

Anuncios de Dividendos y Contenido Informativo: un análisis para firmas públicas argentinas

Diego Gauna¹

RESUMEN

El presente trabajo estudia si los anuncios de dividendos en firmas públicas argentinas no financieras tienen contenido informativo. El trabajo se basa en una muestra de 107 anuncios en el período 2000-2007, utilizando el modelo de mercado para la estimación del retorno anormal en la ventana del evento. Los resultados muestran que: (a) No existe evidencia significativa de la existencia de retornos anormales ante anuncios de dividendos; (b) A nivel categorías, solamente las iniciaciones y repagos de dividendos tienen retornos acumulados anormales positivos y significativos según los tests paramétricos y no paramétricos y, (c) Los resultados obtenidos no dependen de la señal utilizada ni de la magnitud del dividendo.

ABSTRACT

The following work studies if dividends' announcements in Argentinean public firms have informational content. The work is based on a sample of 107 announcements for 2000-2007, using the market model to estimate the abnormal return in the event window. The main results are: (a) There is no strong evidence of abnormal returns for dividends' announcements; (b) Parametric and Non-Parametric tests support the hypothesis of positive abnormal returns around the event window only for initiations and repayments, and (c) The results are not sensitive neither the signal used nor the dividend size.

JEL Classification: G14

Keywords: corporate finance, emerging markets, dividends, event studies, abnormal return.

1. Coordinador del Centro de Investigación en Negocios de la Universidad de Palermo. E-mail: dgauna@palermo.edu

I. Introducción

El perfeccionamiento (y su simplicidad e intuición) de la metodología de estudio de eventos ha generado una cantidad importante de trabajos que analizan la relación entre el anuncio de un cambio en la política de una firma y la riqueza de los accionistas. De especial relevancia ha sido la literatura, fundamentalmente para firmas americanas, que analiza el vínculo entre los anuncios de cambios en la política de dividendos y el precio de la acción en el mercado.

Existe abundante evidencia empírica que muestra que el mercado reacciona positivamente a incrementos e iniciaciones de dividendos y negativamente con respecto a decrementos u omisiones².

Dos líneas de razonamiento principalmente se han desarrollado para explicar este efecto: existencia de problemas de información asimétrica y conflictos de agencia³.

Los modelos que incorporan asimetrías de información parten de la hipótesis de que los gerentes tienen mejor información acerca del verdadero valor de la firma⁴. Por lo tanto, los dividendos pueden ser utilizados para proveer información no conocida actualmente por el mercado o pueden ser utilizados como una señal costosa para cambiar las percepciones acerca de las ganancias futuras de la firma⁵. La implicancia directa de este argumento es que los anuncios de aumentos en los dividendos deberían estar positivamente correlacionados con los retornos de los activos dado que un mayor pago de dividendos señala mayores ganancias presentes o futuras.

Los modelos basados en la existencia de conflictos de agencia entre gerentes y accionistas consideran a los dividendos como un mecanismo disciplinador del rol del gerente⁶. Es decir, el pago de dividendos reduce el “*Free Cash Flow*” en mano de los gerentes. La implicancia directa de este argumento es que los anuncios de incrementos en el pago de dividendos deberían estar positivamente correlacionados con el retorno de los activos dado que reducen la tendencia de los gerentes a desperdiciar “*Free Cash Flow*”.

Como se mencionó previamente, la reacción en el mercado ante cambios en la política de dividendos ha sido bien documentada en la literatura sobre firmas americanas. De particular interés para la investigación a realizar resultan los trabajos de Michaely, Thaler y Wornack (1995), Grullon, et.al (2002) y Dewenter y Warther (1998).

Los primeros autores estudian los efectos de las iniciaciones y omisiones en el pago de dividendos, tanto en el corto plazo como en el largo plazo. En base a una amplia muestra de firmas para el período 1964-1988, para una ventana de tres días alrededor del anuncio, las omisiones generan una caída promedio del 7% del precio de las acciones mientras que las iniciaciones provocan una suba promedio del 3%. Sin embargo, el efecto asimétrico

2. Los primeros trabajos en la materia fueron Pettit (1972), Aharony y Swary (1980), Asquit y Mullins (1983).

3. Una tercera línea se basa en los factores psicológicos que pueden llevar a que un inversor prefiera acciones que paguen dividendos más altos.

4. Los modelos más conocidos han sido desarrollados por Bhattacharya (1979), Miller y Rock (1985).

5. Otra interpretación plausible es que el pago de dividendos refleje escasas oportunidades de inversión en el futuro, tal como lo estudian Grullon, Michaely y Swaminathan (2002).

6. Véase los trabajos de Grossman y Hart (1980) y Jensen (1986).

sobre el precio de la acción se atenúa o desaparece cuando se controla por la magnitud del *dividend yield*. Asimismo, los autores estudian en qué medida influyen eventos contemporáneos al anuncio en la omisión en el pago de dividendos, tales como el pago de dividendo en acciones y los anuncios de resultados.

En el análisis de largo plazo, hasta tres años de haber realizado el anuncio, las firmas que inician dividendos muestran aumentos en el precio de las acciones aún después del inicio del pago y las que omiten dividendos muestran caídas en el precio. Por ejemplo, en un horizonte de un año después del anuncio, las firmas que iniciaron obtuvieron un exceso de retornos de 7,5% mientras que las firmas que omitieron obtuvieron un exceso de retorno del -11%.

Grullon et.al (2002) analizan incrementos y reducciones en el pago dividendos (de al menos 10%) para una amplia muestra en el período 1967-1993, excluyéndose las iniciaciones y omisiones. Los resultados muestran que el exceso de retorno promedio es de 1,34% para los incrementos y -3,71% para las reducciones.

Dewenter y Warther (1998) estudian las reacciones de precio ante omisiones e iniciaciones y el grado de suavización de dividendos comparando la performance de firmas norteamericanas y japonesas, las cuales difieren notablemente en la estructura de gobierno corporativo. Particularmente, las firmas japonesas enfrentan menores asimetrías de información y conflictos de agencia. Los principales resultados muestran que las firmas japonesas experimentan menores reacciones ante omisiones e iniciaciones de dividendos y son menos reacias a omitir y dejar de pagar dividendos. Dichos resultados soportan la conclusión de que los niveles de información contenidos en los anuncios y el grado de suavización de los dividendos están relacionados con los niveles de asimetría de información y conflictos de agencia.

Allen y Michaely (2002) sintetizan el consenso generalizado en los siguientes puntos:

- a. Los cambios en los dividendos son asociados con cambios en el precio de la acción de igual signo alrededor del anuncio del cambio del dividendo.
- b. La reacción inmediata está relacionada a la magnitud del dividendo.
- c. Los anuncios en reducciones de dividendos tienen un mayor impacto sobre el precio que los anuncios de incrementos.

El aporte de la presente investigación reside en la elaboración de una base de anuncios de dividendos para firmas públicas argentinas para el período 2000-2007⁷, con el objeto

7. La intención original era trabajar sobre el período 1992-2007, dado que se contaba con información de anuncios de dividendos sobre dicho período en base al calendario de acciones corporativas de *Bloomberg*. Sin embargo, a través del cruce de información con otras bases, tales como el servicio de noticias históricas de Bolsar, la página web de la CNV y Económica, se descubrió que la clasificación de *Bloomberg* de la fecha de anuncio era errónea, dado que en un porcentaje importante de casos se asignaba como fecha de anuncio a la fecha de aviso de pago. Dado que, en general, los anuncios de dividendos en Argentina se realizan en la Asamblea Anual Ordinaria y Extraordinaria, se tomó como fecha de anuncio al día posterior de la asamblea. Basado en los documentos de síntesis de asamblea que provee Bolsar, se re-clasificaron las fechas de los anuncios. Este ejercicio sólo pudo realizarse para el período 2000-2007, dado que la fuente mencionada provee información electrónica sólo a partir del año 2000.

de estudiar si los anuncios de dividendos tienen algún impacto en el retorno de las acciones en el mercado de capitales argentino.

El trabajo se estructura de la siguiente manera: en la sección II se presenta la información utilizada y los criterios aplicados para definir y clasificar a los eventos. En la sección III se define el modelo empleado para la estimación de los retornos anormales y los tests utilizados para el proceso de inferencia estadística. La sección IV muestra los resultados obtenidos y, por último, la sección V concluye.

II. Definición del Evento

El primer paso consiste en definir que se entiende por evento en el análisis a realizar y el período en el cual se quiere analizar el impacto del evento, lo que se conoce como ventana del evento.

Utilizando como medida de señal el dividendo por acción y el *pay-out ratio*⁸, se clasifica como evento a un anuncio de dividendo que pueda ser asignado a las siguientes categorías:

- a. **Incrementos:** aumento en el valor del dividendo por acción o *pay-out* respecto al período anterior.
- b. **Reducciones:** caída en el valor del dividendo por acción o *pay-out* respecto al período anterior.
- c. **Sin Cambios:** no modificación en el valor del dividendo por acción o *pay-out* respecto al período anterior (con una tolerancia de + -1 %)

En los casos precedentes, el criterio se aplica cuando el dividendo es pagado en forma consecutiva y la fecha no difiera en 15 días respecto a la misma fecha del año anterior⁹.

- d. **Repagos:** Iniciaciones de dividendos y empresas que volvieron a pagar después de un período de tres años sin realizarlo.
- e. **Especiales:** Dividendos adicionales pagados sin un esquema determinado.
- f. **Anticipos:** Adelantos de pagos de dividendos a períodos futuros.

La ventana del evento se define como un período de 10 días previos al evento, el día del evento y dos días posteriores. La selección de una ventana relativamente amplia en los días previos se realizó para determinar si existe algún tipo de filtración de información en los diez días anteriores al evento. Asimismo, se tomaron dos días posteriores al evento para analizar si se presenta un retardo en la difusión de información al mercado.

8. El hecho de usar dos señales alternativas radica en que un aumento en el dividendo por acción pagado (el cash que recibe el accionista) no necesariamente implica un aumento en el *pay-out ratio* (el valor objetivo según los modelos tradicionales de dividendo).Cuál de las medidas es la señal relevante, es un problema empírico.

9. Dado que el contenido informativo de los anuncios puede estar relacionado a la magnitud del dividendo, se crearon dos variables adicionales que miden la proporción en que varía el dividendo con respecto al período anterior para ambas señales.

El segundo paso consiste en definir los criterios para incluir un anuncio en la muestra seleccionada. Utilizando como base el calendario de acciones corporativas que elabora Bloomberg, el sitio web de la Comisión Nacional de Valores y el servicio de noticias históricas de Bolsar, se construyó una base de datos única de anuncios de dividendos para el período 2000-2007.

La base original consistía de un total de 194 anuncios de dividendos correspondientes a 36 firmas públicas no financieras. A los fines del estudio se eliminaron:

- 55 observaciones dado que en el día del evento y el día inmediato posterior, la acción correspondiente no tuvo *trading*.
- 32 observaciones por no poder ser clasificadas bajo ninguna de las categorías analizadas o por falta de información en el servicio histórico de Bolsar.

Por lo tanto, la base definitiva quedó conformada por un total de 107 anuncios de dividendos. En la tabla I se puede observar la distribución de los anuncios por las categorías analizadas. Un hecho que se desprende de la lectura de la tabla I es que las firmas probablemente son más reacias a reducir el dividendo por acción que el *pay-out ratio*, un indicativo preliminar de que la señal de dividendo por acción puede ser más relevante que la señal que ofrece el *pay-out ratio*.

III. Metodología

La metodología empleada se basa en el trabajo de Campbell y McKinlay (1996). Con esta finalidad, se subdivide a la sección metodológica en tres secciones: medición del retorno anormal, estimación del retorno anormal e inferencia estadística.

III.1. Medición del Retorno Anormal

En términos generales, el retorno anormal se define como la diferencia entre el retorno observado del activo en la ventana del evento y el retorno esperado de la firma si el evento no tuviera lugar. Vale decir, el retorno anormal puede conceptualizarse como el retorno adicional del activo debido a la ocurrencia del evento.

Para una activo i y una fecha de evento t , se define:

$$\varepsilon_{it}^* = R_{it} - E[R_{it} / X_{it}] \quad (1)$$

donde:

ε_{it}^* representa la medida de retorno anormal,

R_{it} representa el retorno observado del activo i en el momento t y,

$E[R_{it} / X_{it}]$ constituye la medida del retorno “normal” en el día del evento.

III. 2. Estimación del Retorno Anormal

Los modelos generalmente utilizados para estimar $E[R_{it} / X_{it}]$ son¹⁰:

- a. **Modelo de Media Constante:** este modelo supone que el retorno de un activo i en ausencia del evento es igual al retorno promedio del activo. Vale decir:

$$\begin{aligned} R_{it} &= \mu_i + \xi_{it} \\ E[\xi_{it}] &= 0; \quad \text{Var}[\xi_{it}] = \sigma^2 \xi_i \end{aligned} \quad (2)$$

donde μ_i es el retorno promedio del activo i y ξ_{it} es el término de error.

- b. **Modelo de Mercado:** este modelo supone que el retorno del activo i se relaciona linealmente con el retorno de mercado, medido a través de un índice representativo. Es decir:

$$\begin{aligned} R_{it} &= \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it} \\ E[\varepsilon_{it}] &= 0; \quad \text{Var}[\varepsilon_{it}] = \sigma^2 \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

donde R_{mt} constituye el retorno de un índice representativo del mercado en el período t , ε_{it} representa el término de error. α_i , β_i y $\sigma^2 \varepsilon_i$ constituyen los coeficientes a estimar.

En general, el modelo de mercado es superior al modelo de media constante dado que reduce la variación del retorno asociado a las variaciones en el mercado. La ganancia en términos de reducción de la varianza de los retornos anormales es más significativa cuanto mayor sea el R^2 de la regresión del modelo de mercado.

Un caso particular utilizado frecuentemente en la práctica¹¹ es el modelo de mercado corregido, que restringe el modelo a $\alpha_i = 0$ y $\beta_i = 1$.

- c. **Modelos de factores:** con el propósito de reducir la varianza del retorno anormal, se han propuesto modelos que incorporan factores adicionales, como por ejemplo índices industriales¹².
- d. **Modelos económicos:** fundamentalmente, estimaciones en base al “*Capital Asset Pricing Model*” (CAPM) y el “*Arbitrage Pricing Model* (APT)”.

La medida de retorno anormal utilizada en el presente trabajo se basa en el modelo de mercado. Tal como afirman Brown y Warner (1985), bajo ciertas condiciones, no existen

10. Campbell y McKinlay (1996)

11. Particularmente para eventos donde no existe una historia de retornos, como es el caso de una oferta pública inicial de acciones.

12. Campbell y McKinlay (1996).

Seguendo a Asquit y Mullins (1986), se define el retorno anormal promedio (entre activos) en un día t de la ventana del evento como:

$$\varepsilon_t^* = (1/N) * \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it}^* \quad (4)$$

Un test estadístico simple para evaluar la hipótesis nula de que el retorno anormal promedio esperado en t es igual a cero es:

$$t = (1/N) * \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it}^* / (\sigma/N^{0.5}) \quad (5)$$

donde σ representa la desviación estándar muestral del retorno anormal promedio.

Si el valor t , en valor absoluto, es mayor al valor de la distribución t de student con $(N-2)$ grados de libertad con el nivel de confianza deseado, se rechaza la hipótesis nula de que el evento no tiene impacto en la riqueza de los accionistas.

Una medida de retorno anormal agregado complementaria a la anterior es el retorno anormal acumulativo el cual, para un activo i determinado, se define como:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} \varepsilon_{it}^* \quad \text{donde } T_1 \leq t_1 \leq t_2 \leq T_2 \quad (6)$$

El retorno anormal promedio acumulativo, $CAR(t_1, t_2)$, asume la expresión:

$$CAR(t_1, t_2) = (1/N) \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (7)$$

Seguendo el procedimiento establecido previamente, un test simple para analizar la hipótesis de que el retorno anormal promedio acumulativo igual a cero es:

$$t = (1/N) \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) / (\sigma_{car}/N^{0.5}) \quad (8)$$

Si el valor t , en valor absoluto, es mayor al valor de la distribución t de student con $(N-2)$ grados de libertad con el nivel de confianza deseado, se rechaza la hipótesis nula de que el evento no tiene impacto en la riqueza de los accionistas en la ventana de t_1 a t_2 .

Una alternativa a los tests paramétricos descriptos previamente es el test no paramétrico de signo¹⁶. El test se basa en que, bajo la hipótesis nula, es igualmente probable que el CAR sea positivo o negativo. Si, por ejemplo, queremos analizar la hipótesis de que el retorno anormal promedio acumulativo es positivo (como el caso de anuncios de incrementos de dividendos), el estadístico se define como:

16. La ventaja de usar tests no paramétricos reside en no suponer una distribución a priori de los retornos de los activos. El test de signo es el más simple del subconjunto de tests no paramétricos. Véase Corrado (1989) para un test no paramétrico más preciso para detectar retornos anormales.

$$Z = ((N^+ / N) - 0.5) * N^{0.5} / 0.5 \quad (9)$$

en el cual N^+ representa el número de casos donde el retorno anormal promedio acumulativo es positivo.

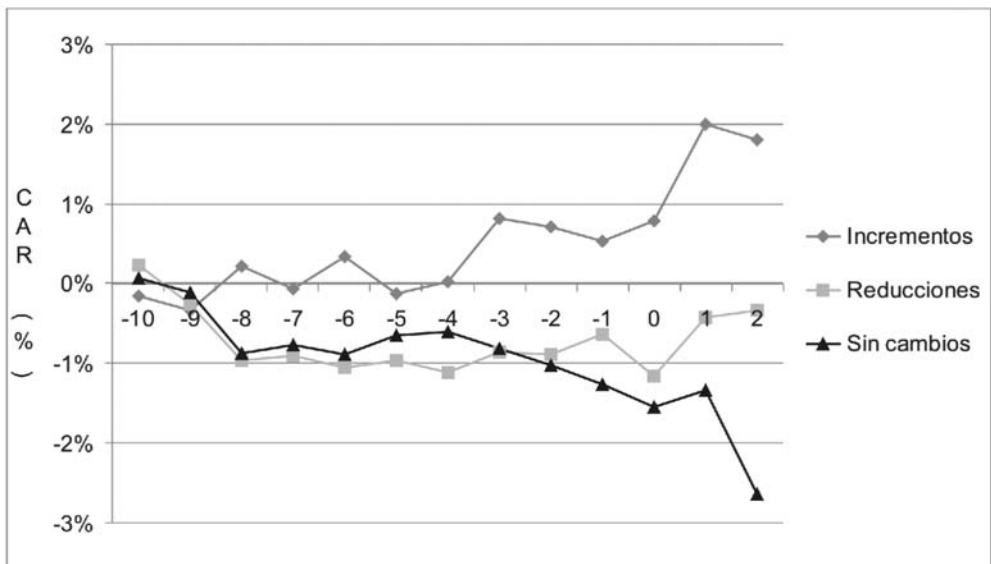
Para un test con nivel de confianza α , si $Z > \Phi^{-1}(\alpha)$ se rechaza la hipótesis nula que establece que la proporción de retornos anormales acumulativos positivos es igual o inferior a 0.5.

IV. Resultados Empíricos

En la tabla 3 se muestran las estimaciones del retorno anormal promedio y retorno anormal promedio acumulado utilizando como señal el dividendo por acción para las categorías incrementos, reducciones y sin cambios. Complementario a lo anterior, en el gráfico 1 se observa la evolución del retorno promedio acumulado por categoría en la ventana del evento:

Gráfico 1:

Evolución del CAR para cambios en el dividendo por acción



Fuente: Elaboración propia

De una lectura rápida del gráfico, se desprende que los retornos anormales promedios acumulados de anuncios de dividendos parecerían estar en línea con la evidencia empírica: positivos para incrementos (a partir del día -4) y negativos para reducciones y sin cambios. Se observa asimismo un incremento significativo (+ 1 %) en el retorno anormal promedio en el día posterior al evento para el caso del incremento.

Sin embargo, la inferencia estadística (ver tablas 4 y 5) sobre los coeficientes estimados no muestra resultados alentadores: (a) Si bien el retorno anormal promedio el día posterior al evento para los anuncios de incrementos de dividendos es significativo al 10 % en base al test t, el test no paramétrico de signo no rechaza la hipótesis nula de que la proporción es inferior o igual a 0.5. En la muestra analizada, el porcentaje de casos con retorno anormal positivo el día +1 es sólo del 52 %. Corrigiendo por magnitud del dividendo, los resultados no mejoran. La correlación entre el retorno anormal promedio y el tamaño del incremento es sólo del 0.06 (no significativo en términos estadísticos) y, (b) La inferencia sobre el retorno anormal promedio acumulativo ofrece resultados similares: los tests paramétricos y no paramétricos no rechazan la hipótesis nula de ausencia de retorno anormal en la ventana del evento.

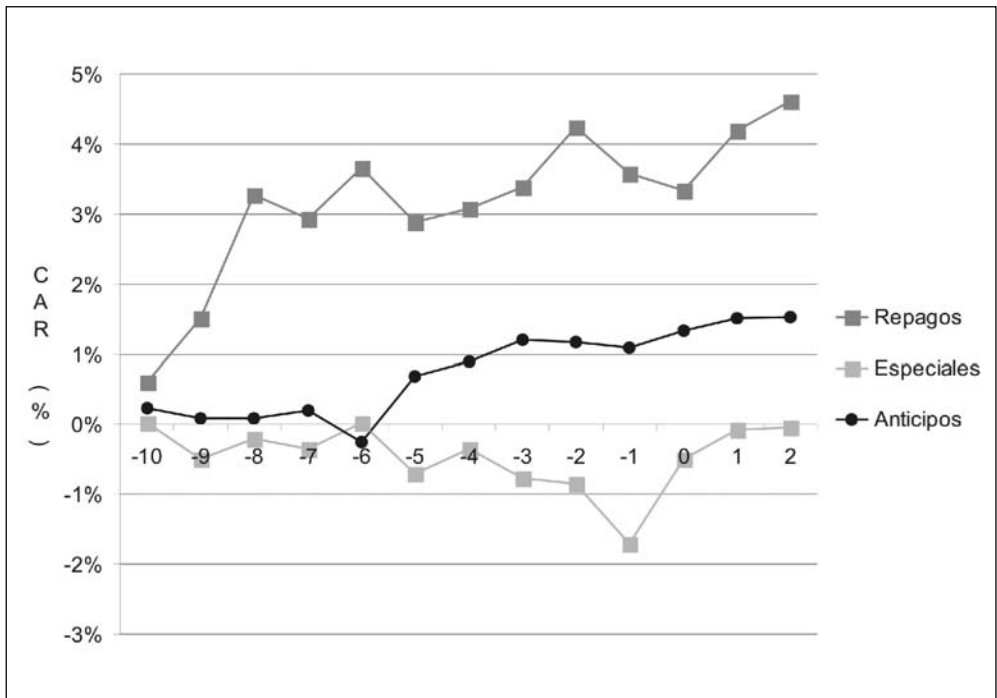
Utilizando como medida de señal el *pay-out ratio* los resultados obtenidos son similares (véase tablas 6 y 7):

- (a) Se observa un retorno anormal promedio significativo al 10 % el día posterior al evento para los anuncios de incrementos de dividendos. Sin embargo, el test no paramétrico no rechaza la hipótesis nula. Sólo en el 50 % de los casos, el retorno anormal promedio en el día +1 es positivo.
- (b) En relación a las reducciones en el *pay-out ratio*, se observa una caída en el retorno anormal promedio dos días posteriores al evento, significativo al 5 % en base al test t. No obstante, el test no paramétrico no rechaza la hipótesis nula: en la muestra, el 63 % de los casos de reducciones tiene retorno anormal promedio negativo.
- (c) La inferencia sobre el retorno anormal promedio acumulativo ofrece resultados similares: los tests paramétricos y no paramétricos no rechazan la hipótesis nula de ausencia de retorno anormal en la ventana del evento.

Por otro lado, en el gráfico 2, se puede observar la evolución de los Retornos Promedios Acumulativos Normales para las restantes categorías de dividendos analizadas: Repagos, Especiales y Anticipos.

Gráfico 2:

Evolución del CAR para Repagos, Especiales y Anticipos.



Fuente: Elaboración propia

De la lectura del gráfico y las tablas 8, 9 y 10 se deduce:

- (a) Existe cierta anticipación en el caso de los repagos de dividendos y un incremento en el día posterior al evento (tablas 8 y 9). Si bien sólo el retorno anormal promedio es positivo y significativo en el día -8 y el día -2 al 5 % y 10 % respectivamente según el test t, el retorno anormal promedio acumulativo es significativo en toda la ventana del evento a partir del día -8. A diferencia de los casos anteriores, el test no paramétrico de signo confirma en parte los resultados anteriores: entre el día -8 y el día -3 y a partir del día posterior del evento, se rechaza la hipótesis nula de que la proporción de casos de retorno anormal promedio acumulativo positivo es inferior o igual a 0.5.
- (b) Las series de dividendos especiales y anticipos no muestran un patrón determinado y, en todos los casos, el retorno anormal promedio acumulativo no es significativo para ambos tests.

V. Conclusiones

A la luz de los resultados empíricos de la sección anterior y con las limitaciones que impone el tamaño de la muestra utilizado, se puede concluir:

- 1) No existe evidencia sólida de que los anuncios de dividendos tengan contenido informativo, con la potencial excepción de los repagos de dividendos. En este último caso, parece existir un grado de anticipación del evento, hecho que se refleja en la significatividad del retorno anormal promedio en días anteriores al evento y la no significatividad del mismo en el día del evento y posteriores.
- 2) Cabe remarcar también que la evidencia encontrada es independiente de la magnitud del dividendo y de la señal utilizada. Las correlaciones entre la magnitud del retorno anormal y el tamaño de la señal son no significativas, tanto para el dividendo por acción como para el *pay-out ratio*.
- 3) Si bien las firmas son más renuentes a reducir el dividendo por acción, por contraposición al *pay-out ratio*, la evidencia sugiere que dicha renuencia no está explicada por una potencial y significativa caída en el precio de la acción.

Las razones detrás del no significativo contenido informativo de los anuncios de incrementos y reducciones en dividendos pueden agruparse en dos categorías:

- a. Por un lado, cuestiones específicas al diseño del estudio de eventos. Dado que en Argentina un alto porcentaje de firmas siguen un patrón irregular en el pago de dividendos, la “sorpresa” contenida en el anuncio es probablemente baja. Las firmas, al no comprometerse explícitamente o implícitamente a una determinada política de dividendos, no ofrecen una señal creíble de pago de dividendos a través del tiempo. Adicional a lo anterior, el tamaño de muestra utilizado y los efectos que puede tener el bajo nivel de *trading* sobre los estimadores del modelo de mercado¹⁷ nos obligan a ser cautos a la hora de extrapolar los resultados.
- b. Por otro lado, la razonabilidad de los supuestos para el mercado de capitales argentino que están por detrás de las teorías de información asimétrica y conflictos de agencia. Tal como establecen Dewenter y Warther (1998), una de las condiciones que se deben cumplir para que la hipótesis de existencia de información asimétrica entre

17. Dimson (1979) demostró que las betas de las acciones de bajo nivel de trading están sesgadas a la baja. El autor propone como método para corregir dicha distorsión estimar el modelo de mercado utilizando rezagos y adelantos del retorno de mercado, con la hipótesis de que si un activo que no ha sido comercializado últimamente vuelve a ser negociado en el mercado, los retornos del activo deben captar tanto los retornos pasados como presentes del mismo. Para un ejemplo de aplicación del método en mercados ilíquidos, véase Castillo (2004) para el estudio del efecto de anuncios de emisión de bonos y deuda en el mercado de acciones chileno. En el presente estudio se optó no aplicar la corrección de Dimson para mantener el ejercicio tan simple como sea posible y debido a que los anuncios con bajos niveles de trading fueron excluidos de la muestra. Sin embargo, como alternativa, se estimaron los retornos anormales para aquellos activos cuyo coeficiente $\hat{\alpha}_i$ del modelo de mercado son significativos (un 90 % de la muestra). Los resultados obtenidos no cambian en forma significativa.

gerentes e inversores sea relevante es que exista un número significativo de accionistas que tengan un horizonte de corto plazo. Asimismo, los mercados de capitales deben ser eficientes de modo que el evento se refleje correctamente en los precios. En el caso de los conflictos de agencia, la teoría predice que los cambios en el nivel de dividendos deberían estar positivamente correlacionados con los retornos de los activos dado que mayores dividendos reducen la tendencia de los gerentes a desperdiciar free-cash flow. Dado que en Argentina pueden existir mecanismos alternativos de control corporativo (como los bancos), la propiedad es altamente concentrada y existen restricciones financieras, es probable que dicho efecto sea reducido¹⁸.

Referencias

- Allen, Franklin., and Roni Michaely, 2003, Payout Policy, George M. Constantinides ed.: *Handbook of the Economics of Finance* (Elsevier B.V)
- Aharony, J., and I.Swary, 1980, Quarterly dividends and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis, *Journal of Finance* 35, 1-12.
- Asquit, Paul and David W. Mullins, 1983, The Impact of initiating dividends on shareholders ' wealth, *Journal of Business* 56, 77-96
- Bhattacharya, Sudipto, 1979, Imperfect Information, dividend policy, and "the bird in the hand" falacy, *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner, 1985, Using daily stocks returns: the case of event studies, *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and Archie C. MacKinlay, 1996, *The Econometrics of Financial Markets* (Princeton University Press, Princeton)
- Castillo, Augusto, 2004, The Announcement effect of bond and equity issues: evidence from Chile, *Estudios de Economía* 31, 177-205.
- Corrado, Charles, 1989, A non parametric test for abnormal security price performance in event studies, *Journal of Financial Economics* 23, 385-395.
- Dewenter, Kathryn L., and Vincent A. Warther, 1998, Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of japanese and U.S. firms, *Journal of Finance* 53, 879-904.
- Dimson, E., Risk measurement when shares are subject to infrequent trading, *Journal of Financial Economics* 7, 197-226.

18. En un contexto de restricciones financieras, los dividendos pueden ser conceptualizados como el *cash-flow* residual de la firma una vez decidida la política de inversión. De este modo, puede ser ineficiente para una empresa atenerse a una política de dividendos específica si ésta reduce la flexibilidad financiera para enfrentar nuevas oportunidades de crecimiento.

Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, 1980, Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, *The Bell Journal of Economics* 11, 42-64.

Grullon, Gustavo, Roni Michaely, and Bhaskaran Swaminathan, 2002, "Are dividend changes a sign of firm maturity?", *Journal of Business* 75, 387-424.

Jensen, Michael J., 1986, Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers, *The American Economic Review* 76, 323-329.

Miller, Merton H., and Kevin Rock, 1985, Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance* 40, 1031-1051.

Michaely, Roni, Richard H. Thaler, and Kent Wornack, 1995, Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift, *Journal of Finance* 50, 573-608.

Pettit, Richardson, 1972, Dividends announcements, security performance and capital market efficiency, *Journal of Finance* 27, 993-1007.

Zablotsky, Eduardo, 2001, Consideraciones sobre la eficiencia del mercado de capitales argentino, Working Paper, Universidad del CEMA.