

LOS CICLOS DE DIVIDENDOS Y LA EFICIENCIA DE MERCADO (*)

Claudio Molina Mac-Kay
Universidad Tecnológica
Metropolitana

Gerardo González Jerez
Universidad Tecnológica
Metropolitana

Cristián Alvarez Ledezma
Universidad Tecnológica
Metropolitana

RESUMEN

El proceso de declaración y reparto de dividendos es estructurado y debe cumplir ciertas etapas en que se distinguen, también, los tipos de anuncios en este proceso que pueden aportar información de buenas noticias de la empresa, generando atractivo a los especuladores generando un ciclo de amplitud de corto plazo. No obstante, los anuncios de declaración pueden afectar también las expectativas de crecimiento futuro de las firmas en la medida de que la declaración de pago se anticipe, como comprometiéndose el crecimiento de la firma generando un ciclo con amplitud más larga.

El trabajo muestra una diferencia en el efecto que produce el anuncio de declaración de dividendos adicionales o pago de los mismos, en el precio de las

acciones transadas, el que puede dar una señal que favorece movimientos especulativos en un corto periodo de tiempo, cuando el mercado pierde eficiencia. Este argumento de especulación a corto plazo con pérdidas o ganancias de capital se contrapone, en términos de amplitud al observarse sólo pérdidas en torno al evento de declaración o pago de dividendos definitivos, si se anticipa que afectará al crecimiento de las compañías.

El estudio analiza la eficiencia del mercado de capitales chileno ante los anuncios de declaración y pago de dividendos adicionales y la declaración de dividendos definitivos para el periodo enero de 2011 y enero de 2012. Los resultados muestran evidencia de inefi-

(*) Paper presentado en Encuentro Nacional ENEFA 2013

ciencias de mercado y diferencias respecto a cuándo los dividendos son adicionales ante tales anuncios observando una amplitud del ciclo de dividendos corta así como antecedentes que respaldan el hecho que los agentes visualizan el anuncio de dividendos definitivos como comprometiendo las oportunidades de crecimiento con amplitud más larga.

Palabras claves: dividendos adicionales, dividendos definitivos, eficiencia de mercado, ciclo de dividendos

Track: Contabilidad y Finanzas

ABSTRACT

The process of declaration and distribution (payment) of dividends is structured, and it must meet some stages, the types of ads are also distinguished in this process that can provide information of good news of the company, generating an attraction to speculators generating a short term cycle. However, the declaration ads may also affect future growth expectations of the firms to the extent that the payment declaration is anticipated, as compromising the growth of the firm generating a longer cycle.

The paper shows a difference in the effect that makes the announcement of additional dividend declaration or payment of those, in the price of traded shares where it may give a signal that favors speculation over a short period of time, when the market losses inefficiency.

In contrast a long term amplitude cycle is generated when there are definitive dividends, because affects the future growth expectatives for the firms.

The research analyzes the Chilean capital market with ads declaration and payment of additional dividends and the declaration of final dividends for the period January 2011 and January 2012. The results show evidence of market inefficiencies and differences from when dividends are in addition to such ads observing an amplitude of short dividend cycle and background information supporting the fact that actors displaying the announcement of final dividends as engaging opportunities amplitude growth longer.

Keywords: additional dividends, final dividends, short term cycle, market efficiency

OBJETIVO

Generar un test de eficiencia semi-fuerte en el mercado producto de la declaración o pago de dividendos adicionales o definitivos, pero independiente del tiempo.

Observar si existen regularidades en retornos ex-tranormales en términos de amplitud del ciclo de dividendos y dar un sustento teórico a los resultados.

EFECTO CLIENTELA Y TEORÍA DE AGENCIA

En términos generales, el efecto clientela consiste en que, dado que en presencia de impuestos los individuos no estarán indiferentes entre las ganancias por dividendos y de capital, ellos se autoseleccionan en aquellas acciones que entreguen sus flujos de tal forma que se pague la menor cantidad de impuestos posible.

Jensen (1986) desarrolla el concepto de costo de agencia generado por los flujos de caja libres, o flujos en exceso a los requeridos para financiar todos los proyectos rentables ($VAN \geq 0$) y después de haber pagado los compromisos con terceros. El problema de incentivos se genera debido a que el administrador no maximiza el valor de la firma, sino que el tamaño de ella, lo que se traduce en caja, crédito y poderes de compra utilizados por éstos para adquirir bienes y servicios.

Una oportunidad de crecimiento merma el flujo de caja libre —menor liquidez— lo que se traduce en una disminución en el valor de los dividendos. En caso contrario, una oportunidad de crecimiento negativa

aumenta el flujo de caja libre —mayor liquidez— que a su vez aumenta el valor de dividendos.

Roseff (1982) utiliza un modelo de minimización de costos totales (transacción y agencia) donde se elige el nivel de dividendo óptimo como aquel que minimiza el costo total asociado a los pagos, el cual está compuesto por los costos de agencia relativos al patrimonio mantenido por *insiders* y por los costos de transacciones.

Easterbrook (1984) por su parte sostiene que los dividendos existen, porque éstos influyen la política de financiamiento al disipar el efectivo e inducir a las firmas a poner en circulación nuevos activos. Adicionalmente, distingue dos tipos de problemas de agencia: los costos de monitoreo y los costos de aversión al riesgo, los cuales pueden ser mitigados si la firma se encuentra participando constantemente en el mercado financiero para la obtención de nuevo financiamiento.

Como evidencia en Chile, Maquieira y Fuentes (1997) estudian los pagos de dividendos de un grupo de 44 firmas chilenas en 1993 y 1994 y observan que las empresas que pagan altos dividendos tienen tasas de crecimiento más bajas y una estructura de propiedad más diluida. Por otro lado, a mayor tamaño, mayor el pago de los dividendos.

Azofra y López de Foronda (2007) revelan que a medida que aumentan el conjunto de oportunidades de inversión de la empresa, disminuyen los repartos de dividendos. Concluyen que el coeficiente obtenido para la variable que mide las oportunidades de crecimiento en las empresas anglosajonas confirma que las empresas con más oportunidades de crecimiento pagan menos dividendos porque los beneficios resultan necesarios

para financiar los futuros proyectos. De este modo, se reducen de antemano los flujos de tesorería libres -liquidez- sin necesidad de recurrir a los dividendos. Además, las empresas con opciones de crecimiento y situadas en estos países con mercados de capitales más desarrollados, acuden con frecuencia al mercado para nuevas emisiones de acciones de forma que se puede supervisar la acción de los directivos sin necesidad de recurrir a los dividendos para mantener la presencia de la empresa en el mercado.

Gutierrez, Yañez y Umaña (2012) analizan la tasa de pago de dividendos de las empresas chilenas, considerando aspectos como el pago de dividendos obligatorios, la fuerte concentración de la propiedad, las oportunidades de crecimiento y la presencia de inversionistas institucionales.

Su hipótesis plantea que, bajo un contexto de agencia, se debería esperar que aquellas empresas que tienen mayores oportunidades de crecimiento paguen menos dividendos. Paralelamente, se debiera observar una relación directa entre el ratio de pago de dividendos y la presencia de inversionistas institucionales. Sin embargo, es necesario señalar que el problema de agencia de las empresas chilenas difiere de la visión tradicional (Lefort & Walker, 2005) y que la liquidez es otro factor a considerar en la evaluación del problema de agencia (Jensen, 1986).

De acuerdo a lo observado en las empresas locales, éstas evidencian el predominio del modelo de financiamiento propuesto por Myers (2000) –*pecking order model*– en donde las empresas financian inicialmente sus proyectos con recursos propios. Sin embargo, Merlo, Vélez-Pareja, Londoño & Sarmiento (2009) sostienen que si no se distribuyen los flujos de caja, se genera un mayor conflicto de agencia, afectando negativamente el valor de la empresa.

ESTUDIO DE EVENTOS

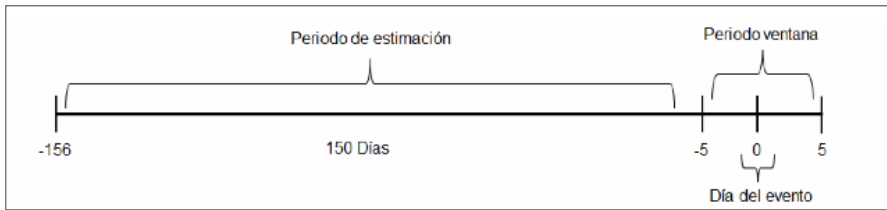
Un estudio de eventos¹ permite analizar cómo un conjunto de información entregada en un momento determinado influye en el mercado de capitales. Esta información es lo que se denomina evento. La finalidad de la mayoría de estos estudios es medir el desempeño anormal de los precios de los instrumentos financieros alrededor del momento del evento. Esto es, determinar en qué medida los retornos observados del instrumento financiero difieren de los que predeciría un modelo que determine retornos esperados de equilibrio.

Los retornos anormales sistemáticamente distintos de cero y que persisten después de un tiempo particular del evento son incompatibles con la hipótesis de que los precios del instrumento financiero se ajustan inmediatamente para reflejar información completamente nueva. Es decir, una hipótesis de mercado eficiente. El rendimiento de un determinado instrumento financiero puede ser sólo considerado anormal en relación con algún punto de comparación. Por lo tanto, es necesario especificar un modelo generador de retornos normales antes de realizar la medición de retornos anormales.

Se aplica el modelo generador de retornos y se determinan los retornos extranormales individuales para cada acción en un período ventana cuyo punto focal es un evento para cada activo independientemente.

En síntesis, se recolectó la muestra para el evento que se situó en un punto en el tiempo y el día del evento se determinó como día cero.

¹ Peterson, P, "Event Studies: A Review of Issues and Methodology", Florida States University.



Se aplicó el modelo generador de Sharpe y Lintner y se estimaron los retornos anormales -excesos de retorno-, promedio.

Se aplicó el test de corte transversal, el cual divide los retornos anormales promedio obtenidos dentro

del periodo ventana sobre la desviación estándar de los retornos anormales promedio del periodo. Con este insumo, se testeó la significancia estadística de los retornos promedio anormales dentro del periodo ventana.

PRINCIPALES HALLAZGOS

Se realizó un análisis para las firmas que **declararon dividendos adicionales**. Se consideró la fecha de declaración sólo para empresas con dividendos adicionales como el momento relevante del evento,

para cada firma independientemente, generando los retornos anormales y promediándolos para analizar su significancia a través del test de corte transversal.

Esta subdivisión se realizó puesto que existe evidencia de un síntoma de buenas noticias al mercado cuando se hace un anuncio de este tipo. La tabla n°1 refleja lo anterior.

TABLA n° 1
ANÁLISIS DE SIGNIFICANCIA DE LOS EXCESOS DE RETORNOS DEL MODELO DE MERCADO
FECHA DE DECLARACIÓN DE DIVIDENDOS ADICIONALES

$\alpha = 10\%$, G.L= 10, Muestra de N = 18 empresas. T tabla= 1.8199

Día	ARit Promedio	TARit	Significancia	CAARit	TCAARit	Significancia
-5	-0.0051275	0.24745674	No Significativo	-0.0051275	-1.4542698	No Significativo
-4	-0.0040609	0.54997536	No Significativo	-0.0091884	-2.6060209	Significativo
-3	0.0009309	1.96574641	Significativo	-0.0082575	-2.3420009	Significativo
-2	0.0007129	1.90391216	Significativo	-0.0075446	-2.1398151	Significativo
-1	0.0037238	2.75787554	Significativo	-0.0038208	-1.0836659	No Significativo
0	0.0006497	1.88599429	Significativo	-0.0031711	-0.8993978	No Significativo
1	0.0073960	2.09765819	Significativo	0.0042249	1.1982604	No Significativo
2	-0.0028527	0.89264893	No Significativo	0.0013722	0.3891828	No Significativo
3	-0.0031176	0.25026087	No Significativo	-0.0017454	-0.4950404	No Significativo
4	-0.0064947	-0.14029323	No Significativo	-0.0082401	-2.3370600	Significativo
5	0.0004818	0.13664703	No Significativo	-0.0077583	-2.2004130	Significativo

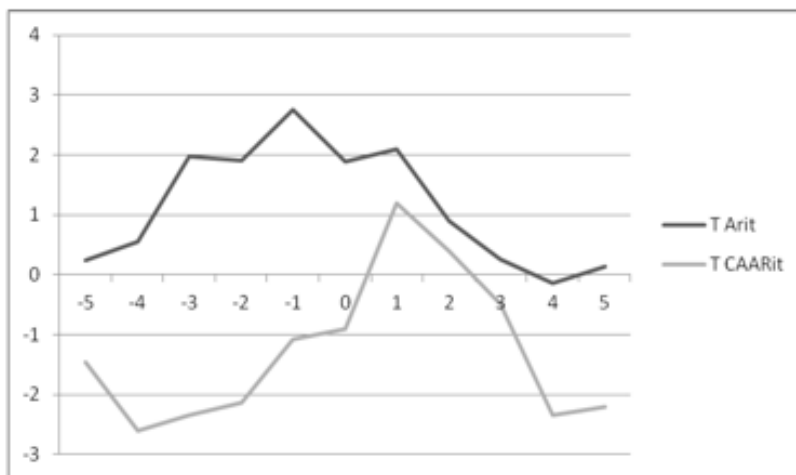
De la tabla anterior se rechaza la inexistencia de retornos anormales evidenciando retornos positivos y significativos para los días (-3,-2,-1, 0,1) dentro de la ventana de estudio, lo cual concuerda con la teoría de dividendos, demostrando que la declaración es una señal para el mercado especulativo y que existe un alza en los retornos accionarios por el aumento de la demanda de las mismas acciones. Posteriormente los retornos anormales individuales caen, aunque sin significancia estadística.

El mercado en cuestión reflejó retornos extra-normales cuando se declara dividendos adicionales, lo cual se puede explicar por ser una buena noticia que nace de un período de bonanza de las compañías que reparten un beneficio extra a los propietarios de las acciones.

Es importante recordar que este tipo de dividendos se anuncian en el corto plazo ya que, al obtener acciones de las compañías con tales eventos, los propietarios para sí mismos generan beneficios extra en términos de riqueza que varían tanto el precio de la acción como sus retornos.

GRÁFICO n°1

RETORNOS ANORMALES PROMEDIO PARA EL PERIODO VENTANA. FECHA DE DECLARACIÓN DE DIVIDENDOS ADICIONAL



En síntesis, existió ineficiencia semi fuerte puesto que se generaron retornos anormales y esto fue debido a la señal.

significancia con signo negativo. En ambos casos, esto fue antes del tiempo cero o fecha de declaración de repartición de dividendos.

Como se observa en el gráfico n°1, los retornos anormales en exceso fueron de signo positivo, mientras que los retornos anormales acumulados demostraron

Se realizó un análisis para las **firmas que pagaron dividendos adicionales**, siguiendo la misma metodología, arrojando los siguientes resultados para los retornos anormales del periodo ventana que se aprecian en tabla n°2:

El dividendo adicional es un reflejo de “buena noticia”, en algún sentido inesperado para los agentes que integran el mercado.

TABLA n° 2

ANÁLISIS DE SIGNIFICANCIA DE LOS EXCESOS DE RETORNOS DEL MODELO DE MERCADO
FECHA DE PAGO DE DIVIDENDOS ADICIONAL PERIODO VENTANA.

$\alpha = 10\%$, G.L= 10, Muestra de N = 10 empresas. T tabla= 1.8199

Día	ARit Promedio	TARit	Significancia	CAARit	TCAARit	Significancia
-5	0.002280248	0.64642962	No significativo	0.002280248	0.64642962	No significativo
-4	-0.002385038	-0.67613668	No significativo	-0.00010479	-0.029707	No significativo
-3	0.00482861	1.36886700	No significativo	0.00472382	1.3391601	No significativo
-2	0.001531944	0.43429219	No significativo	0.006255764	1.77345232	No significativo
-1	-0.003515966	-0.99674435	No significativo	0.002739798	0.77670787	No significativo
0	0.005073027	1.87642253	Significativo	0.007812825	2.21486499	Significativo
1	0.000522777	1.98914574	Significativo	0.008335602	2.36306752	Significativo
2	-0.003757692	1.08548016	No significativo	0.00457791	1.29779594	No significativo
3	-0.0026927	-0.76335610	No significativo	0.00188521	0.53443993	No significativo
4	-0.005390194	-1.52807117	No significativo	-0.00350498	-0.9936312	No significativo
5	-0.000935631	-0.26524291	No significativo	-0.00444062	-1.2588741	No significativo

En la tabla n°2 se puede ver que se dio congruencia con la teoría, demostrando una tendencia a la baja en los precios como era de esperar luego de la declaración de reparto de capital. Se logró apreciar el impacto significativo a partir del día del evento y en el día siguiente después del pago. Es decir, la reacción del mercado es en torno a la fecha de pago.

Lo interesante fue que en la fecha de pago el mercado percibió buenas noticias que produjeron retornos

anormales positivos. Los días posteriores revelaron retornos anormales negativos aunque no significativos. Los resultados apoyan la hipótesis alternativa, es decir, se rechaza la existencia de retornos normales pero agrega que es importante revelar que el dividendo adicional es un síntoma de buenas noticias para el mercado y en un día posterior al pago. La evolución de precios luego del aprovechamiento de esta señal es la que se espera con el dividendo, aunque los resultados no muestran significancia estadística.

Se observaron signos significativos y positivos para el día 0 y día +1. Con ello, se demuestra que los dividendos adicionales son síntomas de señal positiva para el mercado.

Se realizó también el análisis para todas las **firmas que declararon dividendos definitivos y adicionales**, tomando en consideración la fecha de declaración

como el momento relevante del evento para cada firma independientemente, generando los retornos anormales y promediándolos para analizar su significancia a través del test de corte transversal.

El análisis para todas las firmas que declararon dividendos definitivos y adicionales se aprecia en la tabla nº3.

TABLA nº 3
ANÁLISIS DE SIGNIFICANCIA DE LOS EXCESOS DE RETORNOS DEL MODELO DE MERCADO
FECHA DECLARACIÓN DE DIVIDENDOS DEFINITIVO PERIODO VENTANA

$\alpha = 5\%$, G.L= 10, Muestra de N = 30 empresas. T tabla= 2.229

Día	ARit Promedio	TARit	Significancia	CAARit	TCAARit	Significancia
-5	-0.0201576	-5.9541949	Significativo	-0.020158	-5.9541949	Significativo
-4	-0.01791419	-5.2915321	Significativo	-0.038072	-11.245728	Significativo
-3	-0.01680043	-4.9625479	Significativo	-0.054872	-16.208275	Significativo
-2	-0.01939286	-5.7283043	Significativo	-0.074265	-21.936580	Significativo
-1	-0.0177065	-5.2301849	Significativo	-0.091972	-27.166764	Significativo
0	-0.01706998	-5.0421672	Significativo	-0.109042	-32.208932	Significativo
1	-0.01244039	-3.6746697	Significativo	-0.121482	-35.883601	Significativo
2	-0.02088055	-6.1677414	Significativo	-0.142363	-42.051343	Significativo
3	-0.02410492	-7.1201638	Significativo	-0.166467	-49.171507	Significativo
4	-0.02435473	-7.1939524	Significativo	-0.190822	-56.365459	Significativo
5	-0.01836157	-5.4236802	Significativo	-0.209184	-61.789140	Significativo

Se encontraron retornos significativos negativos en todos los días de la ventana de estudio según el análisis del T-Student. La investigación dejó de manifiesto que el declarar dividendos por ley no anticipa un síntoma de buenas noticias en la muestra total para la fecha de declaración. Por lo tanto, las explicaciones sobre el flujo de caja libre son plausibles, también, dado que esta señal es anticipada por los agentes compradores y vendedores. La respuesta en la fecha

antes de declaración tiene su justificación en la teoría del Flujo de Caja Libre que, en síntesis, establece que se pierden oportunidades de crecimiento futuro en políticas de inversión al declarar dividendos, lo que es un síntoma de una señal negativa para la generalidad de los agentes, que los hace inducir a la venta de sus derechos de propiedad.

Si bien se analizaron dividendos definitivos y adicionales, se optó por separar los dividendos adicionales y reestimar los periodos con la fecha de declaración, para observar implicancias en torno a esta señal y para observar si existen efectos distintos al analizado con la muestra total.

Revelando lo anterior, un ciclo de dividendos de mayor amplitud puesto que se observa en el periodo ventana retornos extranormales negativos.

CONCLUSIONES

Se demostró que la noticia del anuncio de dividendos adicionales crea un ciclo de baja amplitud. Es decir, tendencia en los agentes a comprar acciones para recibir dicho reparto, al observarse el ciclo dentro del período de ventana. Además, las sociedades que presentan pago de dividendos adicionales generan una señal para los agentes y existencia de retornos anormales.

Las entidades que presentan anuncio de declaración de dividendos definitivos demuestran retornos anormales significativos cuyo signo tiene asidero en la teoría al explicar el flujo de caja libre. Se postula que el comportamiento cuando existen dividendos definitivos es de un ciclo de mayor amplitud, explicado por las perspectivas de menor crecimiento futuro.

En resumen, el estudio deja de manifiesto que independiente del tiempo, el mercado sería ineficiente en su forma semi-fuerte.

REFERENCES

- [1] **Azofra Palenzuela V y López de Foronda O.** Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa. Num. 33, diciembre 2007, págs. 095-126
- [2] **Fama, E. (1991)**, “Efficient Capital Markets II”, Journal of Finance, 26, N° 5.
- [3] **Gutiérrez Urzúa M., Yañez Alvarado M., Umaña Hermosilla B.**, Estudios Gerenciales Vol 28 N°123 pp 27-42 Abril Junio 2012.
- [4] **Ross, M., Westerfield, F., Jaffe, T. (2000)**, “Finanzas Corporativas”, quinta edición, Mc Graw-Hill.
- [5] **Saens, R., Alegria, J., Garrido, O. (2006)**, “Retornos Accionarios y Emisión de ADR: Un Caso para el Estudio de Eventos”, Departamento de Economía y Finanzas Universidad de Talca.
- [6] **Peterson, P. (2005)**, “Event Studies: A Review of Issues and Methodology”, Florida State University.
- [7] **Maturana, Gonzalo**, “Eficiencia de Mercados”, Departamento de Economía y Negocios Universidad de Chile, 2009
- [8] **Mascareñas, J. (2011)**, “Política de Dividendos”, Finanzas Corporativas, Universidad Complutense de Madrid,
- [9] **Saens, R., Sandoval, E. (2005)**, “Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Event Study Method”, Cuadernos de Economía Vol. 42.
- [10] **Niño, J., Soto, D. (1997)**, “Anuncios de Utilidades Trimestrales y Efecto en Riqueza en Chile”, Estudios Económicos, Universidad de Chile.
- [11] **Maquieira, C. (2008)**, “Finanzas corporativas”, segunda edición, Ed. Andrés Bello.
- [12] **Yagüe, J. (1998)**, “Efecto de los Anuncios de Dividendos en Acciones sobre la Rentabilidad del Accionista en el Mercado Español”, Universidad de Murcia.
- [13] **Sánchez, C. (2012)**, “Determinantes de la Política de Dividendos en Chile: Años 2007-2010”, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile.
- [14] **Rozeff, M. (1982)**, “Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios”, Journal of Financial Research 5, pp. 249-259.
- [15] **Miller, M. y F. Modigliani (1961)**, “Dividend policy, growth and the evaluation of shares”, Journal of Business 34, pp. 411-433.
- [16] **Maquieira, C., Fuentes O. (1997)**, “Política de dividendos en Chile, 1993 y 1994”, Estudios de Administración, vol. 4 N° 1, 79-112.
- [17] **Lefort, F. (2008)**: El efecto de los conflictos de agencia en las políticas de dividendos a los accionistas. El caso chileno. El Trimestre Económico, N° 299, Vol. LXXV, pp. 597-639.
- [18] **Espinosa, C. (2009)**, Estructura de propiedad y desempeño de la firma: evidencia para Chile. Academia, Revista Latinoamericana de Administración, N° 43.
- [19] **Molina, C. (2007)**, “Estudio de Eventos: Impactos del Caso Inverlink en los Fondos Mutuos”, Revista Chilena de Economía y sociedad, Vol. 1 N°1, 50-62.
- Bolsa de comercio de Santiago**, www.bolsadesantiago.cl
Superintendencia de Valores y Seguros, www.svs.cl