

Efecto del reparto de dividendo en el retorno de la acción en Chile

Darcy Fuenzalida / Mauricio Nash

Resumen

En los últimos 27 años, se han efectuado numerosos estudios en el campo de los dividendos. Este artículo tiene como objetivo contrastar el estudio de Barclay (1987) y complementar el de Venkatesh (1989).

En esta investigación, se concluye que, en Chile, los retornos accionarios en la fecha poscierre no caen en el monto del dividendo como lo concluido por Barclay. Esto se debe a que, en Chile, el efecto depende del tipo de dividendo. Finalmente, complementando el estudio de Venkatesh, se determinó que, en Chile, la volatilidad promedio de los 25 días anteriores al cierre es menor que los 25 días posteriores.

Palabras clave: dividendo, efecto clientela, fecha límite, ganancia de capital y ganancia de dividendo

Clasificación del JEL: G10 y G19

Abstract

There have been many studies in the field of dividends in the last twenty seven years. The aim of this paper is to contrast the Barclay study (1987), and to complement Venkatesh study (1989).

In this research, we conclude that, in Chile, contrary to Barclay is conclusion, the share returns, immediately after the date of closing, do not show a drop in the amount of the dividend. Finally, complementing Venkatesh study, we reached the conclusion that the average volatility of the twenty five day prior to the closing is lower than that of the twenty five days following the closing.

Keywords: dividend, clientele effect, cutoff date, capital gain and dividend gain

JEL classification: G10 and G19

INTRODUCCIÓN

Las empresas en Chile reparten, por lo menos, un 30% de las utilidades líquidas por ley. Por este motivo, es de gran importancia medir el impacto de los repartos de dividendo en el retorno de la acción.

En los últimos 27 años, se han efectuado variados estudios nacionales e internacionales. El principal objetivo de esta investigación es contrastar la evidencia internacional del estudio de Barclay (1987), que examinó el comportamiento de los precios de las acciones el día posterior al cierre del registro de accionistas con derecho a recibir pago de dividendo. Se concluyó que los retornos accionarios en la fecha poscierre caen en el monto del dividendo; es decir, los inversionistas valoran los dividendos y las ganancias de capitales como perfecto sustituto. Por otro lado, se pretende complementar el estudio de Venkatesh (1989), el que concluyó que la volatilidad de los retornos accionarios es más baja en el período postanuncio del dividendo, lo que se explicaría fundamentalmente debido a la menor incertidumbre sobre las condiciones de la firma. Así, a la inversa de lo que ocurre en el período preanuncio del dividendo, los inversionistas dan menos importancia a elementos de información con carácter de rumor y sin fuentes verificables.

El principal objetivo es determinar si los inversionistas valoran los dividendos y las ganancias de capitales como perfecto sustituto en Chile; y el objetivo secundario es estudiar la volatilidad de los retornos accionarios en los días posteriores al cierre del registro de accionistas con derecho a recibir pago de dividendo y anteriores. De esta forma, se complementa el estudio de Venkatesh, quien estudió la volatilidad anterior y posterior al anuncio. En nuestro estudio, lo mediremos respecto al día de cierre del registro de accionistas con derecho a recibir pago de dividendo.

En la primera sección, desarrollamos un análisis de las políticas de dividendo en Chile y de los tipos de dividendos. En la segunda sección, describiremos los principales estudios de los últimos 27 años. Luego, en la tercera sección, se realiza una descripción de la metodología. En la cuarta sección, se analizarán los resultados del estudio. Finalmente, explicaremos las conclusiones.

1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN CHILE Y TIPOS DE DIVIDENDOS

En Chile, las empresas reparten, en promedio, tres dividendos provisorios al año; y un dividendo definitivo mínimo obligatorio solamente se reparte cuando con los dividendos

provisorios no alcanzan el monto mínimo que se debe repartir. Otros dividendos que son ocasionales son dividendos eventuales y adicionales. A continuación, se explican los tipos de dividendo.

- a) Dividendo provisorio: es aquel que acuerda distribuir el directorio, durante el ejercicio, con cargo a las utilidades del mismo. Este dividendo debe ser pagado en la fecha que determine el mismo.
- b) Dividendos definitivos: este tipo de dividendo se clasifica así:
 - Dividendo mínimo obligatorio: es aquel que acuerda la junta de accionistas con el fin de cumplir con la obligación de distribuir anualmente como dividendo un mínimo de 30% de la utilidad líquida de cada ejercicio.
 - Dividendo adicional: es aquel que acuerda la junta de accionistas por sobre el dividendo mínimo obligatorio legal.
 - Dividendo eventual: es aquel que corresponde a la parte de las utilidades que no ha sido destinada por la junta de accionistas a ser pagada durante el ejercicio, como dividendo mínimo obligatorio o como dividendo adicional, sino a ser pagada en ejercicio futuro.

Por otro lado, para el diseño de una política de dividendo, se deben tener presentes los siguientes aspectos:

- Necesidades de fondos de la empresa: las empresas deben analizar sus reales capacidades para mantener un flujo de dividendo en relación con las distribuciones de probabilidad de flujos futuros de efectivo y sus respectivas posiciones. Sobre la base de este análisis, se determinan los fondos residuales probables en el futuro. Esto es importante ya que el mercado valora la estabilidad de los dividendos al arrojar una señal implícita sobre las expectativas.
- Liquidez: es importante que las empresas mantengan liquidez para tener una mayor capacidad para pagar dividendos y enfrentar imprevistos propios de crecimiento. Es importante considerar esto, porque, generalmente, empresas que están en crecimiento, y siendo rentables, pueden tener una baja posición de liquidez por cuanto concentran sus inversiones en activo fijo y activos poco líquidos.

- Capacidad de endeudamiento: las empresas pueden definir mejor su capacidad de endeudamiento al establecer con mayor exactitud sus políticas de dividendos.
- Naturaleza de los accionistas: cuando existe un estrecho control sobre una empresa, la administración conoce con relativa facilidad las expectativas de sus accionistas en materia de dividendo, lo que facilita la definición de estos; así, la gran mayoría está afecta a altas tasas de impuesto. Como consecuencia, se puede establecer un bajo nivel de dividendo, pero siempre sobre la base de la existencia real de oportunidades de inversión con VAN positivo. Cuando la propiedad está más diluida, existirá un alto porcentaje de estos que demandará altos niveles de dividendos.

2. EVIDENCIA EMPÍRICA

A continuación, se describirán importantes estudios internacionales y nacionales relacionados con el anuncio y pago de dividendo en los últimos 27 años, tales como el de Jensen y Meckling (1976), el cual determinó que, en la medida en que la propiedad esté más diluida, mayor será el costo de agencia. Este costo es la divergencia de intereses entre los accionistas y el administrador, ya que, mientras menor sea la participación de los accionistas *outsiders* en el patrimonio de la empresa, menor será la posibilidad de supervisar y disciplinar a los administradores corporativos. Así, estos exigirán un mayor pago de dividendo con el fin de que los administradores no les den un mal uso a los recursos generados y, de esta forma, reducir los costos de agencia.

Rozeff (1982) estudió los factores determinantes del pago de dividendos y encontró tres importantes: 1) los costos de transacción de financiamiento externo, 2) las restricciones financieras creadas por el *leverage* operativo y 3) el financiamiento de la firma y los costos de agencia. Destaca en su estudio que los costos de transacción guardan estrecha relación con el nivel de *leverage* financiero y operativo de la firma, pues, si la firma tiene un nivel de *leverage* relativamente alto, entonces, su dependencia de financiamiento externo aumenta. El estudio de Asquith y Mullins (1983) analiza las empresas que pagan dividendos por primera vez y encuentra que estas presentan retornos anormales. Los resultados de este estudio indican que el inicio de dividendos y los aumentos subsecuentes de dividendo aumentan la riqueza de los accionistas. Los dividendos entregan información valiosa, única y son una señal del rendimiento de la empresa y sus proyectos futuros.

Por otro lado, Easterbrook (1984) expone que los costos de agencia generados por la separación de la propiedad y el control pueden disminuirse a través de la política de dividendos. La base del análisis está en que, a mayor dispersión, existen también menos

incentivos para controlar las acciones de la administración, pues el costo de su inspección lo soporta cada accionista en forma individual, mientras que todos capturan el beneficio. Luego, lo óptimo es que todos los accionistas ejerzan una supervisión como grupo o nadie controlará. De esta forma, se presenta el problema de *freeriders*.

Asimismo, es fundamental el estudio de dos importantes investigadores, cuyos resultados han sido contrastados por muchos autores. Por un lado, está el estudio de asimetría de información de Miller y Rock (1985), quienes plantean el problema de asimetría de información que existe entre los *insiders* (administradores) y los *outsiders* (inversionistas externos). Este problema surge, dado que, como los *insiders* manejan más y mejor información sobre el valor de la empresa, el pago de dividendo serviría como una señal de las ganancias actuales y futuras no observables por los *outsiders*. Por otro lado, tenemos el estudio de flujo de caja libre de Jensen (1986), en el cual se concluye que el pago de dividendos es una solución al problema de flujo de caja libre, evitando el mal uso de estos excedentes, los cuales son todos los excedentes que quedan una vez realizados todos los proyectos con VAN mayor que cero, descontado a la tasa de costo de capital relevante.

Otro estudio importante es cómo los individuos valoran los dividendos y las ganancias de capitales. Barclay (1987) examinó el comportamiento de los precios de las acciones en el día posterior al cierre del registro de accionistas con derecho a recibir pago de dividendo y concluyó que los retornos accionarios en la fecha poscierre caen en el monto del dividendo; es decir, los inversionistas valoran los dividendos y las ganancias de capitales como perfecto sustituto.

Por otro lado, el estudio de Lang y Litzenberger (1989) trata de explicar el efecto de los anuncios de dividendos sobre el precio de las acciones contrastando las hipótesis de señales y flujo de caja libre planteadas por Miller y Rock (1985) y Jensen (1986). Estos autores utilizan la Q de Tobin que es una medida de las oportunidades de crecimiento de las empresas y se define como el valor de mercado sobre el valor de reposición de la inversión que establece que aquellas firmas que presentan una $Q > 1$ presentan sobreinversión (invierten en proyectos con $VAN < 0$) y corresponden a una hipótesis de flujo de caja libre. Tales autores encuentran que el retorno promedio frente a cambios en dividendo es mayor para empresas con $Q < 1$; es decir, el mercado reacciona más fuerte cuando la empresa está sobreinvirtiendo. Por lo tanto, si $Q > 1$, un aumento de dividendo es una buena señal y, si $Q < 1$, una disminución de los dividendos es una buena señal. En el ámbito de impacto de los cambios de dividendos y la información contenida en los anuncios de ganancias y en la volatilidad de los retornos, es importante destacar el estudio de Venkatesh (1989). En su estudio, determinó que existe, en promedio, una mayor informa-

ción transmitida por los anuncios de ganancias en el período predividendo en relación con el período posdividendo, y encontró que las reacciones en precio frente a anuncios de ganancias son, en promedio, menores en el período posdividendo, independientemente de si el anuncio de ganancia precede o sucede al anuncio de dividendo. También encuentra que la volatilidad de los retornos accionarios es más baja en el período posdividendo, lo que se explicaría fundamentalmente debido a la menor incertidumbre sobre las condiciones de la firma. Así, a la inversa de lo que ocurre en el período predividendo, los inversionistas dan menos importancia a elementos de información con carácter de rumor y sin fuentes verificables.

Por otra parte, es importante destacar el estudio de la posible relación entre el pago de dividendo y la emisión de acciones de Loderer y Mauer (1992). Este estudio concluye que no existe una relación entre el pago de dividendo y la emisión de nuevas acciones, ya que estos dos hechos estarían generando distinta información. Los dividendos informan acerca de los flujos de caja esperado, es decir, ganancias actuales y futuras, mientras que la emisión de acciones informa sobre la elasticidad precio de la firma.

Es importante destacar un estudio de Jensen, Solberg y Zorn (1992) que investiga los determinantes que resultan comunes al definir las políticas de propiedad interna, deuda y dividendo de la firma. En su estudio, denominado "Determinación simultánea de propiedad interna, deuda y dividendo", concluyen que los niveles de deuda, dividendo y propiedad interna de una firma no solo están explicados por sus atributos específicos, sino también se relacionan directamente entre sí. Además, encuentran que los pagos de dividendo están correlacionados negativamente no solo con el crecimiento y las oportunidades de inversión de la firma, sino también con su nivel de apalancamiento y propiedad interna; esto último resulta coherente con la hipótesis de flujos de caja libre. En otro ámbito, es importante destacar el estudio de Smith y Watts (1992). Este estudio se extiende en el nivel industrial, promediando los datos de las firmas individuales seleccionadas de cada industria. En él, se concluye que las firmas con altas oportunidades de crecimiento presentan bajo nivel de *leverage*, baja rentabilidad de dividendos y altos niveles de compensación. Por otra parte, las firmas grandes tienen altos retornos de dividendos y altos niveles de compensación. Por último, la regulación provoca altos niveles de *leverage*, alta rentabilidad de dividendo, bajos niveles de compensación y baja frecuencia en el uso de planes de incentivo.

Agrawal y Jayaraman (1994) verifican la teoría de que tanto los dividendos como el pago de interés de la deuda constituyen mecanismos para reducir los costos de agencia entre la administración y los accionistas, al reducir los flujos de caja libre que quedan a discreción

de la gerencia, para su consumo pecuniario e inversión en proyectos no rentables. Este argumento resulta consistente con la hipótesis de flujo de caja libre expuesto por Jensen. Es importante destacar la investigación de Yoon y Starks (1995). En ella, estudian la relación entre los retornos anormales y la Q de Tobin, y toman como variables de control el cambio en el pago de dividendos, el rendimiento de los dividendos y el tamaño de la empresa. Finalmente, encuentran que no existe tal relación y, por lo tanto, los resultados apoyan la hipótesis de señales investigada por Miller y Rock (1985).

En Chile, Guzmán y Maqueira (1997) investigaron una muestra de acciones que se transan en bolsa y concluyeron que el comportamiento ex dividendo del precio de las acciones está determinado por factores tributarios más que por retornos anormales. Esto apoya la hipótesis de un efecto clientela en el mercado nacional inducido por la estructura tributaria que enfrentan sus inversionistas locales. Otro estudio importante es el de Alaluf y De Río (1999), quienes estudiaron los efectos de la reducción de la política de dividendo de la empresa Telefónica Chile de un 40% a un 30% de las utilidades totales en el año 1998, y concluyeron que el recorte de dividendo no produjo efectos negativos significativos en los retornos presentados por las acciones de la compañía antes del anuncio. Este estudio valida la hipótesis de señales, modelo desarrollado por Miller y Rock (1985), que plantea que los cambios inesperados en el pago de dividendos llevarán a una revisión de las expectativas, lo que se traduciría en cambios en el precio de las acciones. El caso Telefónica Chile demuestra que la entrega de información en forma oportuna y apropiada evita que se produzcan cambios inesperados en los retornos accionarios de la empresa. Por último, en un reciente estudio, en Chile, de Maqueira y Moncayo (2003), se analizaron 54 empresas chilenas pertenecientes a diferentes sectores industriales para el período comprendido entre 1996 y 2003. En este estudio, se determinó que existe una tendencia a usar dividendos como un mecanismo de transmisión de información al mercado, de sus expectativas de flujos presentes y futuros de la empresa. Asimismo, se concluyó que las personas encargadas de la administración y gestión de las empresas chilenas se comportan en forma consistente con la teoría de señales. Por otro lado, se determinó que las variables representativas de desempeño histórico, como, por ejemplo, crecimiento pasado y *leverage* de la empresa, son consistentes con la influencia de los costos de transacción en las decisiones de dividendo señaladas por Rozeff (1982). Esto guarda una relación inversa con los dividendos en el sentido de que, a mayor crecimiento pasado y/o a mayores flujos destinados al cumplimiento de obligaciones fijas, se pagaron menores dividendos con la finalidad de no recurrir al mercado de capitales para satisfacer necesidades de financiamiento que resultan costosas por este medio.

3. DATOS Y METODOLOGÍA APLICADA

3.1. Metodología

La metodología que usaremos se basa en un estudio de los procesos de repartos de dividendos provisorios y definitivos mínimos obligatorios; no se estudiarán los eventuales y adicionales, pues estos procesos de dividendo son muy esporádicos. Nuestro objetivo es medir el impacto en los retornos accionarios en relación con la fecha límite de inscripción en el registro de accionistas para acceder al pago de dividendo. Se analizará el efecto tanto para los dividendos definitivos mínimos obligatorios como para los dividendos provisorios, y se comparará la caída de los retornos accionarios el día posterior a la fecha límite frente al aumento del monto del dividendo en la fecha límite.

La determinación de la fecha límite momento 0 es importante, ya que, después de la última transacción del día límite, no se puede acceder al pago correspondiente a ese proceso de dividendo. Además, se analizarán 25 transacciones correlativas anteriores y 25 transacciones correlativas posteriores con el fin de poder concluir sobre la volatilidad antes y después de la fecha límite (ver gráfico 1).

3.2. Descripción del estudio

Se calcularán los retornos de cada acción durante todo el período de estudio con el fin de obtener un análisis gráfico en el nivel agregado, tanto para los dividendos definitivos mínimos obligatorios como para los dividendos provisorios, que mostrará el promedio para los días anteriores, cierre y posteriores al cierre del registro de accionistas con derecho a recibir pago de dividendo. También se realizará un análisis individual por compañía tanto para los dividendos definitivos obligatorios como para los dividendos provisorios.

3.3. Muestra

1. Se seleccionarán procesos de dividendos posteriores al 1 de enero de 1993.
2. Se seleccionarán procesos de dividendos anteriores al 31 de diciembre del 2003.
3. Se seleccionarán acciones que, en el período seleccionado, hayan tenido una presencia bursátil no inferior al 40%.
4. Se seleccionarán 152 procesos de dividendos definitivos obligatorios.
5. Se seleccionarán 152 procesos de dividendos provisorios.
6. Se seleccionarán acciones que tengan 6 ó más procesos de dividendo en el período de estudio.

3.4. Modelos estadísticos

Se aplicarán los siguientes modelos estadísticos para poder medir retornos.

- 1) El retorno de las acciones en el intervalo que transcurre entre una transacción y otra se calcula como:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Donde:

$P_{i,t}$: precio del activo i en la transacción t
 $P_{i,t-1}$: precio del activo i en la transacción t-1

- 2) Se calcularán los retornos promedios para los 152 procesos de repartos de dividendos definitivos obligatorios y para los 152 procesos de repartos de dividendos provisorios. También se calculará el promedio para cada proceso de dividendo de las 25 transacciones anteriores a la fecha límite del reparto de dividendo, así como las 25 transacciones posteriores a la fecha límite del reparto de dividendo. Asimismo, se calculará el promedio de los procesos de dividendo tanto para las acciones que conforman la muestra de los repartos de dividendo definitivos obligatorios como para los dividendos provisorios. El retorno promedio se calcula como:

$$R_t = \frac{(1)}{N} \sum_{i=1}^N R_{i,t}$$

Donde:

R_t : es el retorno de los N procesos de repartos de dividendos en la transacción t.
 N: es el número total de observaciones.
 $R_{i,t}$: es el retorno del activo i en la transacción t.
 t: es la transacción, que va de (-25, 25).

- 3) El aumento del monto del dividendo de la acción se calcula en la última transacción del día que se cierran las inscripciones para el registro de accionistas, como la diferencia entre el retorno con dividendo y el retorno sin dividendo. Da como resultado la división entre el monto del dividendo y el precio del día que se cierran las inscripciones para el registro de accionistas:

$$R_{i,t} = \frac{Div_i}{P_{i,t}}$$

3.5. Hipótesis de la investigación

Esta investigación tiene como objetivo demostrar las siguientes hipótesis:

- 1) La caída de los retornos accionarios promedios del día posterior a la fecha límite es mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos definitivos mínimos obligatorios en la fecha límite.
- 2) Existe una alta probabilidad de que la caída de los retornos accionarios promedios de una empresa el día posterior a la fecha límite sea mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos definitivos mínimos obligatorios en la fecha límite.
- 3) La caída de los retornos accionarios promedios el día posterior a la fecha límite es menor que el aumento promedio de los montos de los dividendos provisorios en la fecha límite.
- 4) Existe una alta probabilidad de que la caída de los retornos accionarios promedios de una empresa el día posterior a la fecha límite sea menor que el aumento promedio de los montos de los dividendos provisorios en la fecha límite.
- 5) La volatilidad de los días posteriores a la fecha límite del dividendo es mayor que la volatilidad de los días anteriores a la fecha límite del dividendo.
- 6) Existe una alta probabilidad de que la relación volatilidad de los días posteriores a la fecha límite/volatilidad de los días anteriores a la fecha límite del dividendo sea mayor para los dividendos definitivos mínimos obligatorios que para los dividendos provisorios.

4. ANÁLISIS DEL RESULTADO

Se calcularon los retornos de cada acción durante todo el período de estudio con el fin de obtener un análisis gráfico en el nivel agregado con 51 retornos accionarios. Cada retorno es el promedio de 152 retornos, tanto para los dividendos definitivos mínimos obligatorios como para los dividendos provisorios, que mostrará el promedio para los días anteriores, cierre y posteriores al cierre del registro de accionistas con derecho a recibir pago de dividendo. Por otro lado, se graficaron (ver gráficos 2 y 3) los retornos incluyendo (línea punteada) y excluyendo (línea con pendientes) el monto del dividendo en la última transacción del día de cierre del registro de accionistas. Esto se realizó con el fin de visualizar si el monto del dividendo tiene alguna relación con la caída en el retorno accionario (línea gruesa).

También se analizaron los resultados por empresas para el caso de los dividendos definitivos mínimos obligatorios y para los 152 procesos de dividendos en 10 años con 19 empresas. Para el caso de los dividendos provisorios, para sus 152 procesos de dividendo,

son solo 6 empresas, ya que la relación de dividendos provisorios y dividendos mínimos obligatorios es de 3 a 1 en Chile; eso explicaría la diferencia en el tamaño de la muestra.

Para los dos tipos de dividendos analizados, se observa una caída de los retornos el día posterior al cierre del registro de accionistas con derecho a recibir pago de dividendo. Esto se debe a que los precios accionarios reflejan toda la información disponible en el mercado. Es decir, si la acción se traspasa antes de la fecha de cierre, esta incluye el dividendo; mientras que, si el traspaso se hace después de la fecha de cierre, esta tendrá un menor precio debido a que solo se traspasó la acción y no su dividendo, reflejando así un precio de equilibrio.

En esta investigación, se concluyó que, para el caso chileno, los retornos accionarios en la fecha poscierre del registro de accionistas con derecho a recibir pago de dividendo no caen en el monto del dividendo, y la magnitud dependerá del tipo de dividendo. Esto se debe a que, en Chile, existe la presencia del efecto clientela que surge del hecho de que los individuos pagan diferentes tasas de impuesto para distintos tipos de ingreso, ganancias de capital o dividendos, motivo por el cual ellos seleccionan acciones cuyos flujos permiten minimizar el pago de impuesto. Por lo tanto, dado que existen impuestos personales, aquellas acciones que pagan altos montos de dividendos deberían ser demandadas por individuos que se ubican en bajos tramos de impuestos.

Chile es un mercado accionario concentrado que se caracteriza por tener un alto porcentaje de acciones en poder de accionistas que pagan altas tasas de impuestos, los cuales prefieren acciones con bajos montos de dividendo, que son los dividendos provisorios, más que los dividendos definitivos mínimos obligatorios. Esto se explica en tanto que los inversionistas mantendrán portafolios creados con el fin de maximizar las tasas de retorno después del impuesto, provocando que los inversionistas que paguen una alta tasa de impuesto por dividendo preferirán aquellas acciones con bajo retorno en forma de dividendo y un mayor retorno por concepto de ganancia de capitales. Ello implica que, en promedio, el mercado valora de modo distinto los flujos recibidos en forma de ganancia de capitales y dividendos.

En el gráfico 2, se puede observar el promedio de los 152 procesos de dividendo de 10 años correspondiente al reparto de los dividendos definitivos mínimos obligatorios. En él, se puede apreciar que se cumple una de las hipótesis de esta investigación: la caída de los retornos accionarios promedios del día posterior a la fecha límite es $-3,12\%$. Esto es mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos definitivos mínimos obligatorios en la fecha límite de un $2,44\%$, lo cual es producto de que los inversionistas valoran el

mercado de manera diferente que los flujos recibidos en forma de ganancia de capitales y dividendos. Esto se debe a que, en Chile, el mercado accionario se caracteriza por tener una alta concentración de propiedad, lo que produce que exista un porcentaje mayor de acciones en manos de accionistas que pagan una alta tasa de impuesto por dividendo, y se debe también a que se ubican en un tramo alto de pago de impuesto. Estos prefieren aquellas acciones que pagan bajos montos de dividendos (dividendos provisorios) y no con un alto monto de dividendo como los dividendos mínimos obligatorios. Esto provoca que, para estos últimos dividendos, se produzca un exceso de oferta de acciones, lo que origina que la caída del retorno accionario promedio sea mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos definitivos mínimos obligatorios, tal como se muestra en el gráfico 2.

Por otro lado, al analizar el gráfico 2, se observa la volatilidad y se cumplen otras de las hipótesis de esta investigación. La volatilidad de los días posteriores a la fecha límite del dividendo es 0,69%. Esto es mayor que la volatilidad de los días anteriores a la fecha límite del dividendo, que era 0,21%. Lo anterior se debe a un exceso de oferta el día posterior a la fecha límite que hace caer fuertemente el precio.

En el cuadro 1, se puede observar el promedio por empresa y se puede apreciar, además, que se cumple una de nuestras hipótesis: existe una alta probabilidad de que la caída de los retornos accionarios promedios de una empresa el día posterior a la fecha límite sea mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos definitivos mínimos obligatorios en la fecha límite. Para 17 empresas, 89,5% del total, la caída de los retornos accionarios promedios el día posterior a la fecha límite es mayor que la caída de los retornos accionarios promedios de una empresa el día posterior a la fecha límite.

En el gráfico 3, se puede observar el promedio de los 152 procesos de dividendo de 10 años correspondiente al reparto de dividendo provisorio. Ahí se aprecia que se cumple una de las hipótesis de esta investigación: la caída de los retornos accionarios promedios el día posterior a la fecha límite es -0,65% menor que el aumento promedio de los montos de los dividendos provisorios en la fecha límite, que era 0,89%. Esto es producto de que los inversionistas valoran de modo diferente los flujos recibidos en forma de ganancia de capitales y dividendos. En Chile, el mercado accionario se caracteriza por tener una alta concentración de propiedad, lo que provoca que exista un porcentaje mayor de acciones en manos de accionistas que pagan una alta tasa de impuesto por dividendo. Esto se debe a que se ubican en un tramo alto y prefieren aquellas acciones que pagan bajos montos de dividendos (dividendos provisorios) más que aquellas acciones que pagan altos montos de dividendos (dividendos mínimos obligatorios). Estos últimos son preferidos por accionistas

que pagan una baja tasa de impuesto. Estos tienen un porcentaje menor de acciones en su poder.

Puesto que en los dividendos provisorios el monto del dividendo es menor, los accionistas que tienen un porcentaje mayor de acciones tienden a preferir estos dividendos donde el monto es menor que los dividendos definitivos mínimos obligatorios. Esto trae como consecuencia que la caída del retorno accionario promedio sea menor que el aumento promedio de los montos de los dividendos definitivos provisorios.

Por otro lado, al analizar, en el gráfico 3, la volatilidad, vemos que se cumple otra de las hipótesis de esta investigación: la volatilidad de los días posteriores a la fecha límite del dividendo provisorio es 0,22%. Esto es mayor que la volatilidad de los días anteriores a la fecha límite del dividendo, que era 0,14%. Esto se debe a que existe mayor cantidad de transacciones posteriores a la fecha límite. Asimismo, al comparar la relación volatilidad de los días posteriores a la fecha límite/volatilidad de los días anteriores a la fecha límite de los dos tipos de dividendos, podemos observar que, en los dividendos definitivos mínimos obligatorios, la relación volatilidad de los días posteriores a la fecha límite/volatilidad de los días anteriores a la fecha límite es de 3,28%, mayor que los dividendos provisorios donde esta relación es de 1,57%. Esto se debe a que, en el caso de los dividendos definitivos mínimos obligatorios, se produce un exceso de oferta el día posterior a la fecha límite que provoca una fuerte caída en el retorno accionario.

Finalmente, en el cuadro 2, al observar el promedio por empresa para el caso de dividendos provisorios, se cumple una más de nuestras hipótesis: existe una alta probabilidad de que la caída de los retornos accionarios promedios de una empresa el día posterior a la fecha límite sea mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos provisorios en la fecha límite. Se puede apreciar que, en las seis empresas, la caída de los retornos accionarios promedios de una empresa el día posterior a la fecha límite es mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos provisorios en la fecha límite.

CONCLUSIONES

Los resultados de este estudio generan distintas conclusiones con respecto a los efectos que producen en el retorno de la acción los distintos tipos de dividendos. Es indudable que, junto con la alta volatilidad encontrada en torno de la fecha límite, existe evidencia que valida la presencia del efecto clientela en Chile. Esto se refleja en el hecho de que los inversionistas cambian sus posiciones, respondiendo a sus preferencias impositivas, provo-

cando distinto efecto en el retorno de la acción y dependiendo de si es dividendo provisorio o dividendo definitivo mínimo obligatorio.

Chile es un mercado accionario concentrado y se ha caracterizado, en los últimos 10 años, por tener un alto porcentaje de acciones en poder de accionistas que pagan alta tasa de impuesto y que prefieren acciones con bajos montos de dividendo, que son los dividendos provisorios, más que los dividendos definitivos mínimos obligatorios. Esto se explica en tanto que los inversionistas mantendrán portafolios creados con el fin de maximizar las tasas de retorno después del impuesto. En consecuencia, los inversionistas que paguen una alta tasa de impuesto por dividendo preferirán aquellas acciones con bajo retorno en forma de dividendo y un mayor retorno por concepto de ganancia de capitales. Este aspecto implica que, en promedio, el mercado valora de manera distinta los flujos recibidos en forma de ganancia de capitales y dividendos.

Por otro lado, el mercado ve como una señal positiva el hecho de que las empresas repartan dividendos provisorios, ya que la empresa es capaz de generar utilidad positiva y, posteriormente, cumplir con el dividendo definitivo que, por ley, es el 30% de la utilidad líquida.

A continuación, se detallan los resultados específicos de este estudio y que cumplen con las hipótesis propuestas:

- 1) La caída de los retornos accionarios promedios del día posterior a la fecha límite es 3,12%, mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos definitivos mínimos obligatorios en la fecha límite, que fue 2,44%.
- 2) En el 89% de los casos analizados, la caída de los retornos accionarios promedios de una empresa el día posterior a la fecha límite es mayor que el aumento promedio de los montos de los dividendos definitivos mínimos obligatorios en la fecha límite.
- 3) La caída de los retornos accionarios promedios el día posterior a la fecha límite es -0,56%, menor que el aumento promedio de los montos de los dividendos provisorios en la fecha límite, que fue 0,89%.
- 4) En el 100% de los casos, la caída de los retornos accionarios promedios de una empresa el día posterior a la fecha límite es menor que el aumento promedio de los montos de los dividendos provisorios en la fecha límite.
- 5) La volatilidad de los 25 días posteriores a la fecha límite del dividendo definitivo mínimo obligatorio es 0,69%. Esto es mayor que la volatilidad de los 25 días anteriores a la fecha límite del dividendo que fue 0,21%.
- 6) La volatilidad de los 25 días posteriores a la fecha límite del dividendo provisorio es 0,22%. Esta es mayor que la volatilidad de los 25 días anteriores a la fecha límite del dividendo que fue 0,14%.

- 7) Para los dividendos definitivos mínimos obligatorios, la relación es la siguiente: la volatilidad de los días posteriores a la fecha límite/volatilidad de los días anteriores a la fecha límite es 3,28%, mayor que los dividendos provisorios donde esta relación es de 1,57%. En el caso de los dividendos definitivos mínimos obligatorios, se produce un exceso de oferta el día posterior a la fecha límite que provoca una fuerte caída en el retorno accionario.

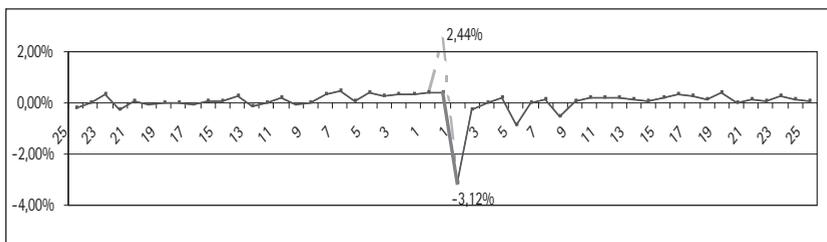
Finalmente, es importante notar que la presencia del efecto clientela en un mercado determinado no implica, en ningún caso, que en otros debiera producirse y en un sentido similar. Esto se debe, principalmente, al hecho de que la estructura impositiva varía entre los países, por lo que los resultados pueden ser completamente diferentes entre un país y otro. Por este motivo, sería interesante hacer este estudio en otro país para poder contrastar los resultados con esta investigación.

Gráfico 1
Días antes y posteriores a la fecha límite



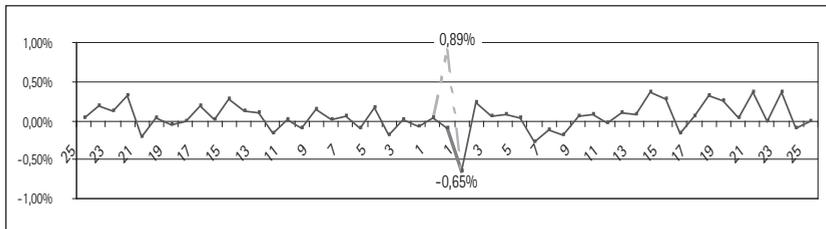
Fuente: elaboración propia.

Gráfico 2
Dividendos definitivos mínimos obligatorios



Fuente: elaboración propia (con datos de la Bolsa de Comercio de Santiago).

Gráfico 3
Dividendos provisorios



Fuente: elaboración propia (con datos de la Bolsa de Comercio de Santiago).

Cuadro 1
Dividendos definitivos mínimos obligatorios

Empresa	Número de procesos de dividendos	Aumento promedio del monto del dividendo por repartir en L	Disminución promedio del retorno en L + 1	La caída promedio en L + 1 es mayor que el aumento promedio del monto del dividendo por repartir en L
Almendrosa	7	1,19%	-1,81%	Sí
Andina-B	7	1,11%	-2,49%	Sí
Andina-A	7	0,36%	-1,45%	Sí
Banmédica	10	3,18%	-6,08%	Sí
Besalco	7	1,08%	-1,43%	Sí
CAP	8	0,96%	-1,35%	Sí
CMPC	7	0,82%	-1,44%	Sí
Concha y Toro	8	0,60%	-0,70%	Sí
CTC(A)	6	0,56%	-0,97%	Sí
CTI	6	2,28%	-1,06%	No
Endesa	8	1,76%	-1,10%	No
Entel	8	1,33%	-1,67%	Sí
Eskal (A)	8	1,15%	-3,13%	Sí
Gener	6	1,60%	-1,68%	Sí
Itata	8	3,50%	-4,60%	Sí
Pucobre (A)	10	4,0%	-4,22%	Sí
Soquimoc	10	8,03%	-9,39%	Sí
Terranova	7	1,11%	-2,33%	Sí
Zofri	14	5,52%	-5,54%	Sí
Promedio ponderado	152	2,44%	-3,12%	

Fuente: elaboración propia (con datos de la Bolsa de Comercio de Santiago).

Cuadro 2
Dividendos provisorios

Empresa	Número de procesos de dividendos	Aumento promedio del monto del dividendo por repartir en L	Disminución promedio del retorno en L + 1	La caída promedio en L + 1 es menor que el aumento promedio del monto del dividendo por repartir en L
Concha y Toro	30	0,49%	-0,43%	Sí
CMPC	24	0,89%	-0,65%	Sí
Copec	10	1,1%	-0,8%	Sí
CTI	24	1,94%	-1,46%	Sí
Gasco	45	0,55%	-0,43%	Sí
Gener	19	0,90%	-0,48%	Sí
Promedio ponderado	152	0,89%	-0,66%	

Fuente: elaboración propia (con datos de la Bolsa de Comercio de Santiago).

BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A. y N. Jayaraman (1994). "The Dividend Policies of All-Equity Firm: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory", en: *Managerial Decision Economics*. No. 15, pp. 139-48.
- Alaluf y De Río (1999). "Efecto del cambio en la política de dividendo sobre el precio de las acciones comunes: caso CTC". Seminario para optar por el título de Ingeniero Comercial con mención en Administración.
- Asquith, P. y D. Mullins (1983). "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders Wealth", en: *Journal of Business*. Vol. 56, No. 1, pp. 77-96.
- Barclay, M. (1987). "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax", en: *Journal of Finance*. Pp. 31-44.
- Copeland T.; T. Koller; y J. Murrin (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Nueva York: John Wiley & Sons.
- Easterbrook, F. H. (1984). "Two Agency Costs Explanations of Dividends", en: *American Economic Review*. Junio, pp. 650-9.
- Gaver, J. y K. Gaver (1993). "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend, and Compensation Policies", en: *Journal of Accounting & Economic*. Vol. 16, No. 125.
- Guzmán y C. Maquieira (1997). "Presencia del efecto clientela en el mercado chileno". Tesis de Magister en Finanzas. Santiago de Chile: Universidad de Chile.
- Jensen, M. C (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Financial and Takeovers", en: *The American Economics Review*. Vol. 76, No. 2, pp. 323-9.
- Jensen, M. C. y W. Meckling (1976). "Theory of the Firm Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure", en: *Journal of Financial Economics*. No. 3, pp. 305-60.
- Jensen, G. R.; D. P. Solberg; y T. S. Zorn (1992). "Simultaneous Determination of Insiders Ownership, Debt and Dividend Policies", en: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Junio, pp. 247-63.
- Lang, L. y R. Litzberger (1989). "The Effect of Personal Takes and Dividend on Capital Asset Prices", en: *Journal of Financial Economic*. Vol. 24, No. 1, pp. 181-91.
- Lease, Ronald C. (2001). *Política de dividendos y sus efectos en el valor de la firma*. Boston: Harvard Business School Press.
- Litzberger, R. y K. Ramaswamy (1979). "The Effect of Personal Takes and Dividend on Capital Asset Prices", en: *Journal of Financial Economics*. No. 7, pp. 163-94.
- Loderer C. y D. Mauer (1992). "Corporate Dividends and Seasoned Equity Issues: An Empirical Investigation", en: *The Journal of Finance*. Vol. 47, No. 1, pp. 201-25.
- Maquieira, C. y Moncayo (2003). "Factores que inciden en la política de dividendo en Chile". Tesis de Magister en Finanzas. Santiago de Chile: Universidad de Chile.
- Maquieira, C. y O. Fuentes (1997). "Política de dividendo en Chile 1993 y 1994", en: *Estudios de Administración*. Vol. 4, No. 1, pp. 79-112.
- Miller, M. y K. Rock (1985). "Dividend Policy under Asymmetric Information", en: *Journal of Finance*. No. 40, pp. 1031-51.
- Rozeff, M. S. (1982). "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", en: *Journal of Financial Research*. Pp. 249-59.
- Ross, Stephen A.; Randolph W. Westerfield; y Jeffrey Jaffe (2002). *Finanzas corporativas*. 6ta. ed. México D. F.: Irwin McGraw-Hill.

- Smith, C. W. Jr. y R. Watts (1992). "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation", en: *Journal of Financial Economics*. Diciembre, pp. 263-92.
- Venkatesh, P. (1989). "The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements and Return Volatility", en: *Journal of Business*. Vol. 62, No. 2, pp. 175-97.
- Yoon, P. y L. Starks (1995). "Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements", en: *Review of Financial Studies*. Vol. 8, No. 4, pp. 995-1018.