

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS. CASO DE LA COMPAÑÍA DE CEMENTOS ARGOS S.A.

*Néstor Moreno Meza**

INTRODUCCIÓN

¿Es irrelevante la política de dividendos en el caso de una empresa cuyas acciones conservan el favor de los corredores de Bolsa por más de una década?

Para responder a esta pregunta la teoría financiera moderna proporciona un conjunto de conceptos e hipótesis que permiten despejar los interrogantes que plantea la compleja realidad de las decisiones de los accionistas y el comportamiento de los mercados capitales.

El presente artículo resume el trabajo de investigación tendiente a responder la pregunta formulada aquí mediante un estudio de caso centrado en el análisis de la política de dividendos de la compañía de Cementos Argos S.A.

Este caso tiene un interés particular puesto que durante los últimos diez años el comportamiento bursátil de las acciones de esta empresa ha sido destacado por los analistas del mercado de valores en Colombia.

Además, la presencia de esta empresa sigue siendo significativa en 1997 por su volumen permanente de transacciones en las Bolsas de Valores de Bogotá y Medellín.

* Profesor Asistente de la Facultad de Ciencias de la Administración de la Universidad del Valle. Economista especializado en Administración y Finanzas.

Para el desarrollo del tema, el presente artículo se divide en dos partes. En una primera parte se presenta una síntesis de la teoría relevante para el análisis del caso y, en una segunda, se procede a evaluar política de dividendos de la compañía con miras a obtener una conclusión.

TEORÍAS E HIPÓTESIS RELEVANTES

En los últimos cincuenta años la teoría financiera ha acumulado un importante acervo de conocimientos sistematizados que debe servir de punto de partida en cualquier intento de explicar o predecir fenómenos complejos como el comportamiento del mercado de capitales y el problema de la optimización de las decisiones en materia de dividendos. Por ello resulta imprescindible comenzar al menos con una revisión sucinta de las teorías e hipótesis que se hallan en el centro del debate académico acerca de la eficacia de la política de dividendos.

Con la publicación de su famoso artículo en el *American Economic Review* de junio de 1958, Franco Modigliani y Merton Miller despejaron el camino para la realización de una serie de investigaciones en teoría financiera orientadas a demostrar que, previo cumplimiento de ciertos supuestos típicos de un mercado de capitales perfecto y considerando la inexistencia de impuestos y de costos de transacción, la estructura del capital y la política de dividendos de la empresa no presentan relevancia desde el punto de vista de la valoración de la acción por el mercado. Tres años más tarde ratificaron esta opinión en el artículo que estableció la teoría de la irrelevancia de los dividendos (Modigliani, F. y Miller, M., 1961) al argumentar que el valor de una empresa se determina únicamente a través de su capacidad básica de generación de utilidades y a través de su riesgo comercial, es decir, el valor de una empresa depende del flujo neto de fondos generado por sus activos y no de la forma en que este ingreso o flujo neto de fondos se divide entre la porción de *Dividendos* y las *Utilidades retenidas* de la firma. Obviamente que la teoría de M y M se basaba en supuestos que se apartaban de la realidad de los mercados (imperfecciones, impuestos y costos de transacción), pero tuvo la virtud de generar no sólo serios debates sino también trabajos de investigación cada vez más refinados.

En dos artículos publicados en los años siguientes por John Lintner (1969) y Myron J. Gordon (1963), se atacó con vigor el quinto supuesto de la teoría de irrelevancia de los dividendos de M y M, el cual afirma que la política de dividendos no afecta a la tasa requerida de rendimiento de los inversionistas en el mercado de acciones, k_s . Lintner y Gordon discutieron la validez de este supuesto y argumentaron que k_s disminuye a medida que aumenta la razón de pago de dividendos en efectivo porque los inversionistas están menos seguros de recibir las ganancias futuras de capital, que de recibir pagos de dividendos en efectivo. Lintner y Gordon sostuvieron a este respecto que los inversionistas valoran una unidad monetaria de dividendo esperado de una manera más alta que una unidad monetaria de ganancia de capital esperada, dado que el componente de rendimiento en dividendos, DI/P_0 , es menos riesgoso que el componente de crecimiento en la ecuación del rendimiento total esperado por el accionista, $K_s = DI/P_0 + g$.

Los argumentos de Lintner y Gordon se constituyeron en la teoría del pájaro en mano que pretendía interpretar el comportamiento de los inversionistas en acciones frente al riesgo diferente contenido en los dividendos y en las utilidades retenidas. Pero la respuesta de M y M no se hizo esperar al afirmar que K_s es independiente de la política de dividendos, lo cual implica que los inversionistas son indiferentes entre DI/P_0 y g .

Al argumento de Lintner y Gordon, M y M lo calificaron como la "falacia del pájaro en mano" porque, bajo su modelo, la mayoría de los inversionistas planea reinvertir sus dividendos en las acciones de la misma empresa o de empresas similares del mercado y, en cualquier caso, el riesgo de los flujos de efectivo de la empresa a largo plazo para los inversionistas se define tan sólo mediante el nivel de riesgo de sus flujos de efectivo en operación y no a través de su política de pago de dividendos.

Trabajos posteriores en el área de dividendos y tributación no sólo consideraron los efectos sobre las empresas sino también sobre las personas físicas. En 1970, J.M. Brennan expuso la tesis de que, por razones fiscales, los accionistas deberían valorar más los incrementos en el patrimonio que el reparto de dividendos, pero, en 1978, M. Miller y M.

Scholes replicaron que en la mayoría de los sistemas impositivos modernos se incluyen fórmulas para eliminar la llamada “doble tributación” que amenaza los dividendos, ofreciéndose a los inversionistas la alternativa de adoptar estrategias de cartera tendientes a reducir o evadir, incluso, las amenazas de una mayor imposición sobre los dividendos. El mismo Merton Miller, en un polémico artículo publicado en el *Journal of Finance*, en 1977, había llamado la atención sobre los efectos combinados del impuesto de renta aplicado a las sociedades y a las personas físicas en el proceso de valoración de la empresa por el mercado. El “efecto clientela” destacado por Miller ha sido subrayado también como un importante aporte al debate en ulteriores análisis (Azofra y de Miguel, 1988) toda vez que “por ser los tipos efectivos de gravamen función de la renta total obtenida por las personas físicas, cada empresa debiera atraer hacia sí una clientela de accionistas con marcada preferencia por su política de reparto de dividendos” (efecto clientela).

Para la teoría de la agencia, expuesta por Jensen y Meckling en 1976, la repartición de dividendos representa un mecanismo de control implícito en el contrato de agencia que suscriben los accionistas con los administradores de la empresa. La administración de la empresa responde a sus propietarios (los accionistas) con una repartición de dividendos que responda a sus expectativas y a los rendimientos alcanzados y proyectados por la gerencia de la firma.

Otros trabajos en este campo han subrayado, además, la importancia de los dividendos como señales de la gerencia acerca de su estado en un momento del tiempo (situación y perspectivas), así como el papel del dividendo-objetivo (*target dividend*) en el ajuste del nivel de ganancias de la compañía, la recompra de acciones y la táctica de la distribución de dividendos representados en acciones.

LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DE CEMENTOS ARGOS S.A.

Con la información financiera y bursátil disponible en este momento es posible reconstruir los lineamientos y patrones de la política de dividendos aplicada por la administración de una empresa cuyas acciones

se han caracterizado por una activa participación en el mercado y un marcado favoritismo de los corredores de Bolsa en Colombia.

PERFIL DE LA EMPRESA

La Compañía de Cementos Argos S.A., es un gran productor de cementos en el país, tiene su sede en la ciudad de Medellín, la segunda ciudad industrial del país, y fue fundada en el año de 1936.

Al iniciarse el ejercicio de 1996 la compañía contaba con un total de activos cercano a los US\$30 millones y unos ingresos por concepto de dividendos y participaciones que oscilaban alrededor de los US\$70 millones de dólares. Creada inicialmente como una unidad productiva de tipo manufacturero, la sociedad de Cementos Argos se ha convertido con el tiempo, casi en un "holding" con su participación en 39 compañías vinculadas a lo que se denomina "el sindicato antioqueño". Además, la sociedad liquidó en 1985 utilidades netas de US\$85 millones y las mismas ascendieron a US\$92 millones.

Se estima que, en la actualidad, el conjunto del sindicato antioqueño se ha convertido en un poderoso grupo económico que controla una facturación anual cercana a los US\$5.000 millones de dólares mediante una estructura de participaciones cruzadas poco común en América Latina. Además, la puesta en marcha en 1990 de las reformas económica y financiera ha sometido a prueba la solidez del grupo frente a la inversión y la competencia extranjeras, con resultados que se estiman favorables toda vez que una quincena de firmas del exterior ya habían firmado convenios y constituido consorcios con sociedades del Sindicato; entre las extranjeras se cuentan H.J Heinz y Kimberly-Clark Corp.

El sindicato antioqueño participa en un buen número de sectores de la producción como cementos, seguros, chocolates, tabaco, café, carnes congeladas, supermercados, etc., y tiene inversiones, inclusive, en países vecinos.

Cementos Argos, por su parte, tiene inversiones en empresas del mismo sector cementero y en otras actividades como las finanzas, los seguros, textiles, etc. Cuenta con una nómina de 351 trabajadores, 9.043 accionis-

tas y una base de 162.775.608 acciones comunes en circulación al iniciar el año de 1996.

ESTRUCTURA DE CAPITAL

El Cuadro No. 1 permite apreciar la evolución del activo, pasivo y patrón de financiamiento de la empresa en un período representativo que cubre la última década.

CUADRO No. 1

COMPAÑÍA DE CEMENTOS ARGOS S.A.
EVOLUCIÓN DEL ACTIVO Y DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL
1986-1995
(\$ en millones)

AÑOS	TOTAL ACTIVO A DICIEMBRE 31	TOTAL PASIVO (D)	PATRIMONIO ACCIONISTAS (K)	RELACIÓN D/K
1986	\$12.589	1.154	11.435	0.1009
1987	19.424	1.522	17.902	0.0850
1988	28.856	2.063	26.793	0.0770
1989	55.999	2.216	53.783	0.0412
1990	104.188	3.684	100.504	0.0367
1991	207.490	4.077	203.413	0.0200
1992	448.760	5.591	443.169	0.0126
1993	754.424	9.233	745.191	0.124
1994	1.293.557	10.150	1.283.407	0.0079
1995	1.012.484	15.718	995.766	0.0168

Fuente: Compañía de Cementos Argos S.A.

Como se advierte desde el primer año de la serie (1986), la estructura de capital en Cementos Argos privilegia en alto grado el financiamiento con fondos propios y esta tendencia es nítida a lo largo de todo el período. Por ello, la relación Deuda/Capital Propio (D/K), que se había iniciado con un bajo nivel para una compañía de estas proporciones (0.1009), se contrajo sin interrupción hasta 1994 (cuando alcanzó una magnitud de 0.0079) y concluyó con un reducido nivel de 0.0168 en el año de 1995. Lo

cual indica que Cementos Argos S.A. aplica una estricta política de financiamiento con fondos propios que excluye el endeudamiento y el apalancamiento financiero como estrategias *para maximizar la riqueza de sus accionistas*.

En vista de su posición como empresa "holding", y dadas las condiciones tributarias bajo las que operan las sociedades en Colombia -donde se aplica el principio que elimina la doble imposición en la liquidación de sus rentas-, no debería sorprender esta estructura de capital atípica que otorga una gran autonomía financiera y permite mantener el control de las inversiones del grupo alejando el peligro de tomas (*raids*) por parte de extraños.

El bajo nivel de impuestos sobre la renta que se liquida en los estados financieros de Cementos Argos confirma las exenciones aplicables a los ingresos por dividendos y participaciones, que constituyen la mayor parte de su renta. En los últimos tres años la sociedad pagó un impuesto de renta equivalente al 2% de sus ganancias y no la tasa normal del 35% que grava las rentas en general.

RENTABILIDAD DE LOS ACCIONISTAS

Para estimar el posible efecto de la política de dividendos sobre el valor de la empresa, conviene detenerse un poco en los cálculos de rentabilidad adecuados para una empresa que opera en un contexto económico como el colombiano.

A este respecto resulta importante distinguir entre las tasas de beneficio o utilidad de los accionistas en Bolsa. En el primer caso se trata de calcular los rendimientos a partir de los registros de contabilidad de la empresa y, en el segundo, de cuantificar las ganancias o rentabilidad obtenida por los dueños de las acciones en sus transacciones en la Bolsa de Valores. Como es obvio, la rentabilidad del mercado de las acciones negociadas en Bolsa no sólo toma en consideración los resultados contables sino que incorpora la estimación de los analistas de inversiones acerca del riesgo y las perspectivas futuras de los negocios de la empresa.

El cálculo y la comparación de ambos tipos de rendimientos (contables vs. bursátiles) resultan esenciales en razón de la cuantificación que ofrecen acerca del aumento o la reducción de la riqueza de los accionistas y de los efectos de las decisiones financieras sobre éstas.

A fin de calcular el rendimiento de la inversión a partir de los registros contables de Cementos Argos S.A., resulta adecuado utilizar como base el llamado Valor Intrínseco de la Acción (definido como la razón existente entre el valor del Patrimonio de los accionistas y el número de acciones en circulación) y despejar la tasa de capitalización anual promedio para el período 1986-1995 (en el cual $n=9$ años). Como sabemos que el valor intrínseco de la acción era de \$280,99 al cierre del 31 de diciembre de 1986 (Ver Cuadro No. 4 al final) y que el mismo valor era de \$6.117,42 en diciembre de 1995, según los estados financieros, podemos decir que, exceptuando los efectos de los pagos de dividendos en efectivo -los cuales se analizan más adelante- \$1,00 de la inversión en libros de 1986 se había convertido en \$21,77 al concluir el año de 1995. Esta cifra es el resultado de dividir el valor futuro por el valor presente (F/P), lo que nos permite despejar la tasa de beneficio con la ayuda de la fórmula del interés compuesto:

$$i_{\text{anual}} = (F)^{1/9} - 1 = (21.77)^{1/9} - 1 = 0.408$$

De donde se deduce que la tasa de capitalización del patrimonio de los accionistas (contable) es del 40.8% anual promedio, es decir, *superior a la tasa media del mercado financiero para los depósitos a corto plazo en este período.*

Procediendo en idéntica forma con el valor de la acción en la Bolsa de Valores se tiene que su cotización pasó de \$205.34 en diciembre de 1986, a un nivel de \$6.114,51 por acción en el cierre de diciembre de 1995. Despejando, entonces, la tasa de capitalización anual de misma ecuación, se tiene:

$$i_{\text{anual}} = (F)^{1/9} - 1 = (29.78)^{1/9} - 1 = 0.458$$

Lo que equivale a una tasa de capitalización de 45.8% anual en la Bolsa, *superior al promedio obtenido en libros (contable).* No obstante,

a partir de 1995 el sector productor de cementos en Colombia entró en una fase de recesión como consecuencia de la contracción de la actividad constructora (-13.5%) en el país, que se reflejó claramente en las ventas y las utilidades de la industria en 1995 y 1996 (ver estados financieros y Cuadro No. 3).

Por su parte, la cotización de Cementos Argos en la Bolsa de Valores descendió de un nivel de \$ 6.114,51 al finalizar 1995, hasta situarse en un valor de \$5.263,21 por acción al cierre de 1996. Sin embargo, al concluir el mes de marzo de 1997, la misma acción se negociaba en Bolsa a un precio de \$ 7.800.00 que sugiere la solidez de la empresa y las ventajas de su política de diversificación de inversiones en el marco del sindicato antioqueño.

El Cuadro No. 2 presenta el cálculo de la rentabilidad anual de la acción de Cementos Argos negociada en Bolsa al finalizar las actividades bursátiles de los años 1986-1996. Este cálculo toma en consideración las cotizaciones de cierre anual en cada uno de los ejercicios pero incorpora el valor porcentual de los dividendos en efectivo reconocidos a los accionistas en los años de la serie.

Finalmente, el porcentaje de rentabilidad efectiva anual se obtiene al sumar las partidas correspondientes a valorización/(desvalorización) de la acción y los dividendos percibidos, y dividir el resultado por el valor unitario del título al concluir el ejercicio anterior.

CUADRO No. 2

COMPAÑÍA DE CEMENTOS ARGOS S.A. CALCULO DE LA RENTABILIDAD POR ACCIÓN EN BOLSA 1986 - 1996

AÑOS	VALORIZACIÓN/ DESVALORIZACIÓN %	DIVIDENDO EN EFECTIVO %	TOTAL %
1986	129.3	18.9	148.2
1987	49.5	10.0	59.5
1988	34.8	8.5	43.3
1989	200.9	9.3	210.2
1990	(24.1)	2.6	(21.5)
1991	163.7	4.8	168.5
1992	125.4	2.6	128.0
1993	(16.8)	1.4	(15.4)
1994	59.3	1.6	60.9
1995	(17.8)	1.6	(16.2)
1996	(13.9)	2.7	(11.2)

Fuentes: Boletín de la Bolsa de Bogotá e Informes de Cementos Argos S.A. Cálculos del Autor.

Nota: Los porcentajes han sido calculados sobre el valor de la acción en Bolsa al fin de diciembre del ejercicio inmediatamente anterior.

A partir de la información contenida en el Cuadro No. 3 es posible realizar también los cálculos estadísticos de rigor para analizar el comportamiento de acción de Cementos Argos en el mercado de valores. Dado el tamaño de la serie (11 observaciones) fue preciso proceder con la estimación de la media recortada (XT), excluyendo los valores atípicos (*outliers*) que distorsionan los resultados, obteniéndose así las magnitudes que aparecen a continuación:

Mediana (Me)	=	59.5
Media recortada (XT)	=	58.9
Desviación típica (sT)	=	62.5
Coeficiente de variación	=	1.06

Como se observa en el conjunto del resultado, la media de la serie ajustada se aproxima bastante al valor de la mediana y ambas magnitudes se comparan favorablemente con el costo de oportunidad representado por la tasa de interés del mercado en los últimos diez (10) años (31.3%

anual) y con la tasa de rendimiento contable calculada previamente (40.8% anual).

Se tiene entonces como conclusión parcial de este punto que *la rentabilidad de los accionistas de Cementos Argos durante el período 1986 - 1996 fue, EN PROMEDIO, superior a las utilidades registradas en libros (contables) y, por consiguiente, su riqueza sí aumentó en términos nominales y reales* (descontada la inflación promedio del 24.8% anual durante el período en mención). No obstante, es preciso subrayar que la alta rentabilidad se acompaña en este caso de una alta volatilidad como lo demuestra el coeficiente de variación obtenido (1.06).

LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN LA PRÁCTICA

El Cuadro No. 3 contiene la serie de dividendos repartidos por Cementos Argos en la última década y su lectura proporciona importantes elementos de análisis que hacen factible la evaluación de esta política a la luz de las teorías y de las hipótesis disponibles en este campo de las finanzas empresariales.

Según se observa, el valor total de los dividendos distribuidos por acción aumentó en términos generales con cierta regularidad. Debe señalarse también el porcentaje de incrementos que coincide con los años recientes de crisis industrial (1994-1996).

Otro elemento que conviene destacar en la serie es el pago reiterado (en cinco ocasiones) de dividendos bajo la forma de aumentos en el valor nominal de las acciones (equivalentes a dividendos pagados en acciones o "stock dividends"). Las sumas distribuidas bajo este último concepto fueron bastante significativas en los ejercicios recientes (1995-1996), cuando se acentuó la crisis de la construcción y de la industria productora de cementos en el país. Como se sabe, este tipo de dividendos no constituyen en realidad un ingreso efectivo percibido por los accionistas ni deberían tener efectos sobre la cotización del título en la Bolsa de Valores.

CUADRO No. 3

COMPAÑÍA DE CEMENTOS ARGOS S.A.
SERIE DE DIVIDENDOS REPARTIDOS POR ACCIÓN
1986 - 1996

AÑOS	PAGADO EN EFECTIVO	PAGADO EN AUMENTO DE VALOR NOMINAL	PAGADO EN EFECTIVO DEFLACTADO POR EL IPC
1986	\$ 16.95		16.95
1987	20.55		16.75
1988	26.10	5.00	16.43
1989	38.40	10.00	19.17
1990	64.50		24.32
1991	90.00		26.76
1992	132.00		31.38
1993	310.00		60.12
1994	306.00	20.00	48.40
1995	480.00	100.00	62.32
1996	672.00	120.00	73.13

Fuentes: Compañía de Cementos Argos S.A., Estados Financieros e Informes. Cálculos del autor.

Nota: El dividendo deflactado se expresa en pesos de 1986. Las acciones en circulación se duplicaron en 1990 y 1993 al dividirse por dos y decretarse un dividendo extra.

Paralelamente se observa que los dividendos pagados en efectivo y ajustados por el índice general de precios al consumidor (IPC) ratifican la percepción que se tiene a primera vista y, en el conjunto de los flujos de dividendos, revelan una realidad económica favorable, puesto que los valores reales (descontada la inflación) reconocidos a los accionistas, se situaron generalmente por encima de su nivel original de 1986 (\$16,95) y sólo en 1987 y en 1994 descendieron. Es decir, que la administración de la empresa tuvo como meta la defensa y el incremento del valor real del dividendo reconocido en efectivo.

Lo anterior nos coloca en la vía para responder a la pregunta de si la política de dividendos ha contribuido o no al aumento de la riqueza de los accionistas en el período estudiado.

A este respecto, el Cuadro No. 4 permite allegar mayores indicios acerca de las relaciones existentes entre la política de dividendos y los precios de las acciones en Bolsa. Como se observa, en el largo plazo (1986-1996) la evolución del precio en Bolsa ha tendido a favorecer los intereses de los dueños de las acciones, lo que se refleja en la mejor relación de la cotización vs. valor de la acción en libros (Q de Tobin). Esta mejora es bastante sensible a partir del años de 1989 cuando el índice alcanzó una magnitud de 0.994 frente al nivel del año base de 1986, que fue de 0.73; a partir de 1989, con sólo dos excepciones, los ejercicios anuales se han saldado con unos índices favorables a la valoración de Cementos Argos por el mercado bursátil.

CUADRO No. 4
COMPAÑÍA DE CEMENTOS ARGOS S.A.
VALOR DE LA ACCIÓN, Q DE TOBIN Y DIVIDENDO REAL
1986 - 1996

AÑOS	VALOR INTRÍNSECO POR ACCIÓN A DIC. 31	VALOR EN BOLSA POR ACCIÓN A DIC. 31	Q DE TOBIN (VBA)/(VIA)	DIVIDENDO REAL (DEFLACTADO)
1986	\$ 280.99	\$ 205.34	0.73	\$ 16.95
1987	439.91	306.89	0.70	16.57
1988	658.40	413.78	0.63	16.43
1989	1.321.65	1.244.90	0.94	19.17
1990	1.234.88	944.73	0.77	24.32
1991	2.499.30	2.491.28	0.99	26.76
1992	5.445.16	5.614.45	1.03	31.38
1993	4.578.03	4.670.86	1.02	60.12
1994	7.884.52	7.439.79	0.94	48.40
1995	6.117.42	6.114.51	1.00	62.32
1996	6.689.61	5.263.21	0.79	73.12

Fuentes: Boletín de la Bolsa e Informes de Cementos Argos S.A.

Nota: El dividendo real por acción ha sido calculado utilizando como deflactor el IPC de los años 1986-1996. El total de acciones en circulación se duplicó en los años de 1990 y 1993.

Es decir, el aumento en la riqueza de los accionistas, que se manifiesta a lo largo de la serie 1986-1996, *parece guardar relación con la política de dividendos* adoptada por la administración de la empresa en el mismo período.

El coeficiente de Pearson (correlación) para los precios de las acciones y los dividendos pagados es positivo y significativo (+ 0.67).

Finalmente, la serie muestra que la distribución de dividendos ha cobrado mayor importancia en el reciente período de crisis de la industria (1995-1997) y la gerencia de Cementos Argos ha terminado por aplicar una política más agresiva en esta materia, con aumentos significativos en las sumas pagadas a los propietarios por este concepto. Así se explicaría la rápida recuperación en el valor de la cotización de la acción, que a diciembre de 1996 se negociaba en \$5.263 y en marzo de 1997 había alcanzado ya un precio de \$7.800 por acción en Bolsa. En general, el dividendo pagado por la empresa durante los años estudiados aquí representa en promedio un 44.5% de las utilidades registradas anualmente en sus operaciones.

CONCLUSIÓN

La evidencia recogida en este trabajo señala que en el caso de la Compañía de Cementos Argos S.A. podría atribuirse parte del aumento del valor de la empresa a la política de dividendos puesta en práctica durante el período 1986-1996.

Dentro de su gestión financiera la compañía parece mantener el énfasis de la autonomía financiera que le permite un desempeño muy activo en la función de inversión del sindicato antioqueño. Eso se manifiesta claramente en el exiguo nivel de endeudamiento (2% en 1995) y en el amplio portafolio de inversiones (tiene participaciones en 39 empresas al cierre del mismo año). Además, deriva cerca de dos tercios de sus ingresos brutos bajo la forma de dividendos y participaciones en otras sociedades (que en su mayor parte constituyen rentas exentas en Colombia), lo cual hace más improbable la necesidad de acudir al endeudamiento

y al apalancamiento financiero para aumentar la riqueza de los accionistas.

Consistente con el anterior objetivo de autonomía financiera, la administración de Cementos Argos mantuvo dividendos nominales crecientes en la serie analizada y, en lo referente a los dividendos reales (descontada la inflación), la remuneración a los accionistas fue superior a la del año base (1986) en la mayoría de los ejercicios, y al iniciarse la recesión del sector de la construcción (1995) no se alteró la tendencia en las sumas pagadas a los propietarios del capital.

La riqueza de los accionistas de esta sociedad sí se incrementó en promedio a tasas reales superiores al 13% anual, lo cual confirma el supuesto de que en la economía colombiana coexisten altas tasas de inflación, altos riesgos (el coeficiente de variación estimado fue de 1.06), altos intereses y altas tasas de ganancia en las compañías bien administradas.

La mayor valoración de la acción de la empresa en el mercado bursátil parece guardar cierta relación con su política de dividendos, que muestra tendencias similares y también se explica por la apertura financiera a los inversionistas extranjeros, que propició una inflación de los títulos en el mercado nacional en los años anteriores.

De alguna manera, el caso de Cementos Argos parece refutar las tesis de la irrelevancia de la política de dividendos (Modigliani y Miller, 1958 y 1961) pero sólo una ampliación del estudio con una muestra representativa podrá corroborar o negar esta afirmación en forma convincente.

Por último, el dividendo objetivo (*target dividend*) parece situarse en un nivel equivalente al 44.5% de las utilidades de la empresa durante el período analizado y se acerca bastante a la noción propugnada por Lintner en sus investigaciones sobre las empresas norteamericanas.

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- AZOFRA, V. y DE MIGUEL A. "Perfiles de la moderna teoría financiera de la empresa". *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*. Universidad de Valladolid, España, 1988.
- BREALLEY y MYERS. *Principios de finanzas corporativas*. Mc Graw Hill España S.A., Barcelona, España, 1994.
- BERMÚDEZ Y VALENZUELA CORREDORES DE BOLSA. Boletines. BOLSA DE BOGOTÁ. Boletines de fin de año.
- COMPAÑÍA DE CEMENTOS ARGOS S.A. Informes y Estados Financieros.
- DOUMA, Sytse y SCHREUDER, Hein. *Economic Approaches to Organization*. Prentice Hall. United Kingdom. London, 1992.
- JENSEN, M.C. y MECKLING W. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure". *Journal of Financial Economics*, 3 October, 1976.
- MILLER, M. H. "Debt and Taxes". *Journal of Finance*, 32 May, 1977.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. "The Costs of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review*. June, 1958.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". *Journal of Business*. October, 1961.
- VAN HORNE, James. *Financial Management and Policy*. Prentice Hall. Tenth Edition, 1995.
- WESTON, Fred y BRIGHAM, Eugene. *Fundamentos de Administración Financiera*. Mc Graw Hill Interamericana. México, 1994.
- WESTON, Fred y COPELAND, Thomas E. *Finanzas en Administración*. Mc Graw Hill Interamericana S.A. Novena Edición. México, 1995.