



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
CENTRO DE INVESTIGACIÓN



**TECNOLÓGICO
DE MONTERREY®**

Valor de la Empresa y Política de pago de Dividendos en Latinoamérica

Samuel Mongrut
Carla Tejada
Chris Tupac

International Finance Conference

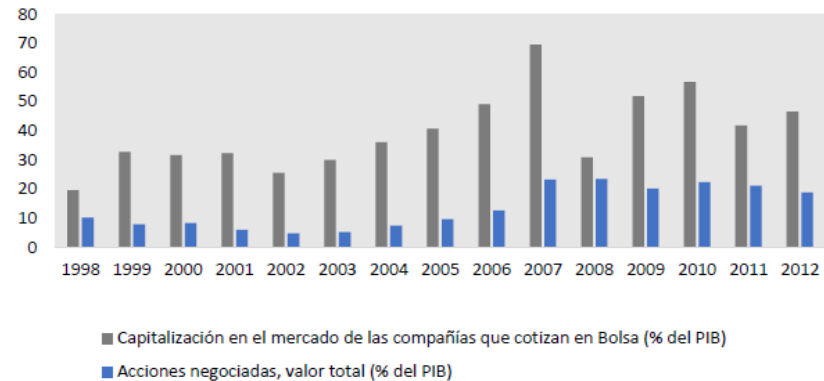
13-14 de Noviembre 2014

Universidad Nacional Autonoma de Mexico

Motivación

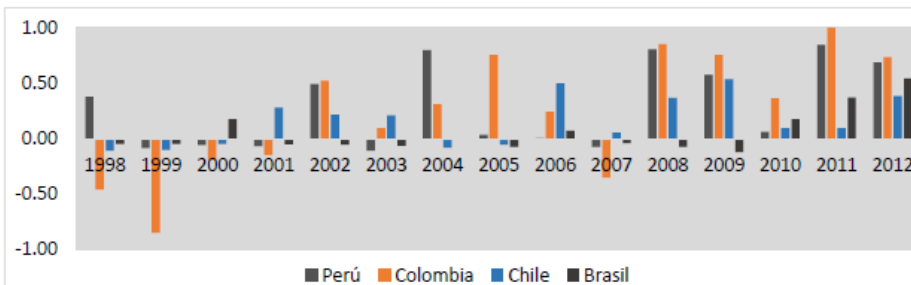
- Tendencia creciente de la capitalización bursátil, así como en la cifra de acciones negociadas en LATAM, las cuales se han mantenido a pesar de shocks negativos como la crisis económica producida en el año 2008
- (2000-2012) La tasa de crecimiento promedio del dividendo pagado por acción en Latinoamérica, fue de 85.9%.

Evolución del Mercado bursátil de América Latina (1998-2012)



Fuente: Banco Mundial
Elaboración: Propia

Correlación Dividend Yield - Valor de la Empresa (1998-2012)



Fuente: Banco Mundial
Elaboración: Propia

- Presencia de una correlación positiva entre el valor de la empresa y el dividend yield

Objetivos

1

- Determinar si un portafolio conformado por empresas que pagan mas dividendos posee un incremento mayor en su valor empresarial que un portafolio de empresas que no reparten dividendos.

2

- Identificar cuáles son los determinantes que afectan a la decisión del pago de dividendos.

3

- Analizar el impacto de la concentración de propiedad y la presencia de inversionistas institucionales o familiares en el reparto de dividendos

Hipótesis

Política de Dividendos

H1

El portafolio conformado por empresas que reparten mayor cantidad de dividendos, presenta en promedio un mayor incremento en el valor de las empresas que el portafolio conformado por empresas que no reparten dividendos.

H2

El pago de dividendos se encuentra asociado negativamente a las oportunidades de inversión de la empresa

H3

Las crisis internacionales han tenido un impacto significativo en el comportamiento de los mercados de los países Latinoamericanos y en las política de dividendos seguidas por las empresas.

H4

La concentración de propiedad es un determinante relevante de la política de dividendos. El tipo de inversionista mayoritario influirá sobre la decisión de la empresa de repartir dividendos.

Valor de la empresa

Metodología

- Se procedió a aplicar el modelo de factores sugerido por Fama y French (1993) extendido. De esta manera, se relacionará el valor de la empresa con la política de dividendos.
- El modelo que se utilizó fue el siguiente:

Modelo	Descripción de variables
$EVH_t - EVL_t = a + b_1(Div_t) + b_2(MB_t) + b_3(MCap_t) + b_4(RM_t - RF_t) + b_5(Dummy_t) + b_6(Div * Dum_t) + b_7(MB * Dum_t) + b_8(Mcap * Dum_t) + b_9(RM_t - RF_t) * Dum + \varepsilon_t$	EVH - EVL: Es la diferencia entre los grupos de mayor valor de la empresa y menor valor de la empresa.
	Div: Es el dividendo por acción/Utilidad neta
	MB: Market to book ratio
	Mcap: Capitalización bursatil
	RM: Riesgo de mercado
	RF: Tasa libre de riesgo
Dummy: Valor de 1 para el año 2008, 0 de otro modo	

- Para la estimación se llevó a cabo la metodología de mínimos cuadrados ordinarios.

Resultados

Variación en el rendimiento EV	Brasil	Chile	Peru	MILA
Div./U.neta	67.084 (18.243)***	15.299 (18.696)	230.743 (66.502)***	48.70 (10.897)***
Div./U.neta*Dummy	-- --	-- --	-188.804 (71.675)**	-- --
Dummy_2008	-2.797 (0.087)***	-0.625 (0.265)**	-1.144 (0.512)**	-- --
Prima de mercado	0.885 (0.437)**	1.493 (0.663)**	0.605 (0.509)	-- --
Prima de mercado*Dummy	-4.695 (0.437)***	-- --	-- --	3.445 (0.529)***
Market-to-Book	0.019 (0.039)	0.0000651 (0.0000477)	-- --	0.0000747 (0.0000287)**
Market-to-Book*Dummy	-0.219 (0.039)***	0.645 (0.378)*	-- --	-0.383 (0.165)**
Market Cap.	1.16E-08 (4.36e-08)	-- --	-4.25E-08 (1.97e-08)**	-- --
Market Cap.*Dummy	0.0000012 (4.35e-08)***	-- --	-- --	9.6E-09 (3.37e-09)***
Intercepto	0.016 (0.088)	0.17 (0.095)*	0.127 (0.071)*	0.127 (0.042)***
R2	0.24	0.08	0.35	0.11
N	56	56	56	161

* p<0.10; ** p<0.05; *** p<0.01

- Los dividendos tienen un efecto significativo y positivo tanto para Brasil, Perú y el MILA,
 - El reparto de dividendos puede incrementar el valor de la empresa y corrobora la primera hipótesis planteada.
- Se obtuvo un efecto significativo y negativo para la variable dummy, lo cual muestra el efecto marcado de la crisis en la reducción del valor de la empresa
- Para la capitalización bursátil se obtuvo un efecto negativo y significativo para Perú
 - las empresas más pequeñas y menos valoradas y/o transadas en el mercado buscan diferenciarse del resto por medio del pago de dividendos

Política de dividendos

Metodología

- Se partió de un modelo general, al cual se le agregaron controles acordes a las características de cada país.

Modelo	Descripción de variables
$Div.Yield_t = \alpha + \beta_1 Div.Yield_{t-1} + \beta_2 Roe_t + \beta_4 Embi_{t-1} + \beta_3 \left(\frac{Deuda}{Tot.Act}\right)_t + \beta_4 Tax_t$ $+ \beta_5 Edad * MB_t + \beta_6 \left(\frac{Capex}{Tot.Act}\right)_t + \beta_7 D.2008 + \beta_8 D.Sector + \beta_9 IHH$ $+ \beta_{10} Familiar * IHH + \beta_{11} Institucional * IHH + \varepsilon$	Div. Yield: Dividendo por acción(t-1)/Precio por acción
	ROE: Utilidad Neta/Patrimonio promedio
	EMBI: Spread de riesgo país
	Deuda/(Tot.Act): Deuda bruta/Total de activos
	Tax: Impuestos pagados/EBIT
	Edad*MB: Años desde la fundación*Market-to-Book
	Capex/(Tot.Act): CAPEX/Total de activos
	D.2008: Valor de 1 para el año 2008, 0 de otro modo
	D.Sector: 1 si para el sector más preponderante de cada país.
	IHH: Índice de Herfindahl-Hirschman para medir la concentración accionaria
Familiar*IHH: Familiar=1 si el accionista mayoritario es un familiar, 0 de otro modo. IHH*Familiar	
Institucional*IHH: Institucional=1 si el accionista mayoritario es un Institucional, 0 de otro modo. IHH*Familiar	

- Para la estimación se utilizó la metodología de Panel Estático: Mínimos cuadrados Ordinarios, Efectos Fijos y Efectos Aleatorios; y la de Panel dinámico: Arellano y Bond

Resultados

PAÍS	Chile	Perú	Brasil		MILA	
Div.Yield	MCO	MCO	FE	Arellano & Bond	MCO	Arellano & Bond
Div.Yield (t-1)	0.899 (0.022)***	0.82 (0.023)***	0.604 (0.092)***	0.595 (0.022)***	0.84 (0.030)***	0.6002321 (0.054)***
IHH	0.013 (0.012)	0.017 (0.007)**	-0.032 (0.019)*	-0.079 (0.032)**	0.016 (0.003)**	-0.048 (0.014)**
ROE	0.02 (0.016)	0.02 (0.007)**	2.00E-02 (0.018)	8.10E-02 (0.064)	0.02 (0.001)***	-0.003 (0.0001425)***
EMBI (t-1)	-0.0000877 (0.0000446)*	-0.0000199 (0.0000109)	0.00000559 (5.14e-06)	0.00004 (0.0000237)*	-0.0000239 (8.41e-06)*	-0.00000501 (4.51e-07)***
Deuda/T.A.	0.002 (0.005)	0.003 (0.014)	-0.014 (0.016)	-0.251 (0.202)	0.004 (0.001)**	-0.034 (0.0001898)***
IMPUESTOS	-0.001 (0.0003665)**	0.006 (0.007)	0.000000431 (0.0000084)	-0.0000223 (0.000014)	0.0001088 (0.002)	0.00000967 (0.0000106)
EDAD *MB	-0.051 (0.027)*	-0.081 (0.021)***	-0.0003497 (0.009)	0.015 (0.008)*	-0.065 (0.013)**	-0.11 (0.028)**
CAPEX/T.A.	-0.009 (0.008)	-0.023 (0.054)	-0.055 (0.029)*	-0.068 (0.037)*	-0.02 (0.002)**	--
Dummy 2008	--	0.012 (0.01)	0.02 (0.011)*	0.022 (0.004)***	0.012 (0.001)***	0.026 (0.002)***
Dummy sector alimentos - otros	--	--	--	--	--	--
Dummy sector energia - otros	-0.003 (0.002)	--	--	--	0.0001196 (0.003)	--
Dummy sector minería	--	-0.0001611 (0.003)	--	--	0.001 (0.001)	--
Dummy sector aliement	--	--	--	--	0.001 (0.001)	--
Constante	0.015 (0.009)	0.006 (0.007)	0.034 (0.011)***	--	0.006 (0.002)*	--
R2	0.77	0.74	0.55	--	0.75	--
N	525	685	3,955	3,653	1229	1365

* p<0.10; ** p<0.05; *** p<0.01

- Chile: el rezago de la dependiente es significativa. El embi es significativo al igual que la variable Edad*MB, en el caso de esta última el signo es negativo. El coeficiente de este regresor puede dar indicios de que las empresas más antiguas y que son valoradas en el mercado no pagan dividendos.
- Perú: pago pasado impacta positiva y significativamente. El ROE, también influye positivamente. La dummy de quiebre por la del 2008, al ser significativa, Ante este shock el pago de dividendos actuó como una forma de señalización al mercado. La concentración de propiedad impacta de forma negativa.
- Brasil: el rezago del dividendo también resulta significativo, sí hay un política de dividendos. La concentración de propiedad impacta negativamente. También resulta un determinante significativo el riesgo país. El signo positivo implica que el pago de dividendos es una forma de señalización y dar confianza a los inversionistas. La dummy asociada a la crisis del 2008 es significativa. dividendos. En cuanto a MB*Edad, tiene un impacto negativo.
- MILA: continuidad en el pago de dividendos en las empresa del MILA. La concentración de propiedad es significativa y disminuye el pago de dividendos. El capex es significativo y negativo, las oportunidades inversión disminuyen el pago de dividendos. Asimismo, la deuda y la Edad*MB son significativos y muestran coeficientes negativos

Concentración de Propiedad

*La concentración de propiedad es un determinante relevante en el establecimiento de la política de dividendos de una empresa. Ahora se procede a ver si este efecto difiere de acuerdo al tipo de inversionista mayoritario. Se contemplará el caso de los inversionistas institucionales (Institucional*IHH) y el de los grupos familiares (Familiar*IHH).*

Resultados Grupo Familiar

PAÍS	Chile	Perú	Brasil		MILA	
	MCO	MCO	MCO	Arellano & Bond	MCO	Arellano & Bond
Div.Yield	0.902	0.826	0.67	0.721	0.847	0.844
Div.Yield (t-1)	(0.020)***	(0.026)***	(0.139)***	(0.015)***	(0.027)***	(0.026)***
Familiar*IH	--	-0.029	-0.034	-0.031	-0.027	-0.028
	--	(0.014)*	(0.012)**	(0.010)***	(0.005)**	(0.005)**
ROE	0.025	0.021	2.80E-02	3.50E-02	0.023	0.023
	(0.018)	(0.007)**	(0.018)	(0.023)	(0.002)***	(0.003)***
EMBI (t-1)	-0.0000852	-0.0000024	0.00000148	0.0000351	-0.0000221	-0.0000235
	(0.0000464)*	(0.0000114)*	(0.0000108)	(0.0000196)*	(4.75e-06)**	(5.83e-06)**
Deuda/T.A.	0.001	0.001	-0.016	-0.023	0.002	0.003
	(0.004)	(0.015)	(0.011)	(0.018)	(0.001)	(0.001)
IMPUESTOS	-0.001	0.007	0.0000241	0.0000336	0.0001574	0.0003297
	0.0003573)**	(0.008)	(0.0000304)	(0.00005)	(0.002)	-0.002
EDAD *MB	-0.051	-0.094	-0.021	-0.02	-0.072	-0.076
	(0.028)*	(0.017)***	(0.011)*	(0.011)*	(0.02)*	(0.016)**
CAPEX/T.A.	-0.011	-0.028	-0.063	-0.062	-0.021	-0.022
	(0.008)	(0.05)	(0.038)	(0.032)*	(0.002)***	(0.001)***
Dummy 2008	--	0.013	0.02	0.011	0.013	0.015
	--	(0.01)	(0.012)	(0.002)***	0.0003731)**	(0.001)***
Dummy sector	--	--	-0.011	-0.009	--	--
	--	--	(0.004)**	(0.003)**	--	--
Dummy sector	-0.003	--	--	--	-0.0000513	0.0000417
	(0.002)	--	--	--	-0.003	(0.003)
Dummy sector	--	0.002	--	--	0.003	0.004
	--	(0.004)	--	--	(0.001)*	(0.001)**
Dummy sect	--	--	--	--	0.001	0.002
	--	--	--	--	(0.002)	(0.002)
Constante	0.018	0.016	0.022	0.012	0.012	0.012
	(0.007)**	(0.005)**	(0.011)**	(0.007)*	(0.002)**	(0.001)***
R2	0.77	0.74	0.58	--	0.75	--
N	525	685	3,286	3185	1224	1223

* p<0.10,** p<0.05;*** p<0.01

- La muestra de países contemplados, cuando un grupo familiar controla la mayor parte de las acciones, se aprecia que el pago de dividendos tiende a disminuir.
 - los grupos familiares cuando controlan la empresa prefieren que esta invierta las utilidades en nuevos proyectos para que siga creciendo, en lugar de repartir los ingresos en forma de dividendos.

Resultados Inversionista Institucional

PAÍS	Chile	Perú	Brasil		MILA	
	MCO	MCO	MCO	Arellano & Bond	MCO	Arellano & Bond
Div.Yield	0.901 (0.019)***	0.823 (0.024)***	0.67 (0.139)***	0.721 (0.014)***	0.846 (0.029)***	0.818 (0.001)***
Div.Yield (t-1)	0.004 (0.007)	0.007 (0.002)***	-0.006 (0.006)	-0.012 (0.007)*	0.005 (0.003)	0.007 (0.001)***
Institucional	0.025 (0.018)	0.02 (0.007)**	2.80E-02 (0.018)	1.50E-02 (0.006)**	0.022 (0.002)***	0.025 (0.003)***
ROE	-0.0000855 (0.0000463)*	-0.0000232 (0.0000232)*	0.00000209 (0.000011)	0.0000321 (0.00002)	-0.000022 (5.30e-06)*	-0.000014 (6.49e-06)
EMBI (t-1)	0.002 (0.003)	0.002 (0.013)	-0.015 (0.011)	-0.029 (0.017)*	0.003 (0.001)*	0.005 (0.001)***
Deuda/T.A.	-0.001 (0.000)***	0.007 (0.007)	0.0000502 (0.0000369)	0.0000573 (0.0000572)	0.0001018 (0.002)	0.002 (0.005)
IMPUESTOS	-0.052 (0.027)*	-0.091 (0.017)***	-0.02 (0.011)*	-0.018 (0.008)**	-0.072 (0.019)*	-0.067 (0.024)*
EDAD *MB	-0.011 (0.008)	-0.029 (0.053)	-0.063 (0.038)	-0.062 (0.038)	-0.022 (0.003)**	-0.063 (0.005)***
CAPEX/T.A.	--	0.012 (0.01)	0.02 (0.012)	0.011 (0.002)***	0.013 (0.000)***	0.015 (0.001)***
Dummy 2008	--	--	-0.011 (0.004)**	-0.009 (0.003)**	--	--
Dummy sector	-0.003 (0.002)	--	--	--	-0.0001771 (0.003)	0.001 (0.002)
Dummy sector	--	0.0001765 (0.003)	--	--	0.002 (0.002)	0.0000565 (0.002)
Dummy sect	--	--	--	--	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
Constante	0.018 (0.007)*	0.015 (0.005)***	0.021 (0.01)*	0.016 (0.005)***	0.011 (0.002)**	0.009 (0.003)*
R2	0.77	0.74	0.58	--	0.75	--
N	525	685	3,286	3,159	1,224	1,179

* p<0.10; ** p<0.05; *** p<0.01

- La concentración de la propiedad en estos impacta positivamente en el pago de dividendos para el caso de los países del MILA.
 - Estos inversionistas al trabajar con dinero de terceros invierten en acciones que puedan darles rendimientos altos y seguros; para así poder brindar a sus clientes un buen manejo de cartera.
- En el caso de Brasil la influencia de los institucionales disminuye el pago de dividendos, se cree que esto se debe a que estos pueden preferir las ganancias de capital debido al diferencial de tasas impositivas que afectan a los dividendos

Conclusiones

1. Los dividendos tienen un impacto positivo en el valor de la empresa. Esto se cumple tanto para Brasil como para Perú de manera significativa, pero no para Chile
2. Se halló que aquellas empresas que pagaron dividendos en el pasado tenderán a continuar con esta política, por ello se puede hablar de una política estable.
3. Las oportunidades de crecimiento e inversión disminuyen el pago de dividendos
4. La edad y cuán demandada es la empresa en el mercado juega un rol importante, aquellas empresas que son jóvenes y poco valoradas en el mercado , emplean el pago de dividendos como un *mecanismo de señalización*.
5. La crisis del 2008 impactó en forma relevante y negativa sobre los mercados. Pago de dividendos, señal de un desempeño saludable a nivel corporativo
6. La concentración de propiedad tiene influencia negativa sobre el pago de dividendos
7. Inversionistas institucional: ejercen una influencia positiva y significativa sobre la distribución de dividendos. Estos prefieren invertir en acciones que garantizan un rendimiento positivo para sus clientes
8. Inversionista Familiar: repartir menos dividendos ya que prefieren invertir las utilidades en proyectos que ayuden al crecimiento de la empresa

GRACIAS