Vol. 56, No. 1 (Jan., 1983).

¹⁶ “Relaxation of any one or any combination of these four idealizing but unrealistic assumptions makes market price a direct function of which particular time-vector of dividend payments is chosen (or expected to be chosen) by management, because removal of any one of these restrictions establishes a clear preference among shareholders over the particular mix of retained earnings and new equity issues used to finance a predetermined time vector of corporate capital budgets”. Lintner, John. “Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations”. *The Review of Economics and Statistics*, Volume 44, Number 3. Pág. 259.

De esta manera, Lintner formaliza el comportamiento del pago de dividendos de las corporaciones en un modelo de ajuste parcial. Para cada año t , el nivel objetivo de dividendos (D_{it}^*) para la firma i , esta relacionado a las ganancias (E_{it}) y un ratio de pago deseado r_i .

$$D_{it}^* = r_i E_{it}$$

Si una firma ajusta solo parcialmente el nivel de pago deseado, se tendría:

$$D_{it} - D_{it-1} = \alpha_i + c_i(D_{it}^* - D_{it-1}) + \mu_i$$

Donde:

α_i es una constante

c_i es el coeficiente de velocidad de ajuste, el cual es mayor a 0 y menor a 1.

$D_{it} - D_{it-1}$ representa la variación del valor de los dividendos pagados entre períodos.

$D_{it}^* - D_{it-1}$ es el cambio deseado en el dividendo.

En base a la evidencia disponible afirmó que su modelo incorporaba los determinantes de las decisiones de dividendos corporativos, y que estos habían sido introducidos correctamente¹⁷. Asimismo, los parámetros resultantes eran razonablemente estables durante largos períodos aunque existieran cambios sustanciales en muchas condiciones externas¹⁸.

¹⁷ “These results suggest that the parameters in our basic model were not biased by failing to allow explicitly for two types of considerations for which there was some evidence in our field work and which have proved to be important in studies of consumer outlays and savings”. Lintner, John. “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”. The American Economic Review, Volume 46, Number 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1956).Pág. 112.

¹⁸ “With little substantive economic difference between virtually all specials and regulars, we would expect most firms to eventually drop the labeling distinction and simply incorporate specials into the regular dividend. Evidence consistent with this view is provided by our Lintner (1956) model analysis of firms that eliminated specials after paying them frequently for many years”. DeAngelo, Harry; DeAngelo, Linda; Skinner, Douglas J. “Special dividends and the evolution of dividend signaling”.Journal of Financial Economics, Volume 57, Issue 3 (2000).Pág. 350.

Según la interpretación de Marsh y Merton (1987) el modelo de Lintner puede resumirse en una serie de hechos estilizados¹⁹:

Los administradores creen que las firmas deben tener ratios objetivos de pagos de dividendos de largo plazo.

Al establecer los dividendos, observan más las variaciones relativas que las absolutas.

Un gran cambio no anticipado ni transitorio en las ganancias sería una razón importante para modificar el pago de dividendos.

Los administradores son reacios a hacer cambios en la política de dividendos. Están particularmente preocupados por tener que retrotraer un incremento en los pagos de dividendos (dado que afectaría el valor futuro de los flujos y por ende el valor de mercado de la empresa). De este modo, los cambios de pago de dividendos se ajustan en dirección a un valor de largo plazo, determinado por ingresos de largo plazo. Por lo tanto, los administradores tienden a suavizar los montos de dividendos para que variaciones extraordinarias en las ganancias no afecten los flujos de dividendos en el corto plazo.

Luego, el modelo propuesto por Lintner (1956) es tomado y analizado en el trabajo de Fama y Babiak (1968), donde se testeó con los datos históricos de los dividendos pagados por 392 empresas del sector industrial entre los años 1946 y 1964. El modelo de Lintner logró explicar con consistencia el comportamiento los pagos de dividendos²⁰.

3. Datos

Las variables intervinientes en el modelo son dos: dividendos y ganancias. Se buscó confeccionar series históricas mediante la recopilación de datos ya que toda empresa privada con oferta pública debe presentar balances trimestrales ante la Comisión Nacional de Valores. Como dijéramos anteriormente, una problemática presente en el mercado argentino es la insuficiencia de datos.

¹⁹ Marsh, Terry; Merton, Robert C. "Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market". *The Journal of Business*, Volume 60 (1987). Pág. 5/6.

²⁰ "The regressions on the firm data, the simulations, and the prediction tests provide consistent evidence on dividend models for individual firms. The two variable Lintner model (4), including a constant term, D_{t-1} , and E_t , performs well relative to other models; in general, however, deleting the constant, and adding the lagged profits variable E_{t-1} leads to a slight improvement in the predictive power of the model". Fama, Eugene; Babiak, Harvey. "Dividend Policy: An Empirical Analysis". *Journal of the American Statistical Association*, Volume 63, Number 324. Pág. 1160

Para poder superar este problema, se analizará el comportamiento de empresas que forman, o formaron con cierto grado de estabilidad, parte del panel líder del Mercado Argentino de Valores (Merval). Adicionalmente, se recopilarán los datos del período 2010-2017, inclusive, abordando un rango de 8 años (similar al utilizado en el modelo original).

A partir de una muestra de 22 empresas se eliminaron aquellas que no presentaron una distribución de dividendos sostenida en el rango temporal analizado. En consecuencia, nuestro estudio utilizará los datos recabados de las empresas que se consideraron factibles de ser analizadas: Grupo Financiero Galicia (GGAL), Banco Supervielle (SUPV), Telecom Argentina (TECO2), Tenaris (TS), Ternium Argentina (TXAR), YPF Sociedad Anónima (YPFD).

Haciendo un análisis pormenorizado del listado encontramos que:

YPFD es una empresa que pasó cambio de *management* en el período analizado y fue concomitante con un cambio en la política de dividendos²¹. Por lo tanto, para el cálculo de los valores de los dividendos objetivos, se decidió excluir los correspondientes a los años 2010 y 2011.

GGAL y SUPV son empresas financieras, las cuales tienen reacciones más marcadas ante cambios en la política monetaria. La trayectoria de la política de dividendos pudo ser producto de la suba de tasas de interés, nuevo acompañamiento del BCRA a los bancos comerciales y propulsión a emitir créditos hipotecarios. Adicionalmente suba de tasas implicó un aumento en el spread, lo cual implicaría una mayor ganancia neta.

En términos generales, el mercado financiero es reducido si es comparado con otras economías. Es interesante destacar que, en Argentina, la capitalización bursátil representa alrededor del 14% de su PBI, mientras que en economías donde se ha podido comprobar que la política de dividendos responde al modelo de Lintner los ratios Capitalización bursátil/PBI son muy superiores²². Adicionalmente, hay que tener presente que solamente un pequeño porcentaje (5% aprox.) de este reducido mercado representa negociación de acciones. La mayor parte del volumen negociado es por financiamiento del sector público (alrededor de un 80%) y el resto en instrumentos para el financiamiento privado de corto

²¹ https://www.clarin.com/economia/entro-repsol-ypfd-dividendos-gano_0_B1fxCXSn-wmg.html

²² Por ejemplo, Sudáfrica presenta un ratio de capitalización bursátil del 352,74% (de acuerdo al Banco Mundial) por lo que Wolmarans (2003) trabajó a partir de la selección de las 200 empresas más importantes listadas en la bolsa de Johannesburgo en diciembre del año 2000 y construyó una muestra de 97 compañías que habían distribuido dividendos desde el año 1994. Wolmarans, H.P. "Does Lintner's dividend model explain South African dividend payments?", *Meditari Accountancy Research*, Volume 11, Issue 1 (2003).

plazo (Ons, CPDs, Pases y Caucciones). Finalmente, más del 50% del volumen de acciones negociado se concentra en 5 compañías²³.

Ante este reducido número de empresas, existen pocos datos y la muestra puede no ser representativa del comportamiento del mercado.

Adicionalmente, en numerosos estudios se excluye de la muestra tanto las compañías reguladas y como las financieras dado que son afectadas por ciertas políticas (regulatorias, monetarias y/o fiscales), modificando la utilidad neta obtenida como también el pago de dividendo²⁴. En nuestro caso, de realizar esta exclusión, el estudio no tendría los suficientes elementos de análisis.

4. Metodología

En lo que respecta al modelo econométrico, no hay un consenso entre los autores que realizaron las contrastaciones empíricas. Sin embargo, el más popular entre ellos es la regresión por mínimos cuadrados ordinarios (MCO). En consecuencia, se realizará una estimación con la mencionada metodología de los valores α_i (constante) y β_i (coeficiente de velocidad de ajuste) para cada empresa. Para realizar esta tarea, se utilizará como variable dependiente a la diferencia entre los dividendos en términos absolutos para los periodos t y $t-1$. Adicionalmente, como variable independiente se tomará a la desviación de los dividendos pagados en el periodo $t-1$ respecto del valor de pago de dividendos deseado. El modelo quedará representado de la siguiente manera:

$$D_{it} - D_{it-1} = \alpha_i + \beta_i (D_{it}^* - D_{it-1}) + \mu_i$$

²³ APBR, YPF, GGAL, TS y PAMP.

²⁴ Por ejemplo: DeAngelo, Harry, DeAngelo, Linda, Skinner, Douglas. "Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings". *Journal of Financial Economics* 72, (2004); Nikolov, Boris; Whited, Toni M. "Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model" (October 11, 2013). *Journal of Finance*, Forthcoming <https://ssrn.com/abstract=1508556>; DeAngelo, Harry; DeAngelo, Linda; Stulz, René M. "Dividend Policy, Agency Costs, and Earned Equity". NBER Working Paper No. 10599; Knyazeva, Anzhela; Knyazeva, Diana. "Dividend Smoothing: An Agency Explanation and New Evidence". (July 1, 2014) <https://ssrn.com/abstract=2504715>

Cabe destacar que se han realizado numerosas adaptaciones de este modelo, las cuales resultan de interés para ser aplicadas²⁵. En esta primera etapa, y dada la escasez de estudios en nuestro país consideramos necesario comenzar con el modelo básico para luego profundizar a través de nuevas maneras de observar el fenómeno analizado en el presente trabajo.

Como ya fue aclarado previamente, el objetivo buscado es comprobar si el comportamiento del pago de dividendos responde al modelo de ajuste parcial.

Dado que el estudio llevado a cabo por Lintner toma como base de datos un grupo de empresas que efectivamente poseen una política de dividendos, en un primer momento, se buscará analizar si las empresas seleccionadas, más allá de pagar dividendos durante todo el período delimitado, poseen una política de pago de dividendos.

Acto seguido, se analizará si esas empresas responden al modelo de pago de dividendos propuesto por Lintner. Como elemento necesario, se calculará el valor objetivo de dividendos (D_{it}^*). Se tomará el concepto brindado por Lintner por el cual se considera que tal número representa una proporción objetivo de las ganancias (E_{it}), es decir $D_{it}^* = r_i^* E_{it}$. Dado que r_i^* representa a una variable no observable, se inferirá su valor para cada firma desde los datos presentes en los balances contables. La tarea se realizará analizando las series históricas de cada empresa en lo que respecta a Utilidades Netas y Dividendos distribuidos. Un elemento a tener en cuenta al calcular el valor de los dividendos objetivos a pagar mediante este método es que en caso de que las empresas tengan un ejercicio en donde se generaron pérdidas $E_{it} < 0$ (es decir), el valor de los dividendos-objetivo calculados tendrá valores negativos. Adicionalmente, se medirán los coeficientes de correlación entre tales variables para todas las firmas.

En un primer caso se considerará que los dividendos dependen directamente de las ganancias. Sin embargo, esto iría en contra del concepto que determina que, con el fin de dar los incentivos suficientes para que los inversores mantengan sus posiciones en acciones, el valor de los dividendos mantiene un sendero estable de pago, asegurando un flujo de ingreso constante para el inversor. Por

²⁵ Por ejemplo: Lambrecht, Bart M.; Myers, Stewart C., “A Lintner Model of Payout and Managerial Rents” (July 5, 2011). Journal of Finance, Forthcoming; AFA 2011 Denver Meetings Paper. <https://ssrn.com/abstract=1571081>; Hunjra, Ahmed; Faisal, Farida; Zeshan, Khan. “Application of Lintner’s Dividend Model in Pakistan: Sector-Wise Analysis”. International Journal of Business & Management. Volume 12, Number 2 (December, 2017); Wolmarans, H.P. “Does Lintner’s dividend model explain South African dividend payments?”, Meditari Accountancy Research, Volume 11, Issue 1 (2003); Tripathy, N.P. “Stock Market Efficiency-Testing of Lintner’s Model of Dividend Behaviour in Sensex Firms of India”. The Journal of Business Perspective, Volume 3, Issue 2.

lo tanto, se presentará una segunda posibilidad donde no exista vinculación directa entre las ganancias y los pagos de dividendos. En este caso, el monto de dividendos distribuidos no se establece como una proporción de las ganancias de corto plazo, sino que representa una proporción de la ganancia esperada de largo plazo. Dado que no se puede calcular con exactitud este valor puesto que es estimado por el *management*, este análisis presupone que el flujo de pagos efectivo refleja un r_i^* de una ganancia esperada de largo plazo, es decir un E_i objetivo. De este modo, se calculará su valor de tendencia considerando que deberían ser los montos que adoptarían los dividendos para perseguir su valor de largo plazo.

Finalmente se analizará si los dividendos presentan o no comportamientos determinados por el modelo de Lintner. De ser así, deberían responder a un ajuste gradual respecto de un E_i objetivo de largo plazo. El mismo está representado por el coeficiente β_i^* y en la bibliografía se lo suele llamar el coeficiente de velocidad de ajuste (*speed of adjustment* o *SOA*).

5. Resultados

Como puede observarse en los gráficos del anexo, excepto Tenaris e YPF, ninguna empresa posee un pago de dividendos estable en términos nominales. Esta estructura indica que la política de dividendos no representa una relación directa con las utilidades netas de corto plazo. Consecuentemente tal vez podría no existir una relación con las ganancias en absoluto o haber un comportamiento con una utilidad neta de largo plazo.

Con respecto a Tenaris, es preciso considerar que es una empresa que cotiza en el mercado de capitales argentino, pero tiene sede en Luxemburgo y, por lo tanto, sus flujos están contabilizados en dólares.

En lo relativo a YPF, cabe mencionar que transitó un cambio de propiedad a través de la expropiación de YPF al grupo REPSOL, quienes durante los años 2010 y 2011 giraban dividendos que representaban el 76% y el 105% de las utilidades netas generadas en tales períodos. Tal proceso cesó y se estabilizó a partir del 2012.

En lo que respecta a relación dividendos pagados / utilidades netas, tanto en Grupo Galicia como en Supervielle se puede observar valores que promedian el 2,88% y el 3,03%, respectivamente. Adicionalmente, se podría considerar que Telecom Argentina también se ubica dentro de este grupo ya que su ratio dividendos pagados/utilidades netas promedia 39.90% aunque oscilando dentro del rango 24.72% - 57.83%. Esto indicaría que las tres empresas persiguen una proporción de las utilidades de corto plazo como objetivo de dividendos.

Finalmente, no parece haber una política de dividendos definida para Ternium, con lo que no pudo ubicarse en ninguna de las dos categorías previamente mencionadas.

Resultados de primera variante (D^* como relación entre E y D histórica)

Especie	$(D_{it}^* - D_{it-1})$	R-squared
YPFD	0.57138	0.3531
GGAL	0.93181**	0.7598
SUPV	0.96475*	0.7786
TECO2	1.18119*	0.9085
TS	0.29434	0.0755
TXAR	0.00250***	0.0010

Como era de esperarse, GGAL SUPV y TECO2 se ajustan mejor al modelo basado en un payout ratio asociado a las ganancias de corto plazo.

Adicionalmente, tres de las seis empresas tienen p-values inferiores al 10% (nivel de significancia mínimo exigido en este análisis). De estas tres, dos son financieras, empresas cuyas utilidades pueden responder a componentes exógenos. Esto puede explicarse cuando se observa que sus regresiones presentan valores de R-cuadrados lo suficientemente altos (entre el 75,98% hasta el 90,85%), lo cual nos podría sugerir que dentro de esta variable explicativa hay otro componente adicional.

Resultados de segunda variante (D^* como tendencia del período)

Especie	$(D_{it}^* - D_{it-1})$	R-squared
YPFD	1.69594**	0.81000
GGAL	-0.84361	0.42620
SUPV	-0.17392	0.00730
TECO2	0.75082	0.22970
TS	0.32262	0.75082
TXAR	-0.00616	0.00350

La única empresa que ajusta correctamente sus dividendos con los dividendos objetivos de tendencia es YPF. Sin embargo, hay que tener en consideración que se tomó un período que contiene una muestra de 5 datos. De otro modo, dejaría de comportarse de la manera explicitada.

En consecuencia, los resultados no logran demostrar que el comportamiento de pago de dividendos de las corporaciones argentinas responden al modelo de ajuste parcial formalizado por Lintner.

6. Conclusiones

En términos generales las empresas no presentan durante este período un comportamiento homogéneo en cuanto a la política de dividendos.

Los resultados alcanzados representan los comportamientos de los dividendos de las acciones analizadas en el período delimitado. Aunque resulte una obviedad, debemos tener presente que si se toma otro rango temporal los resultados podrán variar.

En relación a las modificaciones que se pueden realizar sobre este análisis también cabe mencionar, por ejemplo, a los autores Goergen, Renneboog, Correia Da Silva (2004) quienes remarcaron que en ciertas economías es preferible utilizar como dato el Cash Flow antes que las Ganancias. Esto se debe a que estas últimas pueden no respaldar la realidad de la economía por la presencia de maniobras contables o administración de ganancias²⁶.

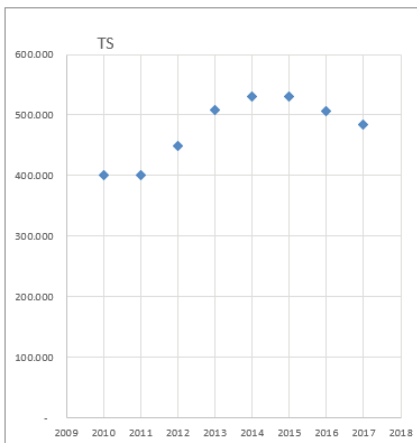
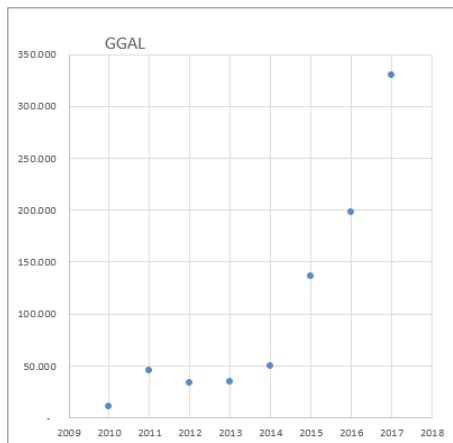
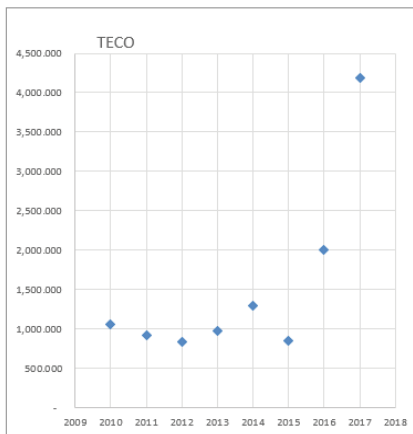
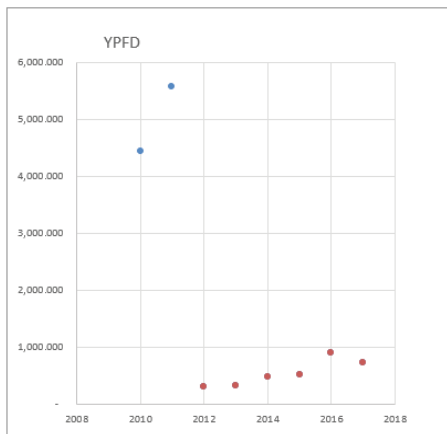
Adicionalmente, la volatilidad en indicadores macroeconómicos como la inflación y el tipo de cambio pueden desdibujar la relación entre los dividendos y las ganancias, no permitiendo observar un patrón de comportamientos. Para poder superar tal dificultad se deberán realizar adaptaciones al modelo original, ya sea deflactando las series o dolarizando los flujos estudiados.

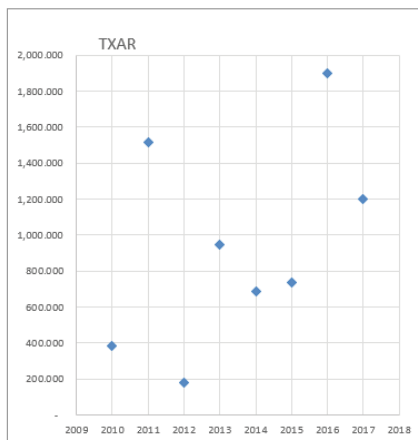
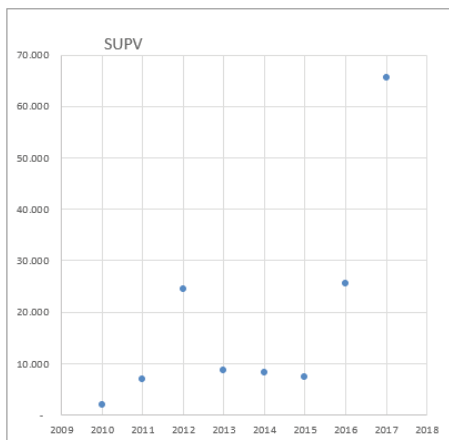
7. Anexo

Coeficiente de Correlación entre Utilidades Netas y Dividendos Pagados	
YFPD	-0.6184
GGAL	0.9670
SUPV	0.9175
TECO2	0.9739
TS	-0.5907
TXAR	0.4603

²⁶ Ver por ejemplo: Leuz, Christian; Nanda, Dhananjay; Wysocki, Peter. "Earnings management and investor protection: an international comparison". *Journal of Financial Economics*, Volume 69, Issue 3 (2003)

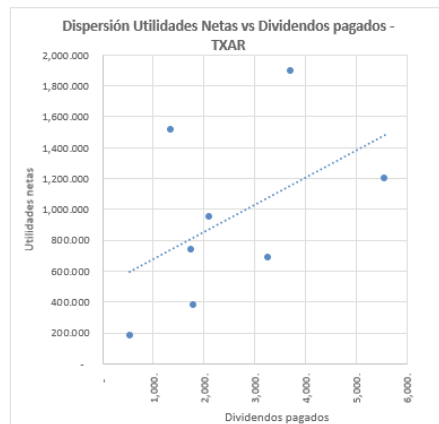
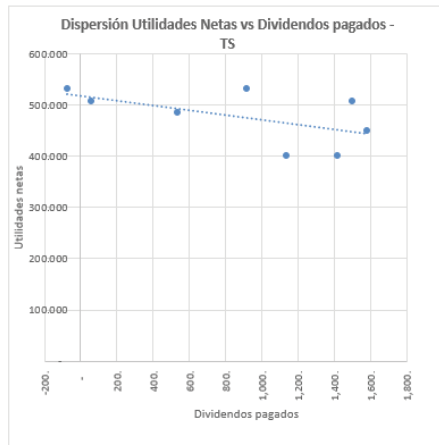
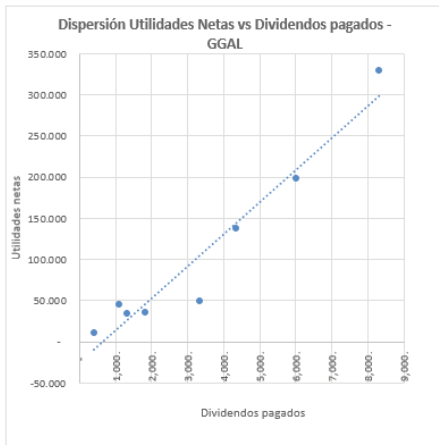
Comportamiento Dividendos





Utilidades netas vs. dividendos pagados





Utilidades Netas y Div/Ut Netas

