

LA RELEVANCIA DE LA NUEVA INFORMACIÓN TRANSMITIDA POR LOS DIVIDENDOS EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL

Castrillo Lara, María Jesús
 Díez Esteban, José María
 López de Foronda Pérez, O.
 Universidad de Burgos

En este trabajo pretendemos contrastar el efecto del contenido informativo de los dividendos en el mercado de capitales español. La decisión de reparto de dividendos constituye uno de los temas más controvertidos dentro de las finanzas empresariales presentándose, en palabras de Black, como un rompecabezas cuyas piezas no acaban de encajar entre sí.

En un mercado de capitales perfectos esta decisión se convierte en una decisión irrelevante para las políticas de inversión de las empresas, tal como demostraron Miller y Modigliani. Sin embargo, el escaso poder predictivo de este modelo, bajo el supuesto simplista de ausencia de imperfecciones hace necesario la búsqueda de nuevas respuestas que permitan acercar los pronósticos de la teoría al comportamiento adoptado por las empresas en materia de reparto.

Uno de los argumentos que ofrece respuesta a la decisión de dividendos es el que atañe al carácter señalizador de los dividendos.

En este sentido, al hilo de las proposiciones que nos sugiere la teoría de la agencia, la política de reparto puede usarse como un vehículo en manos de la gerencia para transmitir información al mercado, en un mundo de asimetrías informativas y donde los internos a la empresa disponen de información privada sobre la marcha de la empresa.

La relevancia de la nueva información transmitida por la señal de los dividendos modificará las expectativas que sobre el valor de las acciones tienen los inversores externos, en el caso de que esta información sea significativa y no haya sido descontada con anterioridad.

Una vez que hemos expuesto el estado de la cuestión, contrastamos empíricamente si los dividendos transmiten nueva información relevante. Para ello, el estudio se centra en el análisis de las reacciones de los precios de las acciones de la Bolsa de Madrid durante el período 1996-1997 ante anuncios de reparto de dividendos publicados por el Boletín de Cotización de la Bolsa de Madrid. Aplicamos la técnica del suceso para comprobar si existen rentabilidades anormales significativa en torno a la fecha exdividendo y los períodos anterior y posterior al anuncio. Las peculiaridades informativas que presentan las empresas del sector bancario nos obliga a realizar el estudio por separado del resto de empresas.

Los resultados obtenidos nos permiten confirmar las tesis de relevancia de la decisión de dividendos ya que se observa la existencia de rentabilidades anormales significativas en el período de publicación de los dividendos a cuenta, tanto en el sector bancario como en el resto de las empresas. Y con ello, podemos admitir la hipótesis del contenido informativo de los dividendos planteada por la teoría de la agencia y su carácter señalizador para los accionistas externos sobre la situación de la empresa y su capacidad para generar nuevos fondos en el futuro.

This research attempts to check the effect of dividend informative content in the Spanish Capital Market. The decision of dividend delivery is one of the most controversial issue that becomes a big puzzle which pieces do not match with each other, as Black says.

PALABRAS CLAVE: Dividendos, teoría de la agencia, señal

KEY WORDS: Dividends, Agency Theory, sign

1. INTRODUCCIÓN

La discusión acerca si la decisión de dividendos transmite o no información al mercado sigue siendo uno de los temas más controvertidos dentro de las finanzas empresariales. Al respecto, las investigaciones empíricas realizadas durante los últimos años no sólo son concluyentes sino que resultan claramente contradictorias.

La consideración de las características reales de los mercados de capitales, hace que el modelo de Miller y Modigliani (1961) tenga escaso poder predictivo, por lo que se hace necesario la

introducción en el análisis de algunas de las imperfecciones del mercado tales como la imposición personal, los costes de transacción, los costes de agencia y la información asimétrica para obtener predicciones consistentes con la realidad. Nos encontramos así con dos posiciones doctrinales diferentes: la hipótesis de neutralidad de los dividendos y la hipótesis de relevancia de los mismos.

Son múltiples las modelizaciones teóricas que explican la relación entre la política de dividendos y el valor de las acciones a partir de una o más imperfecciones del mercado, y de un amplio abanico de soluciones que convierten al tema que nos ocupa en un rompecabezas, en un puzzle cuyas piezas no acaban de encajar perfectamente entre sí – palabras que Black (1976) no vaciló en utilizar en uno de sus trabajos sobre dividendos-.

Uno de los argumentos teóricos para recomponer el puzzle es el que atañe a su contenido informativo y a la posibilidad de la política de dividendos de transmitir información al mercado. En esta línea, la teoría de la agencia percibe la política de dividendos como mecanismo señalizador de los internos a los externos acerca de la capacidad de la empresa para generar fondos en el futuro. En este sentido, el reparto de dividendos puede contemplarse como un medio de atenuar las asimetrías informativas (González, 1995; Espitia y Ruiz, 1996), tanto en su vertiente ex-ante o problemas de selección adversa, como ex-post o problemas de riesgo moral.

Siguiendo esta línea argumental, nuestro trabajo trata de contrastar la hipótesis del contenido informativo de los dividendos. La relevancia de la nueva información que la política de reparto puede transmitir al mercado modificará las expectativas que sobre el valor de las acciones tienen los inversores externos, en el caso de que esta información sea significativa y no haya sido descontada con anterioridad. Numerosos autores se han centrado en este tipo de estudios; destacan entre otros Aharony y Swary (1980), Asquith y Mullins (1983), Woodridge y Ghosh (1991), Kose y Lang (1991), Eades (1985 y 1996), Amihud y Murgia (1997).

Con este objetivo la presente ponencia se articula de la siguiente forma. Además de este apartado introductorio, en el segundo se realiza una sucinta revisión y justificación de las diversas posturas en torno a la política de los dividendos. A partir del epígrafe tercero, se presenta la parte empírica del trabajo planteando las fuentes de información - la base de datos -, la muestra y la metodología de la investigación, en concreto el estudio de sucesos – siendo éste el anuncio público de los dividendos – para contrastar en el mercado de capitales español si se cumple la hipótesis informativa de los dividendos para el período 1996-1997. Posteriormente, se analizan los resultados y se obtienen las conclusiones pertinentes del estudio.

2. UNA REVISIÓN DE LA INVESTIGACIÓN EN TORNO A LA POLÍTICA DE LOS DIVIDENDOS.

La postura tradicional defiende la relevancia de los dividendos y consideran que el valor de las acciones se podía elevar en el mercado si los directivos ofrecían una política de dividendos marcada por un alto ratio de reparto de los beneficios obtenidos. Otros autores han intentado perfeccionar y generalizar el modelo de Gordon, construyendo un nuevo modelo en el que se integran además de las anteriores variables, el ratio de endeudamiento y el presupuesto de capital, ya que el modelo de Gordon hacía abstracción de las deudas.

Frente a esta postura surge el modelo de Miller y Modigliani, que ha sido y es considerado, debido a su rigor científico, un excelente punto de partida para las posteriores investigaciones realizadas. Para estos autores, la única fuente de valor de que dispone la empresa son sus actuales proyectos de inversión, es decir su activo y más concretamente su capacidad para generar beneficio. De este modo, no existe la posibilidad de crear renta, y por lo tanto valor, mediante la política de dividendos, siendo ésta una cuestión indiferente al determinar el valor de las acciones.

La política de dividendos es irrelevante porque no tiene efecto sobre la riqueza de los accionistas en un mundo sin impuestos, información asimétrica o costes de agencia y de transacción. El valor de la empresa depende sólo de la distribución de futuros cash flows procedente de los proyectos de inversión. La clave del argumento de Miller-Modigliani es que las decisiones de inversión son completamente independientes de la política de dividendos. La firma puede pagar cualquier nivel de dividendos que desee sin afectar las decisiones de inversión. Si los dividendos superan los flujos generados por las operaciones, la empresa puede acudir a la financiación externa. La

política de mantener una tasa de reparto no necesariamente afecta a la decisión de inversión. Como Miller y Modigliani reconciliaron estas proposiciones pueden variar en el caso de que los dividendos tengan contenido informativo.

El punto de inflexión que supuso el ya citado artículo de Miller y Modigliani parecía chocar frontalmente con la política adoptada por las empresas en la realidad y no daba una respuesta de por qué las empresas repartían dividendos. En un mercado de capitales perfecto, la política de dividendos sería irrelevante puesto que los dividendos y las ganancias de capital son fuentes de renta perfectamente sustitutivas.

Cuando los mercados de capitales no son perfectos como ocurre en el mundo real – los impuestos, los costes de transacción, los costes de agencia, la información asimétrica – proporcionan argumentos explicativos de las políticas de reparto.

Un argumento explicativo atiende a la existencia de asimetrías fiscales en el tratamiento de los dividendos frente a las ganancias de capital, dado que los dividendos se hallan sujetos a unos tipos de gravamen más elevados, lo que debiera concretarse en una preferencia de los accionistas por la segunda fuente de riqueza²⁴⁶. En este punto, Brennan (1970) aplica por primera vez el modelo CAPM después de impuestos, y concluye que la mayoría de los accionistas prefieren menos dividendos. Además, las empresas, generalmente, al repartir mayor cantidad, también amplían capital para mantener su nivel de financiación propia, teniendo costes de emisión muy altos. Por otra parte, la mayoría de los inversores soportan un tipo impositivo mayor en dividendos que en ganancias de capital. A partir de este trabajo, Black y Scholes (1974) y posteriormente Litzenberger y Ramaswamy aplican también el CAPM para rentabilidades y admiten una fuerte relación positiva entre rentabilidad total esperada antes de impuestos y rentabilidad por dividendos²⁴⁷. Miller y Scholes (1978) consideran que los inversores pueden crearse carteras que permitan neutralizar la mayor imposición de los dividendos frente a las ganancias de capital.

En algunos países, como Estados Unidos, ha desaparecido en su mayor parte la desventaja impositiva de los dividendos, tras el Acta de Reforma de 1986. Esto ha llevado a varios autores a investigar si esta nueva situación impositiva ha hecho cambiar las actitudes de las corporaciones y los inversores hacia los dividendos (véase Robin, 1991; Michaely, 1991; Lamdin, 1993). En Alemania, donde las desventajas impositivas no son tan importantes, Amihud y Murgia (1997) sugieren otras razones aparte de los impuestos para explicar el reparto de dividendos de las compañías.

En el mercado español, Berges (1984) advierte que las acciones con altos pagos de dividendos se hallan penalizadas. La diversa incidencia de los impuestos da lugar a clientelas fiscales en las que los inversores preferirán ganancias de capital y/o dividendos en función de sus distintos intereses.

Otra de las respuestas enfatiza los problemas informativos y contractuales existentes entre los participantes de la organización empresarial. De este modo, tal como demuestran empíricamente Smith y Watts (1995), existe una relación entre las opciones de crecimiento de las compañías y sus políticas de reparto por lo que la decisión de distribución de dividendos puede afectar a las decisiones de inversión – resultados que concuerdan con Gaver y Gaver (1993) y Kole (1992)-. En este planteamiento tienen cabida muchos de los argumentos fundamentados en los problemas de riesgo moral como los centrados en los problemas de selección adversa.

Ante problemas de selección adversa, los dividendos constituyen una señal empleada por los miembros internos de la empresa para transmitir al mercado información creíble sobre la calidad de sus proyectos de inversión (Ambarish, Kose y Williams, 1987; Kose y Lang, 1991; Michaely, 1996). Otros autores –entre ellos Bhattacharya, 1979; John y Williams, 1985; Bernheim, 1991; Bernheim y Wantz, 1995- consideran, sin embargo, que los dividendos carecerían de efecto informativo si no fuese por los mayores tipos impositivos que imponen a los accionistas. Desde una perspectiva teórica, Miller y Rock (1985) demostraron que existe un equilibrio de señalización bajo información asimétrica.

Cuando la información asimétrica origina problemas de riesgo moral, un mayor reparto de dividendos se traduce en un recorte de la discrecionalidad de los directivos sobre los recursos

²⁴⁶ Booth y Johnston (1984) comprueban que en Canadá el mercado prefiere ganancias de capital a los ingresos por dividendos.

²⁴⁷ En el trabajo de Black y Scholes no hay evidencia de que las diferencias en rentabilidad de los dividendos conduzcan a diferencias en rentabilidad total de las acciones

disponibles, sometiendo a éstos a un uso más frecuente del mercado (Rozeff, 1982). De este modo, los accionistas ven con buenos ojos el reparto de dividendos, al converger la conducta de los directivos hacia los intereses de los propietarios de la empresa, de modo que la disminución de los costes de agencia asociada a la distribución de beneficios sea suficiente como para compensar los mayores costes fiscales y de transacción. Por otro lado, el pago regular de los dividendos evita que los poseedores de obligaciones – bonos - ganen frente a los de acciones ya que es posible que varíe el riesgo de la empresa y el impacto que la deuda pueda tener sobre las decisiones de inversión (Easterbrook, 1984).

Para Dewenter y Warther (1997), la menor asimetría informativa y los menores conflictos de agencia de las empresas japonesas frente a las compañías estadounidenses determinan las políticas de dividendos por unas y otras empresas puesto que el contenido informativo de los mismos es menor para los accionistas de las primeras.

En ambos casos los problemas reseñados responden a un mismo fenómeno de asimetría en el reparto de la información por lo que conviene un análisis conjunto de dichos problemas en un escenario más realista a fin de contrastar la hipótesis de que la política de dividendos transmite información relevante al mercado modificando incluso la percepción que los inversores tienen sobre la empresa

3. FUENTES DE INFORMACIÓN:

Las fechas del anuncio y del descuento de dividendos junto con la cuantía de los mismos se obtuvieron del Boletín Oficial de Cotización que publica la Bolsa de Madrid en CDRom. La ventaja de usar este medio frente a otros periódicos con Expansión, Cinco Días o la Gaceta de los Negocios permite observar que el BOC recoge con más antelación y de forma más completa los anuncios de dividendos realizados.

A partir de los datos referentes a las fechas de los anuncios públicos de pago de dividendos, se eliminaron aquellos anuncios cuyas acciones no habían cotizado en las sesiones del período de publicación de los dividendos. También se excluyeron aquellos anuncios que coincidieron con el importe de ampliaciones de capital o con el pago de los dividendos en al menos cinco días, de tal forma que el efecto del anuncio público de pago de dividendos no se viera afectado por el efecto de las ampliaciones de capital o del pago de los dividendos, con lo que el estudio se realiza para 182 anuncios de dividendos en el período 1996-1997.

Se clasificaron estos anuncios distinguiendo dentro de cada tipo, de aumento, disminución o de mantenimiento según sean a cuenta o complementarios y se separaron los correspondientes al sector bancario del resto de empresas, tal como refleja el siguiente cuadro:

CLASIFICACIÓN DE LOS DIVIDENDOS

	A Cuenta	Complementario	Total
BANCOS			
Incrementos	44	19	63
Disminuciones	2	1	7
Mantenimiento	7	4	14
TOTAL	57	23	80
RESTO EMPRESAS			
Incrementos	32	31	63
Disminuciones	8	5	13
Mantenimiento	18	8	26
TOTAL	58	44	102

- los anuncios de disminuciones para los bancos tuvieron que descartarse posteriormente al comprobar que los mismos venían acompañados por operaciones de split y disminuciones del valor nominal de las acciones. Estas operaciones, tal como plantean Fama, Fisher, Jensen y Roll en un artículo citado, ya de por sí pueden tener contenido informativo.

4. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN:

La contrastación de la reacción de las cotizaciones de los títulos con distinta rentabilidad por dividendos ante anuncios de cambios en los mismos, se realiza sobre un conjunto de 50 empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid y que repartieron dividendos de forma periódica durante el período comprendido entre el 1 de enero de 1996 y el 31 de diciembre de 1997.

La investigación empírica se realiza de forma separada para el sector bancario y un grupo de empresas formada por los sectores de químicas, eléctrico, comunicaciones, alimentación, construcción, comercio e inmobiliarias, en un intento de conocer los efectos que las características específicas de estos sectores pudieran tener sobre la relevancia de la decisión de dividendos.

El reparto periódico de dividendos a cuenta realizado por los bancos admitidos a cotización en bolsa y la existencia de contratación de títulos en la mayoría de los días, nos permite trabajar con la práctica totalidad de empresas en estos sectores²⁴⁸, mientras que el análisis para las empresas industriales se refiere a una muestra de empresas cuyos títulos se contratan con la frecuencia suficiente para la estimación de las rentabilidades esperadas en torno a los días del anuncio del reparto de dividendos.

El tratamiento separado del sector bancario viene motivado por la regularidad de su política de dividendos que a priori debiera traducirse en menores cambios en la rentabilidad esperada de las acciones de este sector. De ser así, el mercado anticiparía una parte del cambio anunciado y su reacción en el precio de las acciones sería también menor. Por otra parte, la menor asimetría informativa existente entre los internos y externos de los bancos atenúa los problemas de selección adversa y aconseja, en nuestra opinión, la separación de estas entidades de las empresas no financieras.

El análisis de los cambios en los precios de las acciones ante los diferentes anuncios de pago de dividendos pretende evaluar el efecto informativo que subyace a dichos anuncios. Con este objetivo, el presente trabajo centra su atención en el análisis de la rentabilidad residual o exceso de rentabilidad alrededor de la publicación del anuncio del dividendo.

La estimación de la reacción de los precios ante anuncios de dividendos requiere previamente identificar y seleccionar las fechas de anuncio y descuento de dividendos con el fin de calcular las rentabilidades anormales en torno a la fecha del anuncio. El análisis de las reacciones de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos, para detectar el efecto informativo de los mismos, hace que el análisis se dirija al componente no esperado de los dividendos, al estar la parte esperada del anuncio incorporada en el precio de la acción cuando se produce el anuncio.

Para calcular el componente no esperado del cambio se adopta el modelo de expectativas de mercado según el cual los dividendos esperados coinciden con el último pago periódico, de modo que:

$$E(D_{i,t}) = D_{i,t-1}$$

Este modelo de expectativas supone que el mercado espera el mantenimiento del dividendo por acción y define como cambio no esperado la cuantía íntegra de cualquier aumento o disminución del dividendo por acción. Este modelo es consistente con la hipótesis de que los directivos son racionales a cambiar la política de los dividendos salvo que varíen los pronósticos sobre los flujos de tesorería.

Consecuentemente, podemos decir que tanto el valor medio de la rentabilidad residual como el valor medio de la rentabilidad residual acumulada serán estadísticamente iguales a cero, en caso de no existir efecto informativo del anuncio de dividendos. Cualquier desviación significativa respecto de este valor será indicativa de la incorporación a los precios de nueva información.

De este modo, la aceptación de la hipótesis nula en las rentabilidades residuales refrenda la ausencia de efecto informativo del anuncio de dividendos. En tal caso, la rentabilidad residual media, tanto simple como acumulada, debe ser no significativamente distinta de cero en el período de publicación del suceso, que comprende a las sesiones del día -3 al día 3, tomando el día 0 como día

²⁴⁸ No están incluidos el Banco Atlántico, Banesto y Banco de Vitoria por no tener constancia de que hayan repartido dividendos durante el período de estudio. También se ha eliminado Argentaria ya que el proceso privatizador de la empresa pudiera distorsionar nuestro análisis.

del anuncio. Posteriormente contrastamos esta hipótesis para la ventana abierta en torno a los diez días anteriores y posteriores al evento²⁴⁹.

A estos efectos, el estudio se realiza distinguiendo los anuncios de cambio del dividendo - aumento o de disminución - de los de mantenimiento, pues se espera que el valor informativo de ambas formas de dividendos sea diferente. Además, en el análisis se distinguen los anuncios - de aumento, disminución o de mantenimiento - de los dividendos a cuenta y los anuncios de los complementarios.

Cabe esperar, por tanto, que el anuncio de reparto de dividendos transmita información en el caso de aumento o disminución de los dividendos a cuenta, ya que en los demás casos el precio de la acción habrá incorporado la información. Puede ocurrir que el dividendo sea de mantenimiento - en cuyo caso no añade información relevante- o complementario - los cuales son generalmente aprobados por la Junta General de accionistas, y es probable que la información haya sido difundida al mercado con anterioridad -.

Los trabajos sobre la influencia del anuncio de dividendos en la rentabilidad de las acciones precisan de un modelo de valoración que permita detectar su influencia. En el trabajo pionero de Fama, Fisher, Jensen y Roll (1969) como en muchos estudios de eventos se utiliza el modelo de mercado también conocido como modelo de Sharpe²⁵⁰.

No existe, sin embargo, unanimidad sobre el modelo de valoración a utilizar. Autores como Rubio (1986) utiliza el "Zero Beta Capital Asset Pricing model" (CAPM) en su trabajo sobre la reacción de los precios de activos financieros ante el anuncio de una emisión de acciones. Azofra y Valledado (1994) y González (1993) también usan el CAPM para contrastar el efecto informativo del inicio del mercado de opciones sobre el índice IBEX-35 así como para analizar el efecto informativo de los dividendos en los precios de acciones pertenecientes a la Bolsa de Madrid entre 1987 y 1992²⁵¹, respectivamente, mientras que Brown y Weinstein (1985) discuten de la utilidad del modelo APM (Arbitrage Pricing Model) para los estudios de sucesos. Estos últimos concluyen que a pesar de existir razones que justifican el uso del modelo APM en lugar del modelo de mercado, la mejoría no es sustancial. Posteriormente, Malatesta (1986) ha demostrado la robustez del modelo de mercado para este tipo de análisis.

En este trabajo, aplicamos el modelo de mercado al análisis del suceso a partir de información diaria sobre los precios. Las dificultades que pueden conllevar el uso de datos diarios pueden concretarse en la ausencia de normalidad en las rentabilidades y excesos diarios de rentabilidad, en el sesgo y la inconsistencia de los parámetros de mercado, dependencia serial y transversal de los residuos del modelo de mercado y falta de estacionariedad en la varianza. A pesar de estos problemas, Brown y Warner (1985) concluyen que las metodologías basadas en el modelo de mercado con estimación por mínimos cuadrados ordinarios y test paramétricos estándares no presentan problemas de especificación y que las características de los datos diarios plantean escasas dificultades en el estudio de sucesos.

Además la utilización de datos diarios permite eliminar el efecto de otro tipo de anuncios al excluir del análisis aquellos anuncios de dividendos acompañados de otros hechos significativos. Sin embargo, el uso de datos mensuales frente a diarios, hace difícil distinguir entre el efecto del dividendo y el de otros anuncios que pudieran realizarse en el mismo mes que el anuncio de dividendos (Asquith y Mullins, 1983).

Por tanto, el análisis del efecto del anuncio de dividendos sobre la rentabilidad de las acciones nos lleva a calcular el exceso de rentabilidad diario de este modo:

²⁴⁹ Algunos autores abren una ventana más grande de 30 días y otros usan una de -10 y +10 días en torno al evento. Nosotros preferimos utilizar esta ventana para el estudio del efecto informativo del anuncio público de dividendos ya que es menos probable que en esa ventana ocurran otros sucesos, como el descuento de los dividendos, que pueden distorsionar nuestro estudio - especialmente en los bancos donde la periodicidad es mayor -.

²⁵⁰ El modelo de mercado es un modelo positivo que calcula la rentabilidad de un activo a partir de su relación con un índice del mercado. Este índice se utiliza como sustituto de la cartera de mercado.

²⁵¹ En un trabajo semejante al de González, los profesores Ruiz, y Espitia emplean un modelo de rentabilidad ajustada media: $R_{it} = R_{it} - R_{mt}$, donde R_{mt} es la rentabilidad del mercado en la sesión t .

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (a + b_i * R_{m,t})$$

donde,

$AR_{i,t}$ es el exceso de rentabilidad del valor i en el día t .

$R_{i,t}$ es la rentabilidad ajustada por dividendos y ampliaciones de capital del valor i el día t ,

a es el estimador por mínimos cuadrados ordinarios del término constante del modelo de mercado para el valor i .

b_i es el estimador mínimo cuadrático del multiplicador del índice en el modelo de mercado para el valor i .

$R_{m,t}$ es el índice que utilizamos en el modelo de mercado.

Para cada anuncio de dividendos se toma como valor central la sesión de publicación del anuncio y acotamos una ventana compuesta por 10 días anteriores y posteriores al evento.

En el contexto de esta ventana, calculamos los excesos de rentabilidad simple y acumulada y calculamos el exceso de rentabilidad media y acumulada para los grupos correspondientes a los días $-10, \dots, -4$, los días $-3, \dots, 3$, y $4, \dots, 10$. A cada uno de estos grupos denominamos período anterior, período de publicación y período posterior al anuncio.

El exceso de rentabilidad acumulado medio por valor será:

$$\overline{AAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AAR_{i,t}$$

El test estadístico que empleamos para contrastar la hipótesis se basa en los excesos de rentabilidad estandarizados, siguiendo el modelo descrito por Dodd y Warner (1983).

Calculamos

$$SAR = \frac{AR_{i,t}}{\sqrt{Var(AR_{i,t})}}$$

donde

$$Var(AR_{i,t}) = S^2 \left\{ 1 + \frac{1}{120} + \left[\frac{(R_{m,t} - R_m)^2}{\sum_{t=130}^{-11} (R_{m,t} - R_m)^2} \right] \right\}$$

Conocido $SAR_{i,t}$, podemos calcular el exceso de rentabilidad estandarizado medio en el día t :

$$\overline{SAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i,t}$$

Puesto que los excesos de rentabilidad AR , se suponen normales e independientes en el tiempo, entonces SAR seguirá una distribución normal de media cero y desviación típica 1, y Z_t nos permite contrastar si el exceso de rentabilidad es igual a cero.

5. RESULTADOS

Para analizar el comportamiento del precio de las acciones ante anuncios de cambio en los dividendos se utiliza la técnica del suceso y los resultados se presentan de forma separada en el sector bancario y en el resto de empresas, distinguiendo entre dividendos a cuenta y dividendos complementarios según sean anuncios de incremento, disminución o mantenimiento. El anexo muestra y recoge los resultados sobre los excesos de rentabilidad media – simple y acumulada – para el período de publicación de los dividendos de los anuncios de dividendos y los períodos anterior y posterior.

Los cuadros 1 y 3 nos permiten señalar, en primer lugar que la reacción del mercado ante el anuncio de incremento de dividendos a cuenta es positiva y significativa, al 95% de confianza, para el período de publicación de los mismos, para los dos grupos de empresas formados. En segundo lugar, la reacción del mercado ante la publicación de anuncios de incremento en los dividendos complementarios no es significativa en ningún caso, posiblemente como consecuencia de que la información haya sido transmitida paulatinamente al mercado a través de las Juntas Generales de

Accionistas. Se observa, además una reacción significativa, al 95% de confianza, tanto en los anuncios de cambio en los dividendos a cuenta como en los complementarios, consistente con el efecto impositivo del pago de dividendos.

El cuadro 4 muestra la existencia de rentabilidades anormales negativas para el período de publicación de los dividendos provocado por una infravaloración de las cotizaciones ante el conocimiento de la disminución de los dividendos. Si bien, estos resultados no son significativos tanto en los dividendos a cuenta como en los complementarios, en contar de lo previsto en la teoría, aunque no podemos sacar una conclusión definitiva debido al bajo número de observaciones.

Los cuadros 2 y 5 sintetizan los resultados de los contrastes sobre los excesos de rentabilidad media y acumulada para los anuncios de mantenimiento de dividendos. Como cabe esperar, el anuncio de mantenimiento de dividendos no produce reacciones significativas en las rentabilidades, en ninguno de los períodos analizados, tanto si son dividendos a cuenta como complementarios.

6. CONCLUSIONES:

La evidencia empírica de este trabajo sugiere que los anuncios de dividendos aportan información relevante al mercado en el caso de los dividendos a cuenta – ya que en los dividendos complementarios, la información ya habrá sido transmitida en la Junta de Accionistas-, tal como refleja la rentabilidad residual media acumulada que resulta significativa para el período de publicación de los mismos. Estos resultados nos permiten sacar las siguientes conclusiones:

1. La política de dividendos actúa como mecanismo de señalización a través del cual los accionistas internos a la dirección revelan sus incentivos e información privada a los accionistas externos. Esta información modifica las expectativas que sobre el valor de las acciones tienen los accionistas externos y se refleja en los títulos a través de las variaciones en los precios de las acciones, que tienen que asimilar la nueva información suministrada.

2. La existencia de rentabilidades anormales y significativas para el período de publicación de los anuncios de incremento en los dividendos a cuenta no apoya las predicciones de los modelos puros de señales en los que la menor asimetría informativa supuesta en este sector originaría reacciones inferiores en el precio de estos títulos, y resulta de forma consistente de incorporar los problemas de riesgo moral a los de elección adversa utilizado en los modelos de señales.

3. Las reacciones significativas obtenidas con posterioridad al anuncio de los incrementos de los dividendos a cuenta – se observa más claramente en el sector bancario – pueden tener su origen en los mayores tipos impositivos que, por término medio, deben soportar los inversores sobre los dividendos respecto a las ganancias de capital.

De este modo, las razones expuestas confirman las proposiciones que sugiere la teoría financiera de la agencia y podemos justificar que los argumentos que presenta esta teoría resultan muy adecuados para recomponer el puzzle de los dividendos y para evaluar y elaborar las políticas de reparto de las organizaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- Aharony, J. Y Swary, I. (1980): “Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' return: an empirical analysis”. *Journal of Finance* 35, pp 1-12.
- Amihud, Y. And Murgia, M.(1997): “Dividends, Taxes and signaling : Evidence from GermanY”. *Journal of finance*, vol.LII, nº1.
- Asquith, P. y Mullins, D. W. (1983): “The impact of initiating dividend payments on shareholders'wealth”. *Journal of Business* 56, pp. 77-96.
- Azofra Palenzuela, V. Y Miguel Hidalgo, A. De (1991): “Teoría financiera de la Agencia, Endeudamiento y Estructura de Propiedad”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol.1, nº2.
- Azofra Palenzuela, V. Y Vallelado González, e. (1994): “Rentabilidad y Riesgo de los Valores Bursátiles tras el Inicio del Mercado de Opciones sobre el Ibex 35”. *Análisis Financiero*, nº62, 1º Cuatrimestre.

- Bergés, A. (1984): "Teoría de la Empresa y Valoración de los dividendos en el Mercado Español de Capitales", *Información Comercial Española* 611, pp.79-86.
- Bhattacharya, S. (1970): "Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand Fallacy". *Bell Journal of Economics*, vol.10, pp. 259-270.
- Black, f. y Scholes, M. (1973): "The effects of Dividend Yield and Dividend policy on Common Stock Prices and returns". *Journal of Financial Economics*, vol. 1, pp. 1-22.
- Brealey, R. Y Myers, s. (1993): *Fundamentos de Financiación Empresarial*.
- Brown, S. J. Y Warner, J.B. (1985): "Using Daily Stock Returns. The case of event studies", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 205-258.
- Brown y Weinstein, M.I. (1985): "Derived Factors in Event Studies", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 491-495.
- Dodd, P. Y Warner, J.B. (1983): "On Corporate Governance. A Study of Proxy Contests". *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 401-438.
- Easterbrook, F.H. (1984): "Two Agency-Cost Explanation of Dividends". *American Economic Review*, vol.74, pp.650-659.
- Espitia, M. Y Ruiz Cabestre, F.J. (1996): "El Efecto Informativo del Anuncio de Dividendos en el mercado de Capitales Español". *Investigaciones Económicas*, vol. XX(3), septiembre, pp.411-422.
- Fama, E.F.; Fisher, L., Jensen, M.C. y Roll, R. (1969): "The Adjustment of Stock prices to New information". *International Economic Review*, vol. 10, pp.1-21.
- Giner, E. y Salas, V. (1995): "Explicaciones Alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles". *Investigaciones Económicas*, vol.19, n°3, pp. 329-348.
- González, F.(1993): "LA Valoración de los Dividendos por el Mercado de Capitales: Asimetría Informativa y Clientelas Fiscales". Tesis Doctoral. Universidad de Oviedo.
- González, F. (1995): "El Efecto Precio de la Política de Dividendos: Hacia una Integración de los Paradigmas de Señales y Agencia". *Revista Española de Financiación Y Contabilidad*, vol.25, n°88, pp.581-606.
- Litzenberger, R.H. y Ramaswamy, K.(1979): "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices". *Journal of Financial Economics*, vol. 7, pp.163-195.
- Malatesta, P. H. (1986): "Measuring Abnormal Performance: the Event Parameter Approach Using Generalized Lest Squares". *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol, 21, pp. 27-38.
- Miller, M.H. y Modigliani, F. (1961): "Dividend Policy, growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, Octubre, pp.411-433.
- Miller, M. Y Rock, K. (1985): "Dividend policy under Asymmetric Information". *The Journal of Finance*, vol. 40, pp.1031-1051.
- Rozeff, M. (1982): "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinant of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research*, 5, pp. 249-259.
- Woolridge, J.R. y Ghosh, C. (1985): "Dividend Cuts: Do they Always Signal Bad News?". *Midland Corporate Finance Journal* 3, pp. 20-32.