

ATLANTIC REVIEW OF ECONOMICS – AROEC

ISSN 2174-3835

[www.aroec.org](http://www.aroec.org)

7th Volume – nº 1, 2024 – July

Reference: Received: October 2023 | Accepted: April 2024 |

## La reforma fiscal del 2014 y su efecto en las políticas de dividendos: evidencia de la Bolsa Mexicana de Valores

***César Corona Pacheco***

Universidad de Guadalajara (México)

[cesar.pacheco@cucea.udg.mx](mailto:cesar.pacheco@cucea.udg.mx)

***Gustavo Vaca Medina***

Universidad de Guadalajara (México)

[gustavo.vaca@cucea.udg.mx](mailto:gustavo.vaca@cucea.udg.mx)

***Jesús Vaca Medina***

Universidad de Guadalajara (México)

[jvacamedina@cucea.udg.mx](mailto:jvacamedina@cucea.udg.mx)

## **Abstract**

The main objective of this research work is to analyze the impact that the 2014 Tax Reform in Mexico has had on the value of the company, on cash flows, and payment of dividends of companies listed on the BMV, taking into account their dividend policies. The study has been carried out using a balanced panel data model with fixed effects and with the help of STATA 12, the interaction of the reform and the payment of dividends (RPD), reveals negative results, in the same magnitude as the total effect of dividends in the share price (SHPipc), in addition to the (ROE) return on equity, (L.TAXSH) and taxes per share show negative results. The study shows the relationship that exists between dividend policies and the tax reform, providing evidence on what happens in the Mexican stock market, the limitations are the use of a single econometric model and the low number of stations analyzed, it is relevant because there are few studies of the Mexican case.

**Keywords:** Corporate governance, Dividend policy, Taxes per share, Tax reform

**JEL Codes:** G4, G3, H2, M4

## **Resumen**

Este trabajo de investigación tiene como objetivo principal hacer un análisis del impacto que ha tenido la Reforma Fiscal del año 2014 en México, en el valor de la empresa, en los flujos de efectivo, y pago de dividendos de las empresas cotizadas en la BMV tomando en cuenta sus políticas de dividendos. El estudio se ha realizado mediante un modelo de panel de datos balanceado con efectos fijos y con ayuda de STATA 12, la interacción de la reforma y el pago de dividendos (RPD), revela resultados negativos, en la misma magnitud que el efecto total de los dividendos en el precio de la acción (SHPipc), además del (ROE) rendimiento sobre el capital, (L.TAXSH) y los impuestos por acción manifiestan resultados negativos, El estudio exhibe la relación que existe entre las políticas de dividendos y la reforma fiscal, aportando evidencia sobre lo que sucede en el mercado de valores mexicano, las limitaciones son el uso de un solo modelo econométrico y el bajo número de emisoras analizadas, es relevante porque existen pocos estudios del caso mexicano.

**Palabras clave:** Gobierno corporativo, Impuestos por acción, Política de dividendos, Reforma fiscal

**Códigos JEL:** G4, G3, H2, M4

## 1.- Introducción

Durante 6 décadas las políticas de dividendos han sido tema de discusión para las empresas alrededor del mundo, su importancia radica en que de ellas depende el diseño de futuras estrategias de operación de dichas organizaciones, según Brigham y Houston (2001) “Las Políticas de Dividendos buscan un equilibrio entre los dividendos actuales, el crecimiento futuro y maximizar el precio de las acciones de la empresa”, partiendo de esa premisa, se observa a lo largo de este trabajo que durante este tiempo un gran número de investigadores han realizado análisis y estudios en muchos países con diferentes características, cada uno de estos estudios han mostrado que su contexto es muy diferente debido al tipo de empresas que existen en cada región, el tamaño de las mismas, el régimen fiscal en curso y el tipo de políticas que forman su estructura de capital, es decir, todas las empresas toman decisiones en función de las variables de mercado presentes en un momento determinado.

Este estudio toma como base dos posturas que han marcado a la teoría financiera desde que aparecieron, la primera propuesta por los investigadores Miller y Modigliani (1958), dice que el valor de una compañía no debe verse afectado por la manera en que obtiene recursos para financiar sus operaciones y proyectos, suponiendo que no hay impuestos, ni se tienen costos de quiebra y tampoco se tiene asimetría de la información.

La segunda aportación es de parte del académico Gordon (1962), para el académico la política de dividendos es de vital importancia para las organizaciones, afirma que sí afectan al valor de las acciones. Así, confieren a los dividendos un papel muy importante en la determinación del valor de una empresa, también aclara que los tenedores de acciones prefieren siempre una rentabilidad segura en un momento presente a la posibilidad de mayores dividendos en el futuro.

El hecho por el que esta investigación menciona estas posturas radica en la forma que estas teorías han influido en los mercados del mundo. Se sabe que cada país tiene características propias, lo que las obliga a considerar distintas variables dependiendo el momento y situación de las empresas por lo que tienen que tomar decisiones para definir estrategias y en consecuencia, la mejor manera planear los nuevos proyectos de inversión.

Hoy en día, podemos encontrar muchas publicaciones de autores de distintas partes del planeta, realizadas en diferentes momentos, todas ellas han aportado evidencia de lo que sucede en un país en específico, esto es muy importante, dado que las dos posturas sobre la teoría financiera que mencionamos anteriormente son tomadas en cuenta para dichos análisis y poder describir el tipo de postura que mantienen los accionistas al momento de tomar en consideración y como resultado, la política de dividendos de una organización, es decir, planear su próxima inversión dependiendo del perfil del accionista y el régimen fiscal vigente.

Un aspecto importante de esta investigación es dejar claro que la teoría financiera no ha demostrado de una forma contundente cuál de los teoremas mencionados influye realmente en los mercados.

En México como en los distintos mercados alrededor del mundo existen variables que deben ser consideradas por las empresas que cotizan en la BMV (Bolsa Mexicana de Valores) especialmente cuando se habla del diseño de las políticas de dividendos y como éstas mandaran señales al mercado. Dentro de las estrategias más importantes para estas organizaciones es medir el impacto que tendrán dichas políticas sobre el precio de las acciones, esto es algo que no se debe tomar a la ligera ya que esto posibilita a las empresas medir el costo financiero. Durante el sexenio del Presidente Enrique Peña Nieto, se anunciaron una serie de reformas estructurales en función de mejorar la capacidad de desarrollo de México, una de ellas “La reforma fiscal del 2014” en ese sentido, vale la pena hacer las siguientes preguntas: ¿Qué efecto tuvo dicha reforma sobre las empresas cotizadas en la BMV?, ¿De qué manera se vio afectado el valor de las empresas mexicanas?, ¿La reforma fiscal tuvo algún efecto sobre el pago de dividendos en México? ¿Cuál fue el comportamiento de los impuestos corporativos con la entrada en vigor de dicha reforma? ¿Cómo las teorías de Miller y Modigliani o de Mayron Gordon influyeron en el desempeño de estas organizaciones?

La metodología a aplicada en este estudio es un panel de datos balanceado del 2009 a 2016 con datos anuales obtenidos de los estados financieros que se encuentran en los reportes anuales de dichas emisoras, con esa información se pudo calcular dividendos, las variables de impuestos, utilidades, flujos de efectivo y precio de las acciones. La descripción del mercado mexicano y de los efectos de la reforma fiscal del 2014, se realizó por medio de un modelo de efectos fijos, la muestra solo ha considerado a 24 empresas de las 35 del IPC (Índice de Precios y Cotizaciones) y se han descartado a 11 de ellas por no aportar información para la realización de esta investigación. Para el análisis se utiliza un modelo econométrico que selecciono variables importantes para la descripción de los efectos de la reforma antes mencionada, dichos datos fueron tratados en STATA 12.

En el estado del arte, se realiza una revisión de literatura cuya finalidad es la identificación de investigaciones que se han realizado sobre este tema en distintas regiones del mundo y así poder hacer comparaciones con el caso mexicano, en la parte de la metodológica se detalla la muestra analizada y el modelo de panel de datos utilizado, en la sección de resultados se muestran los datos obtenidos y se comparan con estudios previos y en la última parte se presentan las conclusiones. El estudio está basado en la Reforma Fiscal del año 2014 porque es la última reforma de “importancia” en México que forma parte de las reformas estructurales del presidente Peña Nieto.

## **2.- Marco teórico**

Existen muchas teorías que se pueden aprovechar para analizar el comportamiento de los flujos de efectivo, del valor de las acciones y de los dividendos en los mercados accionarios. Para este trabajo hemos seleccionado las que consideramos que contribuyen

de mejor manera al logro del objetivo de la investigación e iniciamos con dos de las más relevantes y estudiadas por los investigadores del tema que son las siguientes:

La primera de Miller y Modigliani (1958), se le ha llamado también “El Principio de Irrelevancia en la estructura de capital”. Sin embargo para que esta proposición sea verdadera se deben de cumplir los siguientes supuestos: “a) no hay impuestos corporativos, b) no existen costos de transacción, costos de emisión ni costos de quiebra, c) ausencia de información es asimétrica, d) No hay mercados eficientes”. El teorema se sigue enseñando y estudiando porque dice algo muy interesante; la Estructura de Capital es importante precisamente porque uno o varios de estos supuestos son violados, y dice dónde buscar otros factores determinantes que afectan la estructura óptima de capital, esta es la “Teoría de la irrelevancia de los dividendos”.

La segunda teoría es opuesta a la primera, ha sido propuesta por Gordon (1962), menciona que desde el punto de vista del accionista, el valor de un peso que proviene de dividendos es mayor que el de uno de ganancias de capital por ser el rendimiento que se pagará a los accionistas sobre los dividendos, pues esto es mucho más seguro que la tasa de crecimiento de los mismos, a esto el autor lo denominó “Teoría del pájaro en mano”.

Otro aspecto importante según Brigham y Houston (2001), es que existen tres razones que tienen que ver con los impuestos corporativos y que podrían hacer pensar a los accionistas que tal vez sería mejor una razón de pago de dividendos baja a recibir un pago alto, con base en la “Teoría de la preferencia fiscal”, se consideran los siguientes elementos:

- 1) Los inversionistas dueños de la mayoría de las acciones y que reciben más dividendos, prefieren la retención de utilidades, así no pagaran impuestos causados por los dividendos.
- 2) Solo se realizan pagos de impuestos por la venta de acciones, un peso de impuestos que se paga en el futuro tiene un costo menor que un peso pagado el día de hoy.
- 3) Cuando los dueños de las acciones mueren, los impuestos por ganancias de capital desaparecen, esto ayuda a los herederos a usar el valor de la acción como su base de costo, evitando la obligación del pago de impuestos (pp. 599).

Otra teoría es la denominada “Teoría de las expectativas” la cual explica que el precio futuro de las acciones es muy importante para determinar el valor bursátil, y el precio depende de factores internos de la organización. En este sentido Dolores y Fernández (2005) mencionan que el precio de las acciones depende del tipo señales y noticias que la empresa transmita en determinado momento al mercado. También se encuentra la “Teoría del efecto clientela” que explica como los inversionistas invierten su dinero en empresas que les permitan obtener dividendos preferenciales.

Un punto importante que no se debe olvidar es el que menciona Perdomo (2003), “Para asegurar una tendencia, los analistas técnicos buscan corroborar los movimientos a la tendencia primaria”. Esto es importante ya que La Teoría de Dow mantiene la idea principal que una tendencia es fuerte cuando hay elementos que también lo conforman, entre los principales elementos se encuentran: El volumen esperado, la velocidad de los precios, la fuerza de alza relativa del mercado, los ciclos son factores a considerar en los análisis técnicos.

En relación al comportamiento accionario, para analizar el precio de las acciones en el futuro se ha tomado en cuenta las teorías sobre el “Análisis Fundamental y el “Análisis Técnico”. Dichas teorías afirman que existen determinados factores en los que nos podemos apoyar para analizar el comportamiento de los títulos accionarios de las empresas, entre los que se encuentran los siguientes:

- a) Factores Fundamentales. El análisis fundamental analiza las causas que provocan cambios en los precios de las acciones, asuntos corporativos, eventos económicos, acontecimientos sociales, modificaciones en el consejo administrativo, noticias, etc. Los factores fundamentales más importantes son: 1) Beneficios, 2) Expectativas de los inversionistas y del mercado, 3) Riesgo por acción percibido.
- b) Factores técnicos. Basado en datos y precios históricos sirve para pronosticar movimientos futuros de los precios de determinada acción en el mercado. La técnica genera gráficos e indicadores donde se identifican y predicen tendencias. Este análisis puede apoyarse en los principios básicos de la “Teoría Dow”. Charles Henry Dow (1851–1902) precursor del análisis técnico, publicó a finales del siglo XIX en el diario Wall Street Journal 255 editoriales explicando su estudio de los mercados, basado en los movimientos de los precios y las tendencias “Teoría de Dow” (Dow, 1897). La Teoría de Dow se basa en seis puntos: 1) Los precios lo pueden mostrar todo, 2) Las tendencias del mercado, 3) Principio de la confirmación, 4) El volumen de negociación que confirma la tendencia, 5) La tendencia está vigente hasta que aparece otra tendencia, 6) Hasta el momento no se ha encontrado una fórmula exacta para calcular comportamiento y predecir los precios de las acciones cotizadas en bolsa (Flores, 2020).

### **3.- Marco jurídico: (Cambios legales producto de la reforma fiscal del 2014)**

En el contexto mexicano se presenta una reforma fiscal en el año 2014, misma que se analiza a continuación: La distribución de las utilidades de las empresas (personas morales) vía dividendos, se ha de realizar dentro de un marco normativo, atendiendo básicamente a dos ordenamientos: a) Ley General de Sociedades mercantiles (LGSM) y b) Ley del Impuesto sobre la Renta (LISR) de la siguiente forma.

El Artículo 16 de la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM) en su Fracción I establece que “La distribución de las ganancias o pérdidas entre los socios capitalistas se hará proporcionalmente a sus aportaciones” y el artículo 19 dice que “la distribución de

utilidades sólo podrá hacerse después de que hayan sido debidamente aprobados por la asamblea de socios o accionistas los estados financieros que las arrojen.” (Subsecretaría de Gobernación, 1934).

De Acuerdo con el Artículo 140 Capítulo VIII de la Ley del Impuesto Sobre la Renta (LISR) “Las personas físicas deberán acumular a sus demás ingresos, los percibidos por dividendos o utilidades. Dichas personas físicas podrán acreditar, contra el impuesto que se determine en su declaración anual, el impuesto sobre la renta pagado por la sociedad que distribuyó los dividendos o utilidades, siempre que quien efectúe el acreditamiento a que se refiere este párrafo considere como ingreso acumulable, además del dividendo o utilidad percibido, el monto del impuesto sobre la renta pagado por dicha sociedad correspondiente al dividendo o utilidad percibido y además cuenten con la constancia y el comprobante fiscal a que se refiere la fracción XI del artículo 76 de esta Ley”.

Para estos efectos, el impuesto pagado por la sociedad se determinará aplicando la tasa del artículo 9 de esta Ley, al resultado de multiplicar el dividendo o utilidad percibido por el factor de 1.4286. No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, las personas físicas estarán sujetas a una tasa adicional del 10% sobre los dividendos o utilidades distribuidas por las personas morales residentes en México. Estas últimas, estarán obligadas a retener el impuesto cuando distribuyan dichos dividendos o utilidades, y lo enterarán conjuntamente con el pago provisional del periodo que corresponda. El pago realizado conforme a este párrafo será definitivo”.

Además el Artículo 164 de la ley del impuesto sobre la renta (LISR) establece que “En los ingresos por dividendos o utilidades, y en general por las ganancias distribuidas por personas morales, se considerará que la fuente de riqueza se encuentra en territorio nacional, cuando la persona que los distribuya resida en el país.

Las personas morales que distribuyan los dividendos o utilidades a que se refiere esta fracción deberán retener el impuesto que se obtenga de aplicar la tasa del 10% sobre dichos dividendos o utilidades, y proporcionar a las personas a quienes efectúen los pagos a que se refiere este párrafo constancia en que señale el monto del dividendo o utilidad distribuidos y el impuesto retenido. El impuesto pagado tendrá el carácter de definitivo.

### **3.1 Comentarios de expertos**

Antes de la reforma fiscal del 2014 los dividendos en México al momento de su distribución ya habían sido gravados, es decir, no tenían que realizar ningún otro pago de impuesto, pero con la entrada en vigor de la reforma ahora son objeto de un impuesto corporativo a nivel de accionista (Aguilar, 2014).

Dicha reforma incorpora una retención definitiva del ISR del 10% aplicable a los dividendos distribuidos a los accionistas residentes en México y el extranjero, lo que anteriormente no se realizaba antes de la reforma fiscal en cuestión, lo cual eleva la carga fiscal de un 37% hasta un 42% (Revilla, 2014). Se debe analizar de manera cuidadosa la forma en que las utilidades generadas a partir de la entrada en vigor de la reforma fiscal ya que esto provocaría un incremento de la tasa efectiva de hasta un 42% (Solano, 2014).

### 3.2 Postura y discusión

Un aspecto muy importante, es cómo y cuándo pagar a los accionistas y cómo esto influye directamente en el precio de las acciones, ya que la imposición fiscal vigente influye sobre dichos pagos, y sobre todo en la generación y diseño de las Políticas de Dividendos cuya consecuencia es la creación de estrategias de planeación fiscal y cómo esto impacta en el precio de las acciones sobre todo, cómo estos movimientos sirven para enviar señales al mercado, tales como las relaciones que existen entre las inversiones que realizan las empresas con distintos tipos de negocio dentro o fuera de su país de origen, así como el tipo de información que las emisoras generan y envían al mercado lo cual es determinante para las decisiones tomadas por los accionistas, los costos de agencia y los costos de transacción como determinantes de la tasa de pago de dividendos, y tal vez ¿Por qué no? La capacidad de sus directivos para realizar previsiones en función de las tendencias globales.

A lo largo de todos los estudios consultados los investigadores aun no precisan con claridad o sus investigaciones no han sido concluyentes, tal vez por falta de datos, y no han definido de qué forma se aísla el efecto de la política de dividendos sobre los precios de las acciones. Aunque sobre horizontes temporales bastante grandes parece detectarse una ligera ventaja de las empresas que reparten dividendos bajos, las cuales parecen conseguir unos mayores precios relativos para sus acciones.

Todo lo anterior nos hace pensar sobre lo que de verdad provocan las políticas de dividendos, por un lado tenemos que de alguna manera sirven para mandar señales al mercado, es decir, dan a conocer el desempeño de la empresa, por otro lado, tenemos que dependiendo del lugar donde se encuentre dicha organización dependerá el monto de los impuestos pagados como consecuencia del régimen fiscal vigente en cada país, lo que en consecuencia repercute en el precio de la acción.

Al respecto, las investigaciones empíricas realizadas durante los últimos años no sólo son no concluyentes sino que resultan claramente contradictorias. En síntesis la teoría financiera y las últimas investigaciones realizadas no han terminado por demostrar cabalmente ni una ni otra postura en relación a la relevancia de los dividendos sobre el valor de las empresas y sobre sus flujos de efectivo, por lo que el administrador financiero deberá estar en una postura intermedia, por la que se debe valorar la política de dividendos con mucho cuidado.

El objetivo de este trabajo es encontrar los efectos que tuvieron las políticas de dividendos y los impuestos corporativos, en el valor de las acciones y en los flujos de efectivo de las empresas cotizadas en la BMV, con la entrada en vigor de la reforma fiscal que se hizo en México en el año 2014, mediante el análisis de las teorías de Miller y Modigliani (1958) versus Gordon (1962). Para tal efecto se plantea la siguiente:



#### **4.- Hipótesis**

De acuerdo con el objetivo de la presente investigación, con la metodología seleccionada, con la muestra de empresas, la revisión de la bibliografía y las fuentes de referencia es posible plantear la siguiente hipótesis: La Reforma fiscal entrada en vigor en México en el año 2014 tiene efectos negativos en los flujos de efectivo y el valor de las acciones de las empresas cotizadas en la BMV, por las políticas de dividendos en las empresas y los impuestos corporativos.

#### **5.- Revisión de literatura**

En la revisión de la literatura encontramos 3 trabajos de investigación que muestran evidencia de que apoyan la primera postura, la de Miller y Modigliani (1958) estos autores son creadores de una postura que es conocida como "Teoría de la irrelevancia de los dividendos" esta teoría afirma que las políticas de dividendos no son importantes para la toma de decisiones de los inversionistas y estas no repercuten en el precio de las acciones de la empresa. Por ello en su argumentación los autores defienden que el valor de una empresa no depende de su estructura financiera ni de su política de dividendos, sino de las utilidades esperadas, para cada clase de riesgo.

Entre estos tres trabajos está en primer lugar la investigación de Ross (1977), él encontró que el incremento de los dividendos pagados de empresas norteamericanas, es una señal confiable y precisa para el mercado bursátil sobre el desempeño de la organización. También aclara que la política de dividendos puede dejarse en un segundo plano o a largo plazo cuando el consejo directivo defina las necesidades de inversión.

El segundo es de Maqueira y Fuentes (1997) quienes señalan que el modelo de Miller y Modigliani muestra que en mercados perfectos, la política de dividendos no debe afectar el valor de la empresa. Por lo que una disminución del precio de las acciones viene de decisiones sobre dicha política. Así, el precio futuro de las acciones es el elemento principal para determinación del valor bursátil de una empresa, el precio que depende tanto de factores internos y externos a la organización.

El tercer estudio es el de los académicos brasileños, Bernard, Rivera, Marçal, y Mackenzie (2012) donde mencionan que la relación política de dividendos-inversiones no necesariamente está relacionada con el precio de la acción, sino que ésta se ve alterada por los resultados de periodos anteriores con cierto desempeño, los resultados de su modelo aportaron evidencia de que los dividendos y los precios no son estacionarios, es decir la relación "precio-dividendo" es de cero (0).

La segunda postura es la de Gordon (1962), ésta señala que los dividendos si son un factor importante en la toma de decisiones y como resultado impactan directamente en la determinación del precio de las acciones. De este modo el dividendo tiene un papel fundamental para determinar del valor de la empresa, debido a que los inversionistas prefieren una rentabilidad segura en el presente a esperar para obtener dividendos en el futuro.

Por otro lado, M. Gordon (1959) dice que la política de dividendos es muy importante sobre la estructura de capital, a tal grado que al reducirse la tasa de reparto de utilidades, los pagos vía dividendos son más seguros que las ganancias de capital, esto desde la perspectiva del inversionista. Unos años más tarde M. Gordon (1962) manifiesta que las políticas de dividendos si afectan al valor de las acciones. De este modo, el dividendo es esencial en la determinación del valor de las organizaciones.

Diversos estudios que apoyan claramente la segunda postura, es decir la teoría de Gordon (1959) la cual dice que la política de dividendos es muy importante sobre la estructura de capital, entre ellos se encuentra los trabajos realizados por los siguientes investigadores:

Maqueira y Fuentes (1997) son los primeros en documentar el impacto que tienen cambios en el pago de dividendos de las empresas chilenas en la riqueza de los accionistas, el estudio muestra que los precios de las acciones que tuvieron cambios por los anuncios de una reestructura de las políticas de dividendos, esto es algo significativo ya que se aplica a la alza y a la baja y eso es algo congruente con otras investigaciones realizadas.

Para Maqueira y Moncayo (2004) el punto más importante que mencionan, es la alta concentración de propiedad en las empresas chilenas y en este caso en particular. Además, los principales cambios en el precio de la acción impactaron fuertemente la riqueza de las mismas, todo esto incentivó el pago de mayores dividendos cuando sus expectativas de crecimiento presente y futuro fueron positivas, así se envió información al mercado con el fin de incrementar la riqueza personal.

El estudio de Torrez (2006), describe los efectos en las empresas debido a la reducción de impuestos en la inversión corporativa y encontró que al pagar una menor cantidad de impuestos, las personas con derecho a dividendos tendrán un pago mayor y las utilidades retenidas sufrirán una disminución, esto provocará una reducción de recursos para realizar inversiones en otros proyectos que busque crear la organización y se verá obligada a buscar nuevas alternativas para hacerse llegar de recursos para sus operaciones.

Otro punto de vista es el que nos deja Arroyave y Diego (2012) ellos nos explican que los actuales mercados financieros se caracterizan por tener una alta actividad bursátil, muy alta volatilidad, transmisión en tiempo real de la información, y con presencia de agentes muy bien preparados, por lo que no podrían ofrecer muchas oportunidades de rendimientos extras, dicho de otra forma, con la variación del importe de pago de dividendos estaría adelantando la generación de utilidades futuras, por consecuencia, los tenedores de las acciones aumentarían el precio de las acciones con base a las expectativas.

Otro estudio de académicos chilenos, Gutiérrez, Yáñez, y Umaña (2012) analizan la tasa de pago de dividendos, la concentración de la propiedad y la presencia de inversionistas institucionales sus resultados muestran que: existe evidencia de que el uso de los dividendos es una estrategia para entregar información al mercado sobre los proyectos futuros de las empresas. Los autores concluyen que los agentes “se guían por sus intereses personales” esto provoca problemas de riesgo moral. Así mismo, refieren que los dividendos informan de un “trato justo” a los mercados. Por último, mencionan que las

políticas de dividendos, son utilizadas como herramienta para el adecuado uso de los flujos de efectivo. (Gutiérrez, et al. 2012).

Existen otras teorías sobre dividendos que no se oponen a ninguna de las dos posturas analizadas, sino que aportan elementos para la toma de decisiones en las políticas de las empresas sobre estructuras de capital y de dividendos, estos elementos dependen de los intereses de los inversionistas entre ellas se encuentra la “Teoría de las Expectativas” de los autores, Dolores y Fernández (2005) quienes indican que “el precio de las acciones depende del tipo señales y noticias que la organización mande al mercado.

Un aspecto importante es el señalado por Holanda y Coelho (2012) donde muestran es que existe un gran número de inversores que tienen preferencia por recibir un pago vía dividendos, y otros prefieren las ganancias de capital derivadas por retención de las mismas, esto es algo que la “Teoría del efecto clientela” explica cómo es que los inversores se dirigen a invertir sus fondos en empresas con políticas que les permitan apropiarse de sus dividendos preferenciales.

Brigham y Houston (2001), afirman que existen tres razones que tienen que ver con los impuestos corporativos y que podrían hacer pensar a los accionistas que tal vez sería mejor una razón de pago de dividendos baja a recibir un pago alto, basados en la “Teoría de la preferencia fiscal”.

Además se presentan algunos datos de estudios que han realizado otros autores en relación a diversos enfoques sobre las políticas de dividendos y sus principales hallazgos que aportan elementos para el presente trabajo, entre los que se encuentran:

Moreiras, Tambosi, y Gallo (2009) para ellos, la información es de gran importancia para que exista armonía entre las partes del mercado de capitales y aclaran que la información tiene un papel preponderante lo cual es reconocido y muy apreciado por todos los inversionistas.

El autor Leforf (2008) comenta que algunos inversionistas que tienen en su poder la mayoría de las acciones suelen realizar pagos mínimos de dividendos lo que demuestra que en estos casos no es prioridad mandar señales al mercado de un buen desempeño además esto también tiene relación directa con el pago de impuestos.

Otros estudios como el realizado en las empresas españolas por López y Saona (2007) encuentran que la estructura del capital contable y las políticas de dividendos tienen preferencia sobre los intereses de la junta directiva. A diferencia de estudios anteriores, muestran algunas manifestaciones de los costos de agencia.

Otro caso español que sale a la luz es el que publicó Rodríguez (2011) aclara que las leyes locales influyen directamente en las decisiones de los accionistas y sobre las políticas de dividendos por lo que afecta la forma en que la dirección toma decisiones para la organización y su beneficio.

En el caso de Brasil donde los investigadores, Loss y Neto (2006), explican que el mercado brasileño ha demostrado que no hay evidencia de que exista alguna relación entre

la política de dividendos y las inversiones, otro factor que influyó en el resultado empírico, fue la regulación del dividendo.

Un aspecto importante es el que menciona Santos (2008) quien en su documento explica que las empresas dan a conocer cierto tipo de políticas de dividendos para mandar buenas señales al mercado en general y atraer a posibles inversionistas, su trabajo solo tomó como variable el flujo de efectivo, en ese sentido su trabajo tiene ciertas limitaciones y no es precisamente concluyente.

Otro artículo con aspectos fiscales importantes es el de los académicos Ayers, Cloyd, y Robinson (2000), ellos mencionan que los dividendos si afectan el precio de las acciones de tal manera que los impuestos aplicados a los dividendos de los accionistas y sobre el valor de las acciones está íntimamente ligado, a la situación fiscal vigente, es decir, en la medida que se apliquen incrementos al impuesto sobre los dividendos esto se verá reflejado en las decisiones de los inversionistas, por lo que las políticas de dividendos son diseñadas en función del monto final del pago de impuestos.

Para Singhania, (2006) la teoría de la preferencia fiscal tiene mucho de cierto, analizó a 590 empresas de la Bolsa de Valores de Bombay (EEB), en el periodo 1992 a 2004, el estudio analiza la doble imposición, los puntos clave de su trabajo son: 1) legalmente hay una distinción entre la organización y los accionistas 2) las tasas impositivas se establecen tomando en cuenta que se aplican impuestos tanto a nivel corporativo como individual, lo que da por resultado que “la decisión de crear una corporación es una prueba del hecho de que los beneficios asociados con este estado superan los costos de tener los ingresos corporativos sujetos a impuestos” (Singhania, 2006).

Los autores Khan, Jehan, y Shah, (2017) encontraron en su investigación que en julio del 2010, las empresas Bolsa de Valores del Pakistán (PXS) fueron gravadas<sup>1</sup> por primera vez sobre las ganancias de capital (antes exentas), cuando la tributación aplicada a los dividendos era del 10%, por lo que basados en la teoría de la preferencia fiscal, la demanda de dividendos debería de haber aumentado tras la entrada en vigor de dicho gravamen a las ganancias de capital.

Los autores concluyen que este impuesto no tiene repercusión en el pago de dividendos, esto se debe a que la mayoría de las empresas son controladas por la familia o por personas con información privilegiada, también señalan “los accionistas se financian de formas distintas a los dividendos de sus empresas y por tanto el incremento en los impuestos les es menos preocupante” ellos agregan que las dos variables que controlan los dividendos son la rentabilidad y el apalancamiento, (Khan et al., 2017).

---

<sup>1</sup> Gravar significa: según la real academia española es Imponer un gravamen o impuesto a alguien o a algo.  
<https://www.rae.es/dpd/gravar>

Otro estudio, el presentado por Badenhorst (2017), analizó el impacto que provocan los cambios en las preferencias fiscales sobre los dividendos y como éstos influyen en los inversores con determinada preferencia fiscal, antes y después de la reforma del 2012 en Sudáfrica; en la que pasó de un gravamen corporativo del 10%, al 15% gravando a los accionistas. El autor concluye que los accionistas ejercen presión sobre las empresas para minimizar las cargas fiscales por medio del diseño de políticas de dividendos (Badenhorst, 2017).

Por otro lado, el trabajo de investigación realizado por los autores Chan y Lin (2017), toma una muestra de 351 empresas que cotizaron en la Bolsa de Taiwán (TWSE), con un periodo de años del año 1993 al 2014, destaca que la reforma fiscal de 1998 influyó para que las empresas modificaran sus políticas de dividendos aumentando el pago vía dividendos en efectivo y reduciendo los dividendos en acciones (Chan y Lin, 2017). Debido a los cambios introducidos por la reforma fiscal lo más razonable era que los accionistas prefirieran las ganancias de capital pero los pagos de dividendos se mantuvieron.

En ese sentido, una investigación aplicada al mercado mexicano por San Martín (2017), realiza un análisis sobre la estructura de la propiedad para ver si esta variable tiene efectos sobre las políticas de dividendos, utiliza un modelo econométrico, su muestra incluye 88 empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) con un periodo del 2005 al 2013, el autor concluye que “la estructura de propiedad juega un papel importante al definir la política de dividendos de la empresa, actuando como un mecanismo gubernamental sustituto cuando se trata de problemas de agencia” (San Martín, 2017).

Agregando al anterior trabajo de investigación aplicado al mercado mexicano, es el de Corona y Corona, (2019) los autores explican que las empresas “normalmente orientan sus objetivos en enviar buenas señales a los inversionistas en el mercado de capitales para lograr un incremento en el precio de las acciones, lo que ayuda a aumentar las utilidades y a incorporar valor económico en las organizaciones, lo que hace suponer un crecimiento en los dividendos por distribuir a los accionistas”. Sin embargo en México la reforma fiscal del 2014 tuvo un efecto negativo al menos temporalmente en la distribución de dividendos en efectivo. Previo a la reforma del 2014, los dividendos pagados a los accionistas se encontraban libres del pago de impuestos, pero tras la entrada en vigor de la reforma fiscal todas las personas físicas estarán sujetas a una tasa adicional del 10% sobre los dividendos.

En su investigación los académicos realizaron un análisis sobre políticas de dividendos de las empresas cotizadas en la (BMV), para poder inferir sobre las consecuencias de la reforma fiscal del 2014. Tomaron como muestra 24 empresas que forman parte del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC). También realizaron un análisis de las teorías sobre las políticas de dividendos y la reforma a la Ley del Impuesto Sobre la Renta del 2014 (LISR) y la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM) del análisis de dicha Reforma se deduce lo siguiente:

- 1) Las personas físicas nuevamente han sido los contribuyentes más gravados con dicha reforma por lo siguiente: En primer lugar la tarifa del ISR en 2014 es elevada a una tasa máxima del 35% cuando en el ejercicio de 2013 la tasa más alta era del 30%,
- 2) En segundo lugar, cuando la persona física tenga ingresos por dividendos tendrá que acumularlos a sus demás ingresos y pagar un 10% adicional lo cual elevará su tasa de ISR hasta un 45%.
- 3) La reforma fiscal 2014 no envió una buena señal al mercado, por el contrario, generó expectativas negativas en los consejos de administración y/o gobiernos corporativos de las empresas, en relación a la distribución de dividendos del 2014, pues el número de empresas que regularmente pagaban dividendos anuales lo hicieron hasta el año 2013 y en el ejercicio de 2014 muchas empresas no pagaron dividendos (Corona & Corona, 2019, págs. 71-81).

Otro documento que aporta información importante a nuestra investigación es el de los autores: Seonhyeon K., Jin-yuoung J., y Sung-woo C., (2021) el estudio analiza la relación entre la asimetría de la información y la política de dividendos en el mercado de Corea. Los autores utilizan varios apoderados “sic”<sup>2</sup> para la asimetría de la información, como los Modelos Glostén-Harris y Hasbrouk-Foster-Viswanathan, encontraron que uno de sus principales resultados es que las organizaciones con mucha asimetría de información prefieren el capital interno lo que demuestra una relación negativa entre el rendimiento promedio de los dividendos y la información asimétrica (Seonhyeon K., et. al, 2021).

Por otro lado hay que tomar en cuenta el contexto actual y que cualquier cambio en las tasas impositivas puede hacer que los directivos modifiquen sus políticas y por ende los resultados esperados, como lo menciona Zou y Qinghui, (2022) su documento explica de qué manera impactan las políticas de dividendos así como el tipo de financiamiento y cómo las estrategias que elaboran para encontrar un nivel óptimo en su estructura de capital además explora la relación entre la distribución de dividendos y el financiamiento. Los resultados de su investigación muestran que las empresas pagan una cantidad menor de dividendos, sus ajustes en lo que se refiere a la estructura de capital es mucho más rápida y su comportamiento al repartir dividendos choca con los planes de financiamiento (Zou y Qinghui, 2022).

---

<sup>2</sup> “SIC” (Del lat. sic, así) Adverbio utilizado en impresos y manuscritos españoles, por lo general entre paréntesis, para dar a entender que una palabra o frase empleada en ellos, y que pudiera parecer inexacta, es textual. <https://www.rae.es/drae2001/sic>

## **6.- Metodología**

En la actualidad, una de las principales discusiones en lo que respecta a las políticas de dividendos es, si las señales e incentivos que otorgan las empresas vía dividendos tienen efectos en el valor de mercado de las acciones.

Esta investigación pretende conocer si las señales enviadas por las empresas vía dividendos provocan algún tipo de efecto en el valor de mercado de las acciones de dichas organizaciones.

La primera fase es una metodología documental donde se busca información de las empresas que cotizan en la BMV, por medio de sus reportes anuales se analizan los estados financieros en un periodo de 8 años que serán 2009 al 2016 se analizan las políticas de dividendos un año antes de la reforma fiscal, el año en que entra en vigor 2014 y dos años posteriores 2015 y 2016 para determinar los efectos de la reforma fiscal en el valor de las empresas y en sus flujos de efectivo.

El análisis se realiza de forma retrospectiva, donde se recogen los datos necesarios para ver la relación que existe entre dichas políticas y los flujos de efectivo, el valor de las empresas y los impuestos que pagan las empresas que pertenecen al Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), para tal fin se elabora una base de datos en hojas de cálculo Excel para realizar diferentes análisis y obtener evidencias empíricas.

La segunda fase de esta investigación es la aplicación de un modelo econométrico mediante un modelo de panel de datos balanceado con efectos fijos, para medir el efecto de la reforma fiscal del 2014 se ha incluido una variable dicotómica dentro de la regresión en datos panel, que toma valor de uno para los años mayores de 2014 y cero para los demás, todo esto se realiza con ayuda de STATA 12, lo que permite detectar el tipo de correlación existente entre las variables del contexto mexicano.

### **6.1 Selección de la muestra**

La muestra toma en cuenta las 35 emisoras que conforman IPC al cierre del 2016, el propósito es evitar sesgos en los resultados del estudio, se han considerado solo 24 empresas y se han eliminado a 11 emisoras que no han cumplido con los requerimientos necesarios a fin de aportar información para la realización del análisis de datos de panel.

A continuación se muestra una tabla donde se especifica la muestra de empresas analizadas así como el sector al que pertenece y el subsector en el que se desempeña.

Tabla 1 Sectores y Subsectores de la muestra de análisis.

Emisora	Sector	Subsector
AC	Productos de consumo frecuente	Alimentos, Bebidas y Tabaco
ALFA	Industrial	Bienes de equipo
ALPEK	Materiales	Materiales
ALSEA	Servicios y bienes de consumo no básico	Servicios al consumidor
AMX	Telecomunicaciones	Telecomunicaciones
ASUR	Industrial	Transportes
BIMBO	Productos de consumo frecuente	Alimentos, Bebidas y Tabaco
BOLSA	Servicios financieros	Entidades financieras
CEMEX	Materiales	Materiales
FEMSA	Productos de consumo frecuente	Alimentos, Bebidas y Tabaco
GAP	Industrial	Transportes
GCARSO	Industrial	Bienes de equipo
ENTERA	Servicios financieros	Entidades financieras
GFINBUR	Servicios financieros	Entidades financieras
GNORTE	Servicios financieros	Entidades financieras
GMEXICO	Materiales	Materiales
GRUMA	Productos de consumo frecuente	Alimentos, Bebidas y Tabaco
KIMBER	Productos de consumo frecuente	Productos domésticos y personales
LAB	Salud	Productos farmacéuticos, Biotecnología y Ciencias de la Salud
LIVEPOL	Servicios y bienes de consumo no básico	Venta al por menor
OMA	Industrial	Transportes
PEÑOLES	Materiales	Materiales
TLEVISA	Telecomunicaciones	Medios de comunicación
WALMEX	Productos de consumo frecuente	Venta de productos de consumo frecuente

Fuente: Tabla realizada con datos obtenidos de la página de la Bolsa Mexicana de Valores. (2022)



La base de datos en Excel contiene lo siguiente: a) Tasa real de impuesto sobre la renta (ISR), Rendimiento sobre los activos (ROA), Rendimiento sobre el capital (ROE), Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, por sus siglas en ingles), Flujo de efectivo operativo (CASH-FLOW OPERATIVO) y Retorno anormal acumulado (CAR, Cumulative Abnormal Returns por sus siglas en ingles). Con el promedio de las variables obtenidas de las 24 empresas se elabora una tabla concentradora que contiene los promedios de cada una de las variables y se elabora un gráfico. (Ver Tabla 1 y Grafico 1)

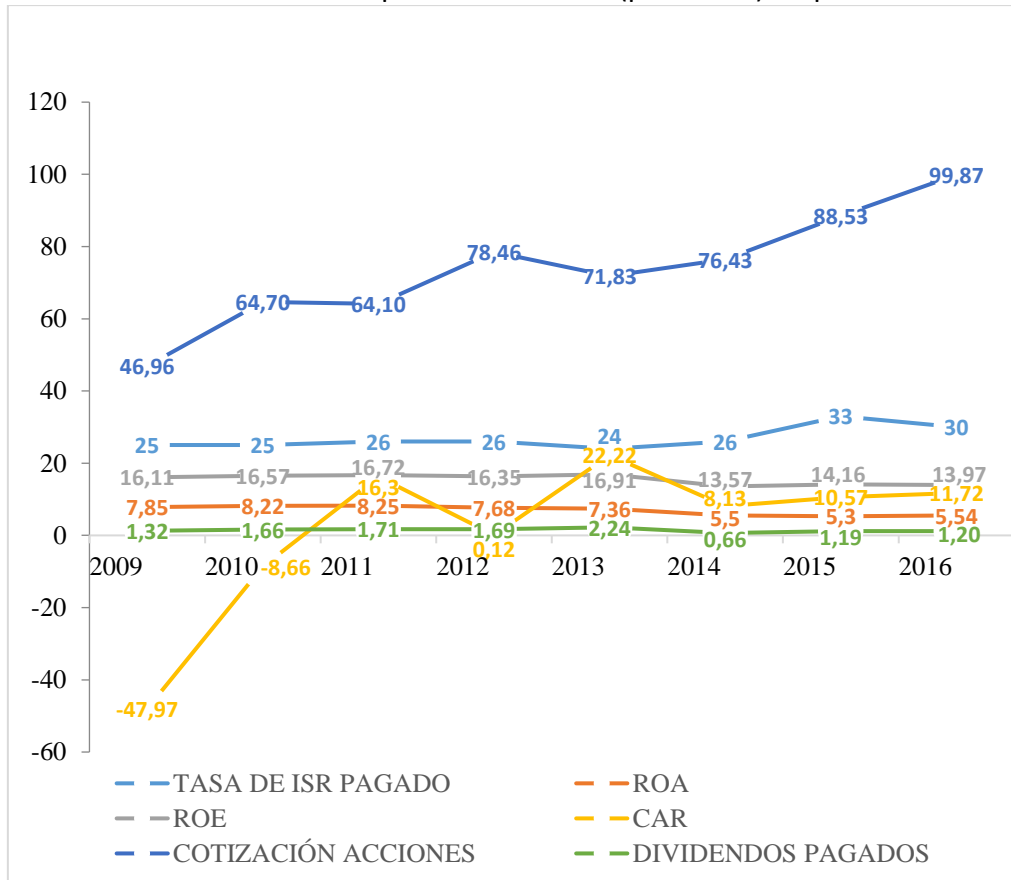
Tabla 2 Promedio de las variables de las 24 empresas durante 8 años

<b>PROMEDIO ANUAL VARIABLES</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
TASA DE ISR PAGADO	25	25	26	26	24	26	33	30
ROA	7.85	8.22	8.25	7.68	7.36	5.5	5.3	5.54
ROE	16.11	16.57	16.72	16.35	16.91	13.57	14.16	13.97
CAR	-47.97	-8.66	16.3	0.12	22.22	8.13	10.57	11.72
COTIZACIÓN ACCIONES	46.96	64.70	64.10	78.46	71.83	76.43	88.53	99.87
DIVIDENDOS PAGADOS	1.32	1.66	1.71	1.69	2.24	0.66	1.19	1.20
<b>RESULTADOS</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
EBITDA (*)	20,559	22,807	20,447	23,436	22,430	22,099	23,550	26,302
CASH-FLOW OPERATIVO(*)	15,167	16,951	14,534	16,958	16,370	15,709	16,730	19,154
UTILIDAD NETA(*)	9,126	10,297	8,237	9,654	9,133	7,700	7,936	8,540
ISR POR ACCION	0.73	1.03	1.7	1.32	1.04	1.02	1.83	2.09

(\*) Cifras en millones de pesos.

Fuente: Elaboración propia, con datos obtenidos de los Estados Financieros de las empresas, obtenidos a su vez del sitio web de la BMV (2022).

Gráfico 1 Desempeño de variables (promedio) empresas muestra.



Fuente: Elaboración propia, con datos de la Tabla 1, (2022).

El gráfico 1 muestra el comportamiento y tendencia del promedio de cada una de las variables de las empresas consideradas en la muestra utilizada en este trabajo, y han servido para realizar el estudio estadístico.

Los promedios de las variables de las 24 empresas mostrados en la Tabla 1 han servido también para realizar un análisis estadístico.

En la segunda fase se utiliza un software estadístico, para este caso STATA el cual sirve para realizar un modelo que nos permite obtener un análisis descriptivo de los datos obtenidos por medio de datos de panel para poder aplicar una regresión múltiple.

Otro aspecto importante de esta investigación es un estudio explicativo, debido a que los resultados obtenidos nos permiten aportar conclusiones con respecto a los efectos que la reforma fiscal del 2014 tuvo sobre las empresas que conforman el IPC y sobre todo cual es el impacto que ésta tuvo en el diseño y establecimiento de sus políticas de dividendos.

## 6.2 Modelo aplicado a las variables generadas.

Con los datos obtenidos de la muestra IPC, se eligieron las que consideramos más importantes para generar el siguiente modelo empírico, mismo que se ha utilizado para describir los efectos de la reforma fiscal del 2014 y que permitió encontrar lo siguiente:

$$SHPipc_{it} = \alpha + \beta_1 Exchange Rate_t + \beta_2 Reforma_t + \beta_3 L.Divp_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 CAR_{it} + \beta_6 L.TAXSH_{it} + \beta_7 RPD_{it} + \varepsilon_{it}$$

### Dónde:

$\alpha$  = es la constante de la regresión múltiple.

$SHPipc_{it}$  = es el precio de la acción de cada una de las emisoras  $i$  por año del periodo analizado  $t$

$Exchange Rate$  = es tipo de cambio durante los 8 años del periodo de análisis para esta investigación de la muestra.

$Reforma$  = es la variable reforma fiscal del 2014, que en este modelo es una variable dicotómica, representada con 0 para los años anteriores a la reforma (2009, 2010, 2011, 2012, 2013) y 1 para el año de entrada en vigor 2014 y los años posteriores 2015 y 2016.

$L.Divp_{it}$  = es el dividendo pagado rezagado por cada año de las emisoras durante el periodo (2009 al 2013).

$ROE_{it}$  = es el indicador de rendimiento sobre el capital de cada año de las emisoras  $i$  por año del periodo analizado  $t$ .

$CAR_{it}$  = es la variable Cumulative Abnormal Return, por sus siglas en inglés; retorno anormal esperado de cada una de las emisoras  $i$  por año del periodo 2009 al 2016  $t$  de la muestra.

$L.TAXSH_{it}$  = representa la cantidad de impuestos pagados por acción de la muestra  $i$  por año del periodo analizado  $t$  con carácter rezagado.

$RPD_{it}$  = Reforma por Dividendos; es la variable que representa el efecto de los dividendos por emisora  $i$  por año del periodo analizado  $t$ .

$$\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$$

El modelo, permitió someter las variables a un análisis de regresión múltiple con efectos fijos, para visualizar el efecto de la reforma fiscal del 2014 en el periodo de análisis.

Tabla # 3 Efecto de los Dividendos en el precio de las acciones, 2009-2016.

Efectos Fijos	Número de observaciones =	168
Variable del grupo: Sector	Número de grupos =	24

R <sup>2</sup> : within =	0.3249
between =	0.5911
overall =	0.4924

Nombre de la Variable	Coeficiente (Estadístico T)	P >   t
Tipo de Cambio	2.669418 (1.15)	0.254
Reforma	21.15554 (1.87)	0.064 *
Rezago del Dividendo	5.620881 (3.23)	0.002 ***
ROE	179.1619 (2.99)	0.003 ***
CAR	-0.3734234 (-0.01)	0.993
Impuestos por acción	9.179529 (4.33)	0.000 ***
Interacción de Reforma y Dividendos	-5.643851 (-2.16)	0.032 **
_cons	-15.87999 (-0.52)	0.606

Nota: (\*) Significancia al 10%; (\*\*) Significancia al 5%; (\*\*\*) Significancia al 1%

Fuente: Elaboración propia, con datos obtenidos de los Estados Financieros de las empresas, obtenidos a su vez del sitio web de la BMV (2022), mediante el software STATA 12.

Efecto de las Políticas de Dividendos en el precio de las acciones de las emisoras = 5.62  
Efecto total de los Dividendos y – 5.64 Efecto de Dividendos después de la entrada en vigor de la reforma fiscal del 2014 en México.

#### 6.4 Interpretación de coeficientes.

En la tabla 3 se observa el efecto de las variables en el precio de la acción para el periodo de estudio (2009-2016). La R<sup>2</sup> del modelo de regresión con efectos fijos es de 0.325, lo que muestra un buen ajuste de las variables. Para el coeficiente Tipo de cambio, esta variable no es significativa en este modelo por lo que no tiene un efecto importante.

Un dato interesante es el efecto de la variable dicotómica Reforma, que muestra un nivel de significancia del 6.4% con un efecto positivo, es decir, el precio de la acción después

de la reforma fiscal del 2014 ha sido positivo, éste es más un efecto global y no relacionado con la política de dividendos, mismo que se identificó con una variable adicional.

Para el coeficiente de los dividendos pagados por acción de la muestra (los cuales se presentan rezagados, debido a que corresponden a un ciclo fiscal anterior), cuenta con un nivel de significancia al 1% con un efecto positivo, lo que explica que por cada peso de incremento en el pago de dividendos de un periodo anterior, aumenta \$5.62 pesos el precio de la acción del periodo posterior. Por lo que existe una asociación positiva entre el precio los precios de las acciones y el pago de dividendos.

En lo que respecta a la interacción de la reforma fiscal y el pago de dividendos, se encontraron resultados negativos, en la misma magnitud que el efecto total de los dividendos sobre el precio de las acciones. Dicho de otra forma, el efecto de los dividendos posterior a la reforma fiscal de 2014 es la suma entre el efecto global de los dividendos y el efecto de la interacción, como se muestra en la siguiente ecuación:

$$\frac{\partial SHP_{ipc}}{\partial Dividendo} = \beta_3 + \beta_7 Reforma$$

La derivada muestra que el efecto sobre los dividendos posterior a la reforma fiscal es igual a  $\beta_3$  antes de la reforma, y  $\beta_3 + \beta_7$  después de la reforma fiscal. Por lo que, pasa de 5.62 a -0.02; es decir, el efecto de los dividendos se “diluye” por la reforma fiscal de 2014. Si bien esto es positivo, su fuerza se vio debilitada después de la reforma, es decir, este efecto fue “neutral” en los precios de las acciones.

Para el coeficiente ROE<sup>3</sup>, rendimiento sobre el capital, el nivel de significancia es de  $P < 0.001$  esta variable muestra la afectación al precio de las acciones y resulta significativa porque cada vez que aumenta en 0.01 el precio de la acción se incrementa en \$179.17 de esta forma, la política de dividendos tiene influencia positiva sobre y el valor de las empresas.

El coeficiente CAR<sup>4</sup>, que es el rendimiento anormal esperado, según el análisis muestra que esta variable no fue afectada por la reforma fiscal del 2014.

Para el coeficiente de Impuestos pagados por acción rezagados, L.TAXSH<sup>5</sup>, muestra un nivel de significancia de  $P < 0.001$  lo que se puede interpretar de la siguiente manera: cada que aumenta \$9.18 el precio de la acción se incrementara \$1 peso de impuesto a la acción del ciclo fiscal anterior.

Con estos resultados se puede ofrecer evidencia sobre la existencia una relación positiva y significativa entre el pago de dividendos y el precio de las acciones. Un punto importante es que la reforma fiscal afectó de manera importante la influencia de los dividendos en los precios de la acciones, de manera global, el valor de las empresas no se vio disminuido después de 2014.

---

<sup>3</sup> ROE: razón financiera que sirve como indicador del rendimiento sobre el capital.

<sup>4</sup> CAR: retorno anormal esperado de cada una de las emisoras de la muestra analizada.

<sup>5</sup> L.TAXSH: Impuestos pagados por acción rezagados.

## 7.- Resultado y discusión

Con base a los resultados obtenidos se puede decir que se encontró evidencia de lo que realmente sucede en el mercado mexicano, mismos que explicamos a continuación:

- 1) En el comportamiento de las tasas de ISR<sup>6</sup>, se observa que las empresas pagaban hasta el año 2014 entre el 24 y 26%. También se aprecia que en el año previo a la reforma fiscal (2013) las empresas tuvieron la tasa más baja (24%).
- 2) La reforma fiscal tuvo un impacto negativo, esto se ve reflejado en el monto pagado por concepto de impuesto sobre la renta (ISR) este rubro tuvo un incremento a partir de 2014 llegando al 33% en el año 2015, pero el año 2016 hay una reducción quedando en el 30%, lo que puede deberse a las estrategias fiscales que diseñaron las emisoras para aminorar el efecto de la reforma fiscal antes mencionada, por lo que se intuye que efecto está relacionado con la “Teoría de la preferencia fiscal”.
- 3) Se puede observar que las empresas analizadas en este trabajo estaban realizando pagos vía dividendos anuales hasta el año 2013, pero tras el anuncio de la reforma algunas empresas decidieron reaccionar anticipadamente pagando dividendos en diciembre del 2013 y así evitar el pago el año 2014, otras tomaron un camino diferente, decidieron no pagar dividendos en 2014 en este último caso fueron la mayoría y en el 2015 empezaron a realizar pagos por dicho concepto manteniéndolo hasta el 2016. Un dato relevante es que el pago de dividendos casi desapareció en la muestra de empresas que se analiza en este trabajo, el promedio disminuye de 2.24% a 0.66%.
- 4) El comportamiento accionario, muestra que en el año 2013 hubo una disminución del precio promedio de las acciones, pero el 2014 aparece un ligero incremento de las mismas, ese incremento cobro fuerza los años 2015 y 2016. Este tipo de tendencia permite afirmar que existe una relación causa-efecto en esta variable cuya influencia la reforma fiscal que junto a las políticas de dividendos que provocaron la disminución del precio de la cotización bursátil en los años 2013 y 2014.
- 5) El indicador de rendimiento sobre los activos ROA<sup>7</sup> tuvo una afectación por parte de la reforma fiscal de 2014, el resultado encontrado fue que a partir de 2014 inicia una disminución de la rentabilidad y esto permanece hasta el 2016.
- 6) Con respecto al rendimiento sobre el capital, se observa una disminución de este indicador, esto puede ser porque los inversionistas decidieron no realizar ningún tipo de inversión y al no aportar al patrimonio a las empresas, se detectó una pequeña disminución de los años 2013 al 2014.
- 7) Para la variable EBITDA<sup>8</sup>, aparentemente no muestra ningún efecto de la reforma fiscal del 2014, ni por las políticas de dividendos ni por el tipo de decisiones de financiamiento.
- 8) Los Flujos de Efectivo Operativos, muestran que disminución durante el año 2013 y después aparece un repunte en los años 2015 y 2016 y dicha tendencia se mantiene, sin embargo, esta disminución no necesariamente obedece a los efectos producidos

---

<sup>6</sup> ISR: impuesto sobre la renta.

<sup>7</sup> ROA: Razón financiera que sirve como indicador del rendimiento sobre los activos.

<sup>8</sup> EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, por sus siglas en ingles.

por las variables analizadas en este estudio como son reforma fiscal o cambios en las políticas de dividendos.

- 9) Las Utilidades Netas, en este indicador se puede ver de forma clara el efecto de reforma fiscal y políticas de dividendos de las empresas analizadas ya que tuvieron una disminución en las utilidades netas en el año 2013, que se agravó en el 2014 y para el año 2015 se observa una recuperación con tendencia creciente en 2016.
- 10) Los impuestos por acción muestran que disminuyen durante los años 2012 a 2014 y en 2015 a 2016 tienen un alto crecimiento, esto porque al aumentar las utilidades de las empresas, aumenta el pago de impuestos, lo que hace que el ratio de ISR por acción aumente, este es un dato muy importante ya que demuestra que el número de acciones permaneció sin cambios.
- 11) Con respecto a la variable CAR se puede observar que del año 2009 al 2010 resultó negativo y en el año 2011 se elevó al 16% en el año 2012 llegó a 0.12 es decir menos del 1%, en el 2013 subió al 22% en el 2014 volvió a descender al 8% y a partir de ese año inicio un crecimiento moderado durante los años 2015 hasta al 12% en 2016 y se concluye que este indicador si fue afectado tanto por las variables analizadas como el rendimiento del mercado.

## 8.- Conclusiones

Este estudio aporta evidencias importantes sobre la relación entre las políticas de dividendos y la reforma fiscal impuesta por el gobierno del presidente Enrique Peña Nieto el año 2014, además se puede observar el impacto en las empresas que cotizan en BMV, que fue negativo según los resultados obtenidos en este trabajo de investigación.

Para el 2014, los pagos de impuestos por acción fueron menores, pero los años 2015 y 2016 los pagos por dicho concepto aumentaron. Del mismo modo el promedio de utilidades antes de impuestos disminuyó en los años 2013 y 2014, recuperándose en el año 2015 e incrementándose en el año 2016, es decir, la reforma fiscal en México no provocó la disminución de dichos impuestos, la disminución puede atribuirse a que en los periodos antes mencionados, las utilidades de las emisoras tuvieron una disminución.

La información estadística obtenida en este estudio, muestra que los pagos realizados vía dividendos han sido constantes a excepción del año 2014, en ese año en específico la gran mayoría de las compañías cotizadas en la BMV, decidieron no realizar dicho pago de dividendos, por otro lado, algunas de ellas lo hicieron anticipadamente desde el año 2013. Pero al conocer el contenido de la reforma, realizaron estrategias y el año 2015 reiniciaron el pago de dividendos, por lo que la "Teoría del pájaro en mano" se aplica en el mercado mexicano.

El pago de dividendos tuvo un impacto mayor en el precio de las acciones porque las empresas mantuvieron su política de dividendos. "Existen Evidencias empíricas que indican que los cambios en las políticas de dividendos influyen en los precios de las acciones" (Moyer, 1998). Lo que significa que las empresas reparten dividendos de forma estable, de este modo, los mercados y los inversionistas de las organizaciones pueden interpretar esta información de forma que se están generando buenas utilidades lo que estimula la compra de acciones a un mayor precio y dicha demanda provoca que el precio de los títulos se

incremente, esto es algo bueno en los mercados bursátiles, por lo que la “Teoría de las expectativas” está presente en este periodo de tiempo en las empresas que cotizan en la BMV.

Un punto importante a resaltar es la relación que guardan los dividendos y el valor de la empresa que para el periodo de análisis resultó positiva, esto como consecuencia del decreto de las empresas de cantidades por acción más atractivas que representan una parte de las utilidades generadas por las emisoras, y el resto la mayor parte de las ganancias se retienen ocasionando un aumento del capital contable de la organización. También se encontró que las utilidades retenidas y capital contable tienen un crecimiento constante cada año.

Los resultados del modelo econométrico, permite observar que las políticas de dividendos sí afectaron el valor de las empresas y los flujos de efectivo durante el periodo analizado de este modo la teoría de Gordon es válida para el caso mexicano, confirmando que los dividendos si son un factor a considerar para la generación de estrategias financieras que permitan maximizar la riqueza de la empresa y de los accionistas. Por lo tanto se comprueba la hipótesis de que la entrada en vigor de “La Reforma fiscal entrada en vigor en México en el año 2014 tiene efectos negativos en los flujos de efectivo y el valor de las acciones de las empresas cotizadas en la BMV, por las políticas de dividendos en las empresas y los impuestos corporativos”.

El contexto en el que se analizó la muestra de empresas de la BMV, tiene distintas coincidencias con las teorías de Miller y Modigliani y Mayron Gordon, algunos puntos importantes son los siguientes: 1) el caso mexicano es un mercado perfecto ya que proporciona información simétrica a todos los usuarios de instrumentos financieros y el público en general puede conocer la información publicada por la BMV. 2) ambas teorías tienen cabida ya que por un lado no se cumple el supuesto de ausencia de impuestos, costos de agencia y los costos por transacción siempre están presentes.

Como punto central de esta investigación se observa que las dos teorías antes mencionadas convergen en el mercado mexicano ya que existe una aplicación de ambas posturas por parte de las empresas analizadas, esto es un dato importante ya que no se puede desechar ninguna de ellas, como lo demuestra el reparto de dividendos y la acumulación de utilidades para incrementar el patrimonio de la organización, de esta forma el valor de las emisoras se incrementa.



## Referencias

- Aguilar F. "Nuevo Regimen Fiscal de los Dividendos" *El Financiero*, México, (7 de abril del 2014). <https://www.elfinanciero.com.mx/opinion/imcp/nuevo-regimen-fiscal-de-dividendos-3/>
- Arroyave, E. T., y Diego, C., "Rendimiento ex-dividendo como indicador de eficiencia en un mercado emergente : caso colombiano 1999-2007" *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 2012, 17 (33), pp.38-47. [http://www.scielo.org.pe/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S2077-18862012000200006](http://www.scielo.org.pe/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2077-18862012000200006)
- Ayers, B. C., Cloyd, C. B. B., y Robinson, J. R. (2000). "The Effect of Shareholder-Level Dividend Taxes on Stock Prices: Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993" *SSRN Electronic Journal*, 2000, pp.933-947. <http://doi.org/10.2139/ssrn.246991>
- Badenhorst, W. M. "Tax preferences, dividends and lobbying for maximum value" *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 2017, 20 (1), pp. 1-10, ISSN: 2222-3436. <https://doi.org/10.4102/sajems.v20i1.1476>
- Bernard, E., Rivera, B. De, Marçal, E. F., y Mackenzie, U. P. "Modelo de valor presente entre preços e dividendos com retornos esperados constantes e variantes no tempo : evidências ao nível de empresa a partir da aplicação de painéis não estacionários", 2012, (11), pp. 52-90.
- Brigham, E., y Houston, J. "Políticas de Dividendos, Efecto Clientelar", *Fundamentos de Administración Financiera*, 2001, pp. 599. México, D.F., Primera edición, CECSA, ISBN: 970-24-0039-2
- Chan, C. H., y Lin, M. H., "Imputation tax system, dividend payout, and investor behavior: Evidence from the Taiwan stock exchange" *Asia Pacific Management Review*, 2017, 22 (3), pp.146-158. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2016.12.002>
- Corona, J., y Corona, C. "Impacts of Fiscal Reform on Dividends: Evidence from México" *Accounting & Taxation*. 2019, 11(1), pp.71-81. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3480719](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3480719)
- Dolores, M., y Fernández, R. Fernández J.L. "Teoría de las Expectativas y Cambio Estructural : nueva evidencia en los tipos a corto plazo españoles" *ICE: Revista de economía*. 2005, 827, pp.243-259. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=1709126>
- Flores R. "Análisis Técnico", *La Teoría de Dow: Cómo Ganar en la Bolsa de Manera Consistente*, Independently Published, 2020, pp. 1-73. ISBN 979-8632-189-705
- Gordon, M. J. "Dividends, Earnings, and Stock Prices" *Review of Economics and Statistics*, 1959, 41(2), pp.99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>  
<https://www.jstor.org/stable/1927792>
- Gordon, M. J. "The Investment, Financing and Valuation of the Corporation" *Review of Economics and Statistics*, 1962, 44 (1), pp.37-51. <https://doi.org/10.2307/1926621>  
<https://www.jstor.org/stable/1926621>
- Gutiérrez, M., Yañez, M., y Umaña, B. "Análisis de la política de pago de dividendos en empresas chilenas" *Estudios Gerenciales*. 2012, 28, Issue.123, pp.27-42. [http://doi.org/10.1016/S0123-5923\(12\)70203-6](http://doi.org/10.1016/S0123-5923(12)70203-6)
- Holanda, A. P., y Coelho, A. C. D. "Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro" *Revista de Administração de Empresas*. 2012, 52 (4) pp. 448-463. <http://doi.org/10.1590/S0034-75902012000400007>

- Khan, N. U., Shah, Q. U. A., y Shah, A. "Impact of taxation on dividend policy: Evidence from Pakistan" *Research in International Business and Finance*, 2017, 42, pp.365-375.  
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.157>
- Leforf, F. "El efecto de los conflictos de agencia en las políticas de dividendos a los accionistas" *El Trimestre Económico*, 2008 LXXV, (3). <https://doi.org/10.20430/ete.v75i299.413>
- López, F., & Saona, P. "Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española" *Cuadernos de Economía Y Dirección de La Empresa*, 2007 (10), pp.119–146.  
[http://doi.org/10.1016/S1138-5758\(07\)70085-3](http://doi.org/10.1016/S1138-5758(07)70085-3)
- Seonhyeon K., Jin-yuoung J., y Sung-woo C. "Does Information Asymmetry Affect Dividend Policy? Analysis Using Market Microstructure Variables" *Sustainability*, 2021, 13 (7), pp.3627. <https://doi.org/10.3390/su13073627>
- Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM, 2013) Artículo 16, Fracción I, CÁMARA DE DIPUTADOS DEL H. CONGRESO DE LA UNIÓN, Subsecretaría de Gobernación, 1934, México, [https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144\\_140618.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144_140618.pdf)
- Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM, 2013) Artículo 19, CÁMARA DE DIPUTADOS DEL H. CONGRESO DE LA UNIÓN, Subsecretaría de Gobernación, 1934, (México), [https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144\\_140618.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144_140618.pdf)
- Ley del Impuesto Sobre la Renta (LISR, 2013) fracción XI del artículo 76, CÁMARA DE DIPUTADOS DEL H. CONGRESO DE LA UNIÓN, Última Reforma, DOF:11-12-2013, (México), [https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lisr/LISR\\_orig\\_11dic13.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lisr/LISR_orig_11dic13.pdf)
- Ley del Impuesto Sobre la Renta (LISR, 2013) Artículo 140 Capítulo VIII, CÁMARA DE DIPUTADOS DEL H. CONGRESO DE LA UNIÓN, Última Reforma, DOF:11-12-2013, (México), [https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lisr/LISR\\_orig\\_11dic13.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lisr/LISR_orig_11dic13.pdf)
- Ley del Impuesto Sobre la Renta (LISR, 2013) Artículo 164, CÁMARA DE DIPUTADOS DEL H. CONGRESO DE LA UNIÓN, Última Reforma, DOF:11-12-2013, (México), [https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lisr/LISR\\_orig\\_11dic13.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lisr/LISR_orig_11dic13.pdf)
- Loss, L., y Neto, A. S. "O inter-relacionamento entre Políticas de Dividendos e de Investimentos : estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na BOVESPA". *R. Cont. Fin.–USP*, São Paulo, 2006, (40), pp.52–66. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100005>.  
<https://www.scielo.br/j/rcf/a/yLdLDrxMj3hNmTPtCwfdXfk/>
- Maqueira, C., y Fuentes, O. M. "Dividend policy in Chile, 1993 and 1994" *Estudios De Administración*, 1997, 4 (1), pp.79–112. <https://doi.org/10.5354/0719-0816.1997.56714>  
<https://estudiosdeadministracion.uchile.cl/index.php/EDA/article/view/56714>
- Maqueira V., C., y Moncayo M., I. "Agency Costs and Transaction Costs as Determinants of the Dividend Payment Rate in Chile: Extension" *Estudios De Administración*, 2004, 11 (2), pp.1–26. <https://doi.org/10.5354/0719-0816.2004.56799>  
<https://estudiosdeadministracion.uchile.cl/index.php/EDA/article/view/56799>
- Modigliani, F., y Miller, M. H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" *The American Economic Review*, 1958, 48(3), pp.261–297.  
<http://www.jstor.org/stable/1809766p>
- Moreiras, F., Tambosi, E., y Gallo, F. "Dividendos, Informacáo Assimétrica e Conflito de Agência: comparação entre o novo e o mercado tradicional" *Rev. Adm. (São Paulo)* 2009, 24(2), pp. 126-148.  
[https://www.academia.edu/75416258/Dividendos\\_Informa%C3%A7%C3%A3o\\_Assim%C3%A9trica\\_e\\_Conflito\\_de\\_Ag%C3%A2ncia\\_Compara%C3%A7%C3%A3o\\_entre\\_o\\_Novo\\_eo\\_Mercado\\_Tradicional](https://www.academia.edu/75416258/Dividendos_Informa%C3%A7%C3%A3o_Assim%C3%A9trica_e_Conflito_de_Ag%C3%A2ncia_Compara%C3%A7%C3%A3o_entre_o_Novo_eo_Mercado_Tradicional)

- Moyer, C., McGuigan, J., y Kretlow, W. *Administración Financiera Contemporánea*, Séptima edición, Thompson, México, 2000, pp.534-558. ISBN: 968-7529-76-8
- Perdomo A. "Procedimiento de análisis técnico", *Análisis e interpretación de estados financieros*, Séptima Edición, Ediciones PEMA, México, 2003, pp. 239-240. ISBN: 968-6478-18-3
- Revilla, E. "El nuevo régimen fiscal de los dividendos" *El Economista*. (14 de marzo del 2014)<https://www.eleconomista.com.mx/opinion/El-nuevo-regimen-fiscal-de-los-dividendos-20140314-0004.html>
- Rodríguez, D. "La Batalla de los Dividendos en las sociedades de Capital" 2011, 1(57) pp.201-226. <http://digital.casalini.it/2655021>
- Ross, S. A. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach" *The Bell Journal of Economics*, 1977, 8 (1), pp.23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- San Martín, J. M. "Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context" *Contaduría y Administración*, 2017, 62 (4), pp.1199-1213. <http://dx.doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.006>
- Santos, N. "La política de dividendos y la rentabilidad de los negocios" *Revista de la Facultad de Ingeniería Industrial*. 2008, 11(1), pp.29-36. <https://www.redalyc.org/pdf/816/81611211005.pdf>
- Singhania, M. "Taxation and corporate payout policy" *Vikalpa*, 2006, 31(4), pp.47-64. <https://doi.org/10.1177/0256090920060404>
- Solano, A. "Impacto de la Reforma Fiscal del 2014 en el régimen de dividendos" 2014. <https://docplayer.es/10201361-Impacto-de-la-reforma-fiscal-2014-en-el-regimen-de-dividendos.html>
- Torrez, J. "The Effect of Dividend Tax Policy on Corporate Investment" *Forum Empresarial*, 2006, 11(1), pp.2-15. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=63111101>
- Zou, Y., y Qinghui, B. "The Impact of Dividend Policies and Financing Strategies on the Speed of Firms' Capital Structure Adjustment". *Hindawi: Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2022, pp.1-12. <https://doi.org/10.1155/2022/3209502>