

# Índice

<b>Prólogo</b> . . . . .	11
<b>Capítulo 1. Introducción</b> . . . . .	17
1.1 ¿Hay alguien que preste realmente atención a los dividendos? (o, ¿por qué preocuparse?) . . . . .	18
1.2 Una breve historia de la política de dividendos . . . . .	21
1.2.1 Resumen de la evolución de los dividendos . . . . .	23
1.3 Beneficios, dividendos y gastos de capital . . . . .	23
1.4 Ingresos en dividendos frente a ingresos totales de las acciones ordinarias . . . . .	28
1.5 Rentabilidad por dividendos . . . . .	30
1.6 Declaración de dividendos . . . . .	30
1.7 El rompecabezas de los dividendos . . . . .	32
1.8 Adónde nos dirigimos . . . . .	33
<b>Capítulo 2. Valoración de acciones</b> . . . . .	35
2.1 Plusvalías frente a dividendos . . . . .	36
2.1.1 Ejemplos del impacto del horizonte de la inversión . . . . .	36
2.1.1.1 El caso de cuatro propietarios de un año . . . . .	37
2.1.1.2 El caso de un propietario de cuatro años . . . . .	37
2.1.1.3 Resumen . . . . .	38
2.2 Ejemplo de valoración de una acción ordinaria . . . . .	39
2.3 Política de dividendos y precio de las acciones . . . . .	41
<b>Apéndice 2A. Modelo de valoración de acciones</b> . . . . .	43
<b>Capítulo 3. Política de dividendos y riqueza de los accionistas</b> . . . . .	45
3.1 A lo que realmente nos referimos por política de dividendos . . . . .	45
3.1.1 Ejemplos de políticas de dividendos residuales y gestionadas . . . . .	46
3.2 Política de dividendos y la conclusión de Miller/Modigliani . . . . .	47
3.2.1 La idea intuitiva de M&M . . . . .	48
3.2.1.1 ¿Qué sucede si el precio de las acciones se reduce menos que los dividendos extra pagados? . . . . .	49
3.2.1.2 ¿Qué sucede si el precio de las acciones se reduce más que los dividendos extra pagados? . . . . .	50
3.3 La controversia de la política de dividendos . . . . .	50

---

<b>Apéndice 3A. Política de dividendos y riqueza de los accionistas . . .</b>	<b>52</b>
3A.1 Miller y Modigliani. . . . .	52
3A.2 Política de dividendos en un MCP con certeza . . . . .	53
3A.3 Política de dividendos en un MCP con incertidumbre . . . . .	58
3A.4 Resumen de la política de dividendos en un MCP . . . . .	59
<b>Capítulo 4. Una introducción a los mercados de capital imperfectos .</b>	<b>61</b>
4.1 Dividendos «de producción propia» y financiación sin costes	62
4.2 Costes de transacción. . . . .	63
4.2.1 Medida del impacto de los costes de transacción . . . . .	63
4.3 Costes de creación ( <i>flotation costs</i> ) . . . . .	64
4.4 Explicaciones de comportamiento para la relevancia de la política de dividendos . . . . .	65
4.5 Conclusiones . . . . .	66
<b>Capítulo 5. Dividendos e impuestos . . . . .</b>	<b>67</b>
5.1 El entorno tributario . . . . .	67
5.2 Rentabilidad por dividendos y beneficios ajustados al riesgo	69
5.2.1 La teoría . . . . .	69
5.2.2 Los resultados . . . . .	70
5.2.2.1 El experimento de Black y Scholes. . . . .	70
5.2.2.2 El experimento de Litzenberger y Ramaswamy . . . . .	71
5.2.2.3 B&S frente a L&R . . . . .	71
5.2.2.4 La crítica de Miller y Scholes . . . . .	72
5.3 Estudios sobre el día exdividendos . . . . .	73
5.3.1 La teoría . . . . .	73
5.3.2 Los resultados . . . . .	77
5.4 El día exdividendos y los estudios transversales . . . . .	80
5.4.1 Revisión del experimento de L&R: ¿variaciones temporales o transversales de las rentabilidades? . . . . .	80
5.4.2 Efectos tributarios y variaciones temporales de la rentabilidad. . . . .	81
5.4.3 Clientelas inducidas por los impuestos: pruebas empíricas . . . . .	83
5.4.4 Implicaciones de los estudios del día exdividendos . .	85
5.5 El caso de Citizen Utilities. . . . .	85
5.6 Conclusiones . . . . .	86
<b>Capítulo 6. Política de dividendos y problemas de agencia . . . . .</b>	<b>89</b>
6.1 Relaciones de agencia . . . . .	89
6.2 Relaciones de agencia y dividendos . . . . .	90

6.3	Accionistas frente a prestamistas . . . . .	91
6.3.1	El distinto impacto de los dividendos . . . . .	94
6.3.2	Restricciones de dividendos . . . . .	94
6.3.3	Conflictos similares . . . . .	95
6.4	Accionistas frente a directivos . . . . .	96
6.4.1	Propiedad frente a control. . . . .	96
6.4.2	El análisis de Easterbrook . . . . .	97
6.4.3	El análisis de Jensen . . . . .	99
6.4.4	La compensación de la dirección . . . . .	100
6.5	Pruebas empíricas sobre problemas de agencia y dividendos	101
6.5.1	Accionistas y prestamistas . . . . .	102
6.5.2	Accionistas y directivos . . . . .	102
6.6	Conclusiones . . . . .	104
<b>Apéndice 6A. El distinto impacto de los dividendos sobre los accionistas y los obligacionistas. . . . .</b>		<b>108</b>
<b>Capítulo 7. Política de dividendos e información asimétrica . . . . .</b>		<b>111</b>
7.1	Mercados de capital perfectos e información . . . . .	111
7.2	Modelos de señalización . . . . .	113
7.2.1	Señalización mediante dividendos. . . . .	114
7.2.2	Ejemplos numéricos . . . . .	115
7.2.2.1	«Mejor» empresa: caso sin dividendos. . . . .	116
7.2.2.2	«Mejor» empresa: caso con dividendos . . . . .	117
7.2.2.3	«Peor» empresa: caso sin dividendos . . . . .	118
7.2.2.4	«Peor» empresa: caso con dividendos . . . . .	118
7.2.2.5	Resumen. . . . .	118
7.2.3	El modelo de John y Williams . . . . .	119
7.2.4	El modelo de Bhattacharya . . . . .	119
7.2.5	El modelo de Miller y Rock . . . . .	120
7.3	Otros modelos teóricos. . . . .	121
7.3.1	Suavización de dividendos. . . . .	121
7.3.2	Dividendos frente a recompras de acciones . . . . .	122
7.3.3	Elección de señales . . . . .	123
7.4	Pruebas empíricas. . . . .	125
7.4.1	Efectos del anuncio . . . . .	126
7.4.2	Cambios en las expectativas del mercado. . . . .	126
7.4.3	Previsiones de beneficios futuros. . . . .	127
7.5	Señalización mediante dividendos considerando oportunidades de inversión y transacciones internas . . . . .	128
7.5.1	El estudio de Lang y Litzenberger . . . . .	129
7.5.2	El estudio de John y Lang . . . . .	130
7.6	Conclusiones . . . . .	131

<b>Capítulo 8. Decisiones de política de dividendos</b> . . . . .	137
8.1 Patrones de dividendos de empresas concretas . . . . .	137
8.2 El estudio de Lintner . . . . .	141
8.2.1 Un ejemplo de cambio en los dividendos. . . . .	143
8.3 El modelo de Lintner. . . . .	143
8.4 El impacto de la política de dividendos en la inversión . . . .	144
8.5 Patrones de dividendos de las empresas individuales 145 estudiadas. . . . .	145
8.6 Investigaciones posteriores sobre modelos de dividendos . .	146
8.7 Conclusiones. . . . .	147
<b>Capítulo 9. Política de dividendos: la perspectiva global</b> . . . . .	149
9.1 Estadísticas descriptivas sobre políticas de dividendos del mundo. . . . .	150
9.1.1 Tamaño y frecuencia de dividendos . . . . .	150
9.1.2 Características institucionales. . . . .	154
9.1.3 Diferencias tributarias . . . . .	154
9.2 Patrones de pago de dividendos alrededor del mundo . . . .	157
9.3 Impuestos y políticas de pago de dividendos en países distintos . . . . .	159
9.3.1 Comportamiento del precio de las acciones alrededor de los días exdividendos . . . . .	160
9.3.2 Otros tests del efecto tributario. . . . .	164
9.4 Conflictos de intereses, información y política de pagos . . .	166
9.5 Conclusiones. . . . .	168
<b>Capítulo 10. La recompra de acciones ordinarias: una alternativa   a los dividendos</b> . . . . .	169
10.1 Motivos para la recompra de acciones frente a los pagos de dividendos . . . . .	170
10.1.1 Motivos similares . . . . .	170
10.1.2 Motivos diferentes . . . . .	170
10.1.3 Resultados de estudios sobre recompra de acciones ordinarias . . . . .	172
10.2 Métodos de recompra de acciones ordinarias. . . . .	173
10.2.1 Ofertas de precio fijo . . . . .	173
10.2.2 Recompra en mercado abierto . . . . .	174
10.2.3 Recompra de subasta holandesa . . . . .	175
10.2.4 Distribuciones de opciones de ventas . . . . .	175
10.2.5 Recompra de acciones objetivo . . . . .	176
10.3 Tendencias en la recompra de acciones ordinarias . . . . .	176
10.4 Cuestiones fiscales entre recompra de acciones y pagos de dividendos . . . . .	178

10.5	Implicaciones teóricas de la recompra de acciones . . . . .	181
10.5.1	Modelos de señalización . . . . .	181
10.5.2	Defensas ante adquisiciones. . . . .	183
10.6	Los resultados empíricos sobre recompra de acciones . . . . .	184
10.6.1	Rentabilidades en el periodo del anuncio . . . . .	184
10.6.2	Recompras de acciones como mecanismo de señalización. . . . .	185
10.6.3	Cuestiones sobre el control de la empresa . . . . .	187
10.6.4	Interpretaciones de las recompras de acciones . . . . .	189
10.7	Conclusiones . . . . .	192
<b>Capítulo 11. Implicaciones de gestión y conclusiones . . . . .</b>		<b>195</b>
11.1	¿Qué piensan los directivos sobre la política de dividendos?	196
11.2	¿Qué pensamos nosotros sobre la política de dividendos? . .	197
11.2.1	La «balanza» de la relevancia de los dividendos. . . . .	197
11.2.2	El modelo de las fricciones en competencia. . . . .	198
11.3	Imperfecciones de mercado por separado . . . . .	199
11.3.1	Los impuestos . . . . .	199
11.3.2	Costes de agencia . . . . .	202
11.3.3	Información asimétrica . . . . .	204
11.3.4	Costes de transacción. . . . .	206
11.3.5	Costes de creación . . . . .	206
11.3.6	Consideraciones del comportamiento inversor. . . . .	207
11.4	Interacciones de las imperfecciones de mercado . . . . .	207
11.5	Estrategias a la hora de tratar las imperfecciones de mercado . . . . .	208
11.5.1	Un ejemplo de resolución de fricciones en competencia . . . . .	208
11.5.2	Un ejemplo de dividendos a lo largo del ciclo de vida . . . . .	209
11.6	Conclusiones . . . . .	212
<b>Referencias . . . . .</b>		<b>213</b>