

EL EFECTO INFORMATIVO DEL ANUNCIO DE DIVIDENDOS EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL*

Manuel ESPITIA ESCUER

Universidad de Zaragoza

Fco. Javier RUIZ CABESTRE

Universidad de La Rioja

En el presente trabajo se analiza el efecto informativo del anuncio de dividendos en el mercado de capitales español, contrastándose si transmiten nueva información a los accionistas. Para ello, el estudio se centra en el examen de las reacciones de los precios de las acciones más significativas de la Bolsa de Madrid durante el período 1987-1992 ante diferentes anuncios públicos de pago de dividendos, publicados en la sección de Anuncios Oficiales del Boletín de Cotización. Los resultados indican que únicamente el anuncio público de incremento en los dividendos a cuenta transmite nueva información.

1. Introducción

A partir del trabajo pionero de Miller y Modigliani (1961), «Dividend policy, growth, and the valuation of shares», en el que se demostraba que la política de dividendos en mercados perfectos es irrelevante para el accionista y se sugería la hipótesis de que los directivos de las empresas pueden emplear los anuncios de dividendos para transmitir información al mercado, numerosos estudios han intentado constatar el denominado efecto informativo de los anuncios de dividendos.

Dicha hipótesis, basada en asimetrías de información y desarrollada, entre otros, en los trabajos de Ross (1977), Miller y Rock (1985) y Ambarish, John y Williams (1987), establece que los directivos hacen uso de los dividendos para transmitir información al mercado sobre las expectativas futuras de las empresas y señala que en la medida en que la información transmitida por los anuncios de dividendos no sea esperada por el mercado, es decir, sea novedosa, producirá cambios significativos en los precios de las acciones.

Así, los estudios que han investigado el efecto informativo de los anuncios de pago de dividendos se han centrado en el examen de las reacciones de los precios de las acciones ante los anuncios de cambio en los dividendos.

* Nuestro más sincero agradecimiento a dos evaluadores anónimos y al director de la revista, cuyas sugerencias han contribuido a mejorar sustancialmente la versión final del trabajo.

Destacan, entre otros, Pettit (1972), Aharony y Swary (1980), Asquith y Mullins (1983), Eades, Hess y Kim (1985) y Ghosh y Woolridge (1988 y 1991). Las reacciones observadas en los precios de las acciones son mayoritariamente positivas cuando los anuncios son de incremento en los dividendos; mientras que son negativas ante los anuncios de disminución. No obstante, la reacción del mercado no la provoca en sí el anuncio de dividendos, sino el anuncio de un dividendo distinto del esperado, produciéndose el efecto informativo sólo si los inversores hallan diferencias entre sus expectativas y la información transmitida por los anuncios de dividendos¹.

Existen, sin embargo, otros efectos complementarios del efecto informativo, que también se manifiestan en torno al día del anuncio de dividendos. Son, fundamentalmente, el «efecto impositivo» analizado por Divecha y Morse (1983), el «efecto redistribución de la riqueza» investigado por Woolridge (1983) y Handjnicolaou y Kalay (1984), el «efecto crecimiento» contrastado por Woolridge y Ghosh (1985 y 1989), el «efecto sobreinversión» analizado por Lang y Litztenberger (1989) y el «efecto tamaño» estudiado por Eddy y Seifert (1988) y Haw y Kim (1991). Estos efectos pueden ayudar a explicar la formación de precios de las acciones ante dichos anuncios.

El presente trabajo analiza la existencia del efecto informativo en el mercado de capitales español, es decir, se examina cómo afectan los diferentes tipos de anuncios de pago de dividendos a los precios de las acciones. Para ello, el estudio se centra en el examen de las reacciones de los precios de las acciones más significativas de la Bolsa de Madrid durante el período 1987-1992 ante diferentes tipos de anuncios públicos de pago de dividendos, publicados en la sección de Anuncios Oficiales del Boletín de Cotización². En concreto, el análisis se lleva a cabo separando, dentro de los anuncios de incremento, mantenimiento y disminución, los anuncios de dividendos a cuenta de los complementarios, dado que su contenido informativo se espera que sea diferente.

Recientemente, González (1995), también para el caso español y para el período comprendido entre 1986 y mediados de 1992, ha analizado las reacciones en los precios de las acciones ante los anuncios de dividendos, tratando de contrastar diferentes hipótesis alternativas. Dicho estudio se centra en la contrastación de hipótesis alternativas sobre el origen del efecto en los precios entre las sesiones -3 y 0, mientras que en este trabajo nos preocupamos

¹ Otra posibilidad de constatar el valor informativo de los dividendos sobre las perspectivas futuras de las empresas es analizar la relación existente entre los cambios en los dividendos actuales y los cambios subsiguientes en los beneficios futuros. En este sentido, los trabajos de Born, Moser y Officer (1988), Manakyan y Carroll (1990) y Espitia y Ruiz (1995) aportan evidencia favorable y señalan que los dividendos transmiten información sobre los beneficios futuros.

² El Real Decreto 1847/1980, de 5 de septiembre, por el que se regula la información financiera de las entidades emisoras de títulos-valores que están, o pretenden estar, admitidos a cotización oficial, obliga a las sociedades a comunicar puntualmente, para su publicación en el correspondiente Boletín Oficial de Cotización, información suficiente sobre todo hecho relevante para la situación de la sociedad o la consideración del valor de los títulos por parte del público. De ahí, que se tome como fecha del anuncio público de pago de dividendos la del Boletín de Cotización. Además, se ha constatado que los anuncios publicados en diarios de información financiera como *Expansión* y *Cinco Días* son posteriores e incompletos.

por la magnitud y periodificación del efecto entre las sesiones -15 y 15, distinguiendo entre anuncios de dividendos a cuenta y complementarios.

En lo que sigue, el trabajo se estructura en las siguientes secciones: la segunda expone y justifica la metodología; la tercera establece la base de datos utilizada en el estudio y, por último, la cuarta muestra los resultados obtenidos y resume las conclusiones del trabajo.

2. Metodología

El análisis de la formación de precios de las acciones ante los diferentes anuncios de pago de dividendos pretende recoger el efecto informativo que subyace en dichos anuncios. Bajo esta perspectiva, el presente estudio centra su investigación, siguiendo, entre otros, a Aharony y Swary (1980), Asquith y Mullins (1983), Eades, Hess y Kim (1985), Kalay y Loewenstein (1985 y 1986), Ghosh y Woolridge (1988 y 1991) y Rimbey y Officer (1992), en el análisis de la rentabilidad residual, también denominada anormal o exceso de rentabilidad, alrededor de la publicación del anuncio de dividendo, en concreto, a lo largo de las quince sesiones de mercado anteriores y posteriores.

La rentabilidad residual de una acción i sobre la sesión t , que a priori es una variable aleatoria, \tilde{R}_{it}^r , y se define como la diferencia entre la rentabilidad real, $\tilde{R}_{i2,t}^r$, que también a priori es una variable aleatoria, y la rentabilidad esperada, $E(\tilde{R}_{it}^r)$, se estima a posteriori utilizando el modelo de rentabilidad ajustada de mercado³. Como señalan Brown y Warner (1985), este modelo es tan poderoso como el modelo de rentabilidad ajustada media o el modelo de mercado para detectar movimientos significativos de los precios de las acciones⁴.

De acuerdo con este planteamiento, la rentabilidad residual de una acción i en la sesión t , \tilde{R}_{it}^r , y la rentabilidad residual acumulada, también de la acción i , entre la sesión t y la sesión $t + z$, $\tilde{R}_{it,t+z}^r$, se estiman, respectivamente, como:

$$\hat{R}_{it}^r = R_{it} - R_{mt} \quad [1]$$

³ Este modelo de rentabilidad ajustada de mercado también ha sido utilizado, entre otros, por los trabajos de Asquith y Mullins (1983), Woolridge y Ghosh (1985), Ghosh y Woolridge (1988 y 1991), Lang y Litzemberger (1989) y Rimbey y Officer (1992).

⁴ Brown y Warner describen cómo la estimación de la rentabilidad residual, \hat{R}_{it}^r , puede obtenerse detrayendo de la rentabilidad real, R_{it} , la rentabilidad esperada, $E(\tilde{R}_{it}^r)$, calculada a partir de cualquiera de los siguientes modelos:

- Modelo de rentabilidad ajustada media: $\hat{R}_{it}^r = R_{it} - \bar{R}_i$, donde es \bar{R}_i es la rentabilidad media de la acción i .
- Modelo de rentabilidad ajustada de mercado: $\hat{R}_{it}^r = R_{it} - R_{mt}$, donde R_{mt} es la rentabilidad del mercado en la sesión t .
- Modelo de mercado: $\hat{R}_{it}^r = R_{it} - \hat{R}_{it}$, donde \hat{R}_{it} es la rentabilidad estimada de la acción i en la sesión t de acuerdo con el modelo de mercado, es decir, $\hat{R}_{it}^r = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$, donde $\hat{\alpha}_i$ y $\hat{\beta}_i$ son los valores estimados de la rentabilidad de la acción i independientemente del mercado y del coeficiente de volatilidad de la acción i , respectivamente.

y

$$\hat{R}_{ii, t+z}^r = \sum_{\tau=t}^{t+z} \hat{R}_{i\tau}^r \quad [2]$$

donde R_{ii} y R_{mt} son las rentabilidades observadas de la acción i y del mercado, respectivamente, en la sesión t .

Para cada anuncio de dividendos se toma como sesión central la sesión de publicación del anuncio (sesión 0) y se analiza el período que se extiende desde la sesión -15 a la sesión 15. En concreto, se investiga la rentabilidad residual simple y acumulada alrededor de la publicación del anuncio de dividendos.

De esta forma, si se supone que las rentabilidades residuales (simples y acumuladas) para los distintos anuncios son estadísticamente independientes⁵, lo cual parece razonable al tratarse de anuncios correspondientes a acciones y períodos de tiempo distintos, el teorema central del límite garantiza que las distribuciones de la rentabilidad residual y de la rentabilidad residual acumulada se aproximan a distribuciones normales, conforme el número de acciones se incrementa, y permite especificar los estadísticos t -student para contrastar si las rentabilidades residuales medias simples y acumuladas son o no nulas.

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

Así, la aceptación de las hipótesis nulas de los contrastes establecidos, que conlleva la ausencia de efecto informativo del anuncio de dividendos, debe traducirse en una rentabilidad residual media no significativamente distinta de cero en las sesiones alrededor de la publicación del anuncio de dividendos, que comprende las sesiones -3, -2, -1, 0, 1, 2 y 3 y denominamos período de publicación del anuncio de dividendos, y en una rentabilidad residual media acumulada no significativamente distinta de cero, también para dichas sesiones.

Adicionalmente, y dada la singularidad de los diferentes tipos de anuncios, estos mismos contrastes se han aplicado a los períodos anterior y posterior a la publicación del anuncio de dividendos, que comprenden las sesiones -15, ..., -4 y 4, ..., 15, respectivamente.

Para ello, el análisis se establece diferenciando los anuncios de cambio, de aumento o de disminución, de los de mantenimiento, debido a que el contenido informativo se espera que sea diferente. En los primeros se espera un efecto positivo, si el anuncio es de incremento, o negativo, si el anuncio es de disminución; mientras que en los segundos se espera que el efecto sea nulo. Además, como gran parte de los dividendos a cuenta son acordados por el Consejo de Administración y los dividendos complementarios, gene-

⁵ Este supuesto también ha sido empleado, entre otros, por los estudios de Aharony y Swary (1980), Asquith y Mullins (1983), Ghosh y Woolridge (1988 y 1991) y Haw y Kim (1991).

ralmente, son aprobados por la Junta General de accionistas, en el análisis se distinguen dentro de cada tipo de anuncio, de cambio o de mantenimiento, los dividendos a cuenta de los complementarios.

Bajo esta perspectiva, cabe esperar que el anuncio público de pago de dividendos únicamente transmita información en el caso de aumentos o disminuciones en los dividendos a cuenta, ya que en todos los demás casos la información transmitida por el anuncio de dividendos habrá sido parcialmente anticipada por el mercado, bien porque el anuncio sea de mantenimiento y, por tanto, no representa ninguna información novedosa para el mercado, bien porque el anuncio sea complementario, en cuyo caso la información habrá sido difundida al mercado antes del anuncio de pago a través de la Junta General de accionistas. Por consiguiente, las reacciones positivas o negativas y significativas que cabe esperar en los precios de las acciones, durante el período de publicación del anuncio de dividendos, que se manifestarán tanto a través de la rentabilidad residual media diaria como acumulada, se producirán en los casos en los que se anuncien incrementos o disminuciones de dividendos a cuenta, pero no en los demás casos. Mientras que en el caso de los anuncios de cambio en los dividendos complementarios, como la información va fluyendo paulatinamente al mercado, cabe esperar una reacción significativa durante el período anterior a la publicación del anuncio de dividendos, que se manifestará principalmente a través de la rentabilidad residual media acumulada durante dicho período.

3. Base de datos

Para analizar el comportamiento de los precios de las acciones ante los diferentes anuncios públicos de pago de dividendos, publicados en la sección de Anuncios Oficiales del Boletín de Cotización de la Bolsa de Madrid, se ha elaborado una amplia base de datos representativa del mercado de capitales español durante el período 1987-1992. Así, de las acciones que componen el índice general de la Bolsa de Madrid en 1992, se han seleccionado aquellas que tienen un mayor peso sobre éste y, retrocediendo en el tiempo hasta el año 1987, se ha construido la base de datos, en función de la disponibilidad de los mismos, siendo la representatividad de ésta, para cada uno de los años del período, superior al 92,5%.

A partir de los datos referentes a las fechas de los anuncios públicos de pago de dividendos, se eliminaron aquellos anuncios cuyas acciones no habían cotizado en las sesiones del período de publicación del anuncio de dividendos. También, se excluyeron aquellos anuncios que coincidieron con el inicio de ampliaciones de capital o con el pago de los dividendos, de tal forma que el efecto del anuncio público de pago de dividendos no se viera empañado por el efecto de las ampliaciones de capital o por el del pago de dividendos, con lo que el estudio se realiza para 322 anuncios de dividendos en el período 1987-1992. Conviene señalar que dicho número de anuncios se ha establecido teniendo en cuenta que cuando una acción anuncia

en una misma sesión dos dividendos, uno complementario y otro a cuenta, se computa como un único anuncio, puesto que la formación de precios de las acciones que anuncian dos dividendos en una misma sesión es única, independientemente de que un anuncio sea de dividendos complementarios y otro sea de dividendos a cuenta.

Los datos sobre los precios diarios de cierre de las acciones, los valores diarios del índice general, las fechas de pago e importes de los dividendos y las fechas de las ampliaciones de capital, así como los valores de los derechos de suscripción de las mismas, fueron tomados de los boletines de información que sobre bolsa publican el Banco Central Hispano y las Cajas de Ahorro Confederadas, denominados Pulso Bursátil e Información de Valores, respectivamente.

Los datos relativos a los precios de las acciones que excedían en $\pm 5\%$ el precio del día anterior fueron comprobados exhaustivamente, utilizándose para ello el Boletín de Información Financiera del Banco Español de Crédito. Similar filtro fue utilizado para el índice general, pero con un rango de variación más estrecho, en concreto, $\pm 2\%$ del índice del día anterior. El resto de los datos también fueron cotejados, utilizándose para ello, además de las fuentes de información mencionadas, una publicación denominada Bolsa de Madrid, que editaba, inicialmente, el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid y, posteriormente, la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid.

Los anuncios de dividendos fueron clasificados en anuncios de incremento, de mantenimiento y de disminución. La clasificación de los mismos fue realizada mediante la comparación del importe del anuncio con el importe del dividendo análogo del año anterior, por lo que fue necesario disponer de los dividendos satisfechos en el año 1986. Los resultados de la clasificación determinan 195 anuncios de incremento, 116 de mantenimiento y 11 de disminución, lo cual muestra una fuerte reticencia, por parte de las empresas españolas, a disminuir dividendos.

Como, además, gran parte de los dividendos a cuenta son acordados por el Consejo de Administración y los dividendos complementarios, generalmente, son aprobados por la Junta General de accionistas, la clasificación anterior se estableció distinguiendo dentro de cada tipo de anuncio, de cambio o de mantenimiento, los anuncios de dividendos a cuenta de los complementarios, detallándose ésta en el Cuadro 1.

CUADRO 1
Clasificación de los Anuncios de Dividendos

	A Cuenta	Complementarios	Total
Incrementos	115	80	195
Mantenimientos	64	52	116
Disminuciones	5	6	11
Total	184	138	322

4. Resultados

El Cuadro 2 muestra, para los anuncios de incremento en los dividendos, los resultados de los contrastes sobre la rentabilidad residual media a lo largo de las quince sesiones anteriores y posteriores a la publicación de los mismos y revela, como era de esperar, que el anuncio público de pago de dividendos transmite información relevante a los accionistas en el caso de los anuncios de incremento en los dividendos a cuenta, ya que existe una reacción del mercado positiva y significativa, al 95% de confianza, durante las sesiones 0, 1 y 2; mientras que para los anuncios de incremento en los dividendos complementarios la reacción es no significativa, detectándose, en ambos casos, alguna rentabilidad residual media significativa durante el período posterior a la publicación de los anuncios de dividendos.

Por otro lado, también recoge los resultados de los contrastes sobre de la rentabilidad residual media acumulada para el período de publicación de los anuncios de incremento en los dividendos y los períodos anterior y posterior, lo que confirma los anteriores resultados y permite señalar, en primer lugar, que la reacción del mercado ante el anuncio de incremento en los dividendos a cuenta es positiva y significativa, al 99% de confianza, como así se constata durante el período de publicación de los mismos, y, en segundo lugar, que, aunque la reacción del mercado ante la publicación de los anuncios de incremento en los dividendos complementarios no es significativa, existe una reacción positiva y significativa, al 95% de confianza, que se refleja durante el período anterior a la publicación de los mismos, posiblemente como consecuencia de que la información ha sido transmitida paulatinamente al mercado a través de las Juntas Generales de accionistas. Se observa, además, tanto en los anuncios de dividendos a cuenta como en los complementarios, una reacción positiva y significativa, al 95% de confianza, durante el período posterior a la publicación de éstos, consistente con el efecto impositivo del pago de los dividendos señalado por Espitia y Ruiz (1996), que también detectan una reacción positiva y significativa del mercado antes del pago de dividendos, perfectamente compatible con el efecto informativo de los anuncios de dividendos que se constata ahora.

El Cuadro 3 sintetiza, para los anuncios de mantenimiento en los dividendos, los resultados de los contrastes sobre la rentabilidad residual media y sobre la rentabilidad residual media acumulada. Como era de esperar, el anuncio público de mantenimiento en los dividendos, tanto para los dividendos a cuenta como para los complementarios, no transmite información relevante a los accionistas, ya que la reacción del mercado no es significativa.

Por último, el Cuadro 4 muestra, para los anuncios de disminución en los dividendos, los resultados de los contrastes y revela, en contra de lo que cabría esperar, que el anuncio público de éstos, tanto para los dividendos a cuenta como para los complementarios, tampoco transmite información relevante a los accionistas. Sin embargo, dicha evidencia no debe considerarse definitiva, dado el bajo número de observaciones disponibles.

CUADRO 2

Rentabilidad Residual Alrededor de la Publicación de los Anuncios de Incremento de los Dividendos

Sesión	Rentabilidades Residuales					
	Dividendos a Cuenta (N=115)			Dividendos Complementarios (N=80)		
	Media	Desv.típ.	t-student	Media	Desv.típ.	t-student
-15	0,126%	1,428%	0,941	0,263%	1,417%	1,646
-14	-0,108%	1,338%	-0,863	0,213%	1,653%	1,144
-13	0,048%	1,472%	0,344	-0,150%	1,152%	-1,160
-12	-0,056%	1,558%	-0,385	-0,155%	1,288%	-1,072
-11	0,076%	1,804%	0,449	0,224%	1,292%	1,542
-10	-0,221%	1,608%	-1,467	0,169%	1,525%	0,986
-9	-0,124%	1,390%	-0,952	0,185%	1,423%	1,154
-8	0,063%	1,356%	0,494	0,261%	1,385%	1,676
-7	0,009%	1,566%	0,063	0,076%	1,384%	0,489
-6	0,106%	1,565%	0,724	0,089%	1,429%	0,553
-5	0,112%	1,492%	0,802	0,032%	1,627%	0,176
-4	-0,006%	1,569%	-0,038	-0,005%	1,308%	-0,037
-3	0,185%	1,397%	1,416	-0,008%	1,543%	-0,046
-2	0,051%	1,376%	0,399	0,138%	1,336%	0,921
-1	0,065%	1,609%	0,433	0,075%	1,613%	0,413
0	0,314%	1,558%	2,155*	0,089%	1,468%	0,542
1	0,265%	1,410%	2,009*	0,197%	1,362%	1,284
2	0,344%	1,718%	2,140*	0,131%	1,509%	0,773
3	0,199%	1,532%	1,386	0,081%	1,502%	0,477
4	0,086%	1,326%	0,693	0,224%	1,586%	1,254
5	0,215%	1,540%	1,490	-0,029%	1,679%	-0,155
6	0,261%	1,389%	2,006*	0,496%	1,647%	2,679**
7	0,132%	1,892%	0,747	0,041%	1,652%	0,221
8	0,232%	1,571%	1,574	0,433%	1,922%	2,004*
9	0,416%	1,673%	2,656**	0,283%	1,380%	1,826
10	-0,115%	1,560%	-0,790	0,126%	1,592%	0,705
11	-0,317%	1,688%	-2,005*	-0,144%	1,635%	-0,782
12	0,085%	1,434%	0,633	0,090%	1,504%	0,530
13	0,214%	1,395%	1,640	0,183%	1,729%	0,939
14	-0,144%	1,078%	-1,427	-0,284%	1,991%	-1,267
15	-0,061%	1,431%	-0,453	-0,071%	1,584%	-0,401

Período	Rentabilidades Residuales Acumuladas					
	Dividendos a Cuenta (N=115)			Dividendos Complementarios (N=80)		
	Media	Desv.típ.	t-student	Media	Desv.típ.	t-student
(-15, ..., -4)	0,025%	5,218%	0,050	1,200%	4,390%	2,430*
(-3, ..., 3)	1,425%	4,031%	3,774**	0,704%	4,830%	1,295
(4, ..., 15)	1,004%	4,381%	2,447*	1,348%	5,900%	2,031*

* Significativo al 95% de confianza

** Significativo al 99% de confianza

CUADRO 3
Rentabilidad Residual Alrededor de la Publicación de los Anuncios de
Mantenimiento de los Dividendos

Sesión	Rentabilidades Residuales					
	Dividendos a Cuenta (N=64)			Dividendos Complementarios (N=52)		
	Media	Desv.típ.	t-student	Media	Desv.típ.	t-student
-15	0,097%	2,273%	0,339	-0,044%	1,321%	-0,237
-14	-0,104%	1,971%	-0,418	-0,004%	1,463%	-0,021
-13	0,147%	2,024%	0,578	0,013%	0,977%	0,097
-12	0,187%	1,519%	0,977	0,204%	1,705%	0,854
-11	0,120%	2,063%	0,461	-0,151%	1,189%	-0,907
-10	0,050%	1,867%	0,213	-0,271%	1,181%	-1,639
-9	-0,194%	2,312%	-0,666	-0,252%	1,281%	-1,405
-8	0,068%	2,366%	0,227	0,279%	1,250%	1,593
-7	0,115%	1,784%	0,512	-0,040%	1,322%	-0,216
-6	-0,229%	1,993%	-0,913	-0,031%	1,399%	-0,160
-5	0,194%	1,797%	0,852	0,118%	1,729%	0,488
-4	0,032%	2,059%	0,125	-0,186%	1,523%	-0,873
-3	0,164%	1,655%	0,788	0,017%	1,578%	0,079
-2	-0,266%	1,653%	-1,279	-0,132%	1,227%	-0,771
-1	0,314%	2,291%	1,088	-0,010%	1,209%	-0,057
0	-0,101%	2,018%	-0,399	0,027%	1,256%	0,154
1	-0,305%	1,850%	-1,310	0,232%	1,589%	1,041
2	0,075%	1,713%	0,348	-0,195%	1,386%	-1,005
3	-0,062%	1,730%	-0,282	0,127%	1,555%	0,584
4	0,220%	1,862%	0,940	0,260%	1,691%	1,099
5	0,485%	1,459%	2,641*	0,316%	1,331%	1,693
6	0,191%	1,895%	0,799	-0,053%	1,493%	-0,253
7	0,100%	1,483%	0,538	0,019%	1,518%	0,090
8	0,239%	1,607%	1,180	0,128%	1,451%	0,632
9	-0,030%	1,778%	-0,133	0,198%	1,728%	0,819
10	0,222%	1,902%	0,925	0,397%	1,772%	1,599
11	-0,254%	1,811%	-1,111	-0,318%	1,758%	-1,293
12	-0,293%	1,599%	-1,457	-0,356%	1,980%	-1,284
13	-0,347%	2,035%	-1,352	-0,075%	1,609%	-0,322
14	0,266%	1,787%	1,182	-0,326%	1,692%	-1,375
15	0,145%	1,457%	0,790	-0,042%	1,412%	-0,215

Periodo	Rentabilidades Residuales Acumuladas					
	Dividendos a Cuenta (N=64)			Dividendos Complementarios (N=52)		
	Media	Desv.típ.	t-student	Media	Desv.típ.	t-student
(-15, ..., -4)	0,484%	6,777%	0,567	-0,366%	4,776%	-0,547
(-3, ..., 3)	-0,181%	4,907%	-0,293	0,066%	3,794%	0,125
(4, ..., 15)	0,946%	6,107%	1,229	0,148%	6,024%	0,176

* Significativo al 95% de confianza

** Significativo al 99% de confianza

CUADRO 4
Rentabilidad Residual Alrededor de la Publicación de los Anuncios de
Disminución de los Dividendos

Sesión	Rentabilidades Residuales					
	Dividendos a Cuenta (N=5)			Dividendos Complementarios (N=6)		
	Media	Desv.típ.	t-student	Media	Desv.típ.	t-student
-15	0,401%	1,070%	0,750	-1,165%	2,479%	-1,051
-14	-1,178%	2,103%	-1,120	-3,035%	3,411%	-1,990
-13	-1,714%	2,532%	-1,353	0,274%	2,497%	0,245
-12	2,017%	2,912%	1,386	1,124%	1,723%	1,459
-11	-0,410%	2,043%	-0,402	1,108%	3,390%	0,731
-10	-0,322%	1,306%	-0,493	1,688%	4,032%	0,936
-9	-1,122%	1,310%	-1,712	-0,163%	1,621%	-0,224
-8	-1,399%	1,768%	-1,583	-0,580%	1,842%	-0,704
-7	-0,674%	1,442%	-0,934	-1,787%	2,094%	-1,908
-6	1,311%	1,362%	1,924	0,224%	1,772%	0,282
-5	-0,253%	1,847%	-0,274	2,120%	1,381%	1,991
-4	0,534%	1,946%	0,549	0,414%	1,604%	0,578
-3	-0,003%	1,664%	-0,004	0,143%	1,222%	0,262
-2	-0,085%	2,386%	-0,071	-0,589%	0,847%	-1,554
-1	-0,002%	1,093%	-0,003	-0,981%	2,197%	-0,998
0	-0,084%	0,798%	-0,211	0,063%	1,315%	0,107
1	-1,652%	2,664%	-1,240	0,111%	1,841%	0,135
2	2,197%	3,059%	1,437	0,120%	1,832%	0,146
3	-1,289%	1,675%	-1,540	-0,002%	1,834%	-0,002
4	1,222%	2,317%	1,055	-1,187%	2,471%	-1,074
5	1,338%	1,713%	1,562	0,748%	3,143%	0,532
6	0,277%	1,735%	0,320	-1,019%	1,546%	-1,475
7	0,766%	1,075%	1,425	-0,052%	2,063%	-0,057
8	-0,246%	1,112%	-0,442	0,137%	1,541%	0,199
9	-0,241%	0,986%	-0,448	0,029%	1,480%	0,043
10	1,047%	1,597%	1,312	0,448%	2,182%	0,460
11	0,232%	0,558%	0,833	-0,885%	2,138%	-0,926
12	-0,151%	0,676%	-0,448	0,573%	1,486%	0,863
13	-0,168%	0,636%	-0,529	-0,716%	1,397%	-1,147
14	0,549%	0,638%	1,720	-0,151%	1,746%	-0,193
15	-0,258%	0,839%	-0,614	0,181%	1,226%	0,330

Período	Rentabilidades Residuales Acumuladas					
	Dividendos a Cuenta (N=5)			Dividendos Complementarios (N=6)		
	Media	Desv.típ.	t-student	Media	Desv.típ.	t-student
(-15, ..., -4)	-2,808%	6,239%	-0,900	0,222%	5,150%	0,096
(-3, ..., 3)	-0,917%	5,788%	-0,317	-1,134%	4,113%	-0,617
(4, ..., 15)	4,368%	4,381%	1,994	-1,894%	5,790%	-0,731

* Significativo al 95% de confianza

** Significativo al 99% de confianza

Por tanto, la evidencia empírica, obtenida a partir del análisis de 322 anuncios de dividendos durante el período 1987-1992, revela que los anuncios únicamente aportan información relevante al mercado en el caso de los anuncios de incremento en los dividendos a cuenta. La reacción del mercado, en este caso, es positiva y significativa, como así lo confirma tanto el contraste sobre la rentabilidad residual media durante las sesiones 0, 1 y 2 como el contraste sobre la rentabilidad residual media acumulada durante el período de publicación de los mismos. Destaca, por otro lado, para los anuncios de aumento en los dividendos complementarios, la reacción positiva y significativa del mercado durante el período anterior a la publicación de los mismos, como así lo acredita el contraste sobre la rentabilidad residual media acumulada durante dicho período. Cabe pensar que este hecho es consecuencia de que la información relevante sobre los dividendos ha sido transmitida paulatinamente al mercado a través de las diferentes Juntas Generales de accionistas.

Referencias

- Aharony, J. y Swary, I. (1980): «Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis», *Journal of Finance* 35, pp. 1-12.
- Ambarish, R.; John, K. y Williams, J. (1987): «Efficient signalling with dividends and investments», *Journal of Finance* 42, pp. 321-343.
- Asquith, P. y Mullins, D. W. (1983): «The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth», *Journal of Business* 56, pp. 77-96.
- Basarrate, B. y Rubio, G. (1989): «La valoración de los dividendos en relación a las ganancias de capital: un estudio del comportamiento del precio de las acciones en el día del pago del dividendo», *Economía Pública* 3, pp. 31-51.
- Bergés, A. (1984): «Teoría de la empresa y valoración de los dividendos en el mercado español de capitales», *Información Comercial Española* 611, pp. 79-86.
- Brown, S. J. y Warner, J. B. (1985): «Using daily stock returns. The case of event studies», *Journal of Financial Economics* 14, pp. 3-31.
- Divecha, A. y Morse, D. (1983): «Market responses to dividend increases and changes in payout ratios», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18, pp. 163-173.
- Eades, K. M.; Hess, P. J. y Kim, E. H. (1985): «Market rationality and dividend announcements», *Journal of Financial Economics* 14, pp. 581-604.
- Espitia, M. y Ruiz, F. J. (1995): «El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el mercado de capitales español», *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 24, pp. 201-220.
- Espitia, M. y Ruiz, F. J. (1996): «La formación de precios de las acciones alrededor del pago de dividendos en el mercado de capitales español», *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 25, pp. 179-198.
- Ghosh, C. y Woolridge, J. R. (1988): «Analysis of shareholder reaction to dividend cuts and omissions», *Journal of Financial Research* 11, pp. 281-294.
- Ghosh, C. y Woolridge, J. R. (1989): «Stock-market reaction to growth-induced dividend cuts: are investors myopic?», *Managerial and Decision Economics* 10, pp. 25-35.
- Ghosh, C. y Woolridge, J. R. (1991): «Dividend omissions and stock market rationality», *Journal of Business Finance and Accounting* 18, pp. 315-330.

- González, F. (1995): «La reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos: la evidencia empírica en el mercado español de valores», *Investigaciones Económicas* 19, pp. 249-268.
- Handjinicolaou, G. y Kalay, A. (1984): «Wealth redistributions or changes in firm value. An analysis of returns to bondholders and stockholders around dividend announcements», *Journal of Financial Economics* 13, pp. 35-63.
- Haw, I. y Kim, W. (1991): «Firm size and dividend announcement effect», *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 6, pp. 325-344.
- Kalay, A. y Loewenstein, U. (1985): «Predictable events and excess returns. The case of dividend announcements», *Journal of Financial Economics* 14, pp. 423-449.
- Kalay, A. y Lowenstein, U. (1986): «The informational content of the timing of dividend announcements», *Journal of Financial Economics* 16, pp. 373-388.
- Lang, L. H. P. y Litzenger, R. H. (1989): «Dividend announcements. Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?», *Journal of Financial Economics* 24, pp. 181-191.
- Manakyan, H. y Carroll, C. (1990): «An empirical examination of the existence of a signaling value function for dividends», *Journal of Financial Research* 13, pp. 201-210.
- Miller, M. H. y Modigliani, F. (1961): «Dividend policy, growth, and the valuation of shares», *Journal of Business* 34, pp. 411-433.
- Miller, M. H. y Rock, K. (1985): «Dividen policy under asymmetric information», *Journal of Finance* 40, pp. 1031-1051.
- Pettit, R. R. (1972): «Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency», *Journal of Finance* 27, pp. 993-1007.
- Rimbey, J. N. y Officer, D. T. (1992): «Market response to subsequent dividend actions of dividend-initiating and -omitting firms», *Quarterly Journal of Business and Economics* 31, pp. 3-20.
- Ross, S. A. (1977): «The determination of financial structure: the incentive-signalling approach», *Bell Journal of Economics and Management Science* 18, pp. 23-40.
- Woolridge, J. R. y Ghosh, C. (1985): «Dividend cuts: do they always signal bad news?», *Midland Corporate Finance Journal* 3, pp. 20-32.

Abstract

In this paper, the informative effect of the dividend announcement in the Spanish stock market is analyzed. We test wheather announcements of dividend payment transmit new information to the shareholders. The study will focus on the price reaction of the most representative stocks in the Madrid Stock Exchange during the period 1987-1992 following different public announcements of dividend payments, published in the Official Announcements section of the Madrid Stock Exchange Price Bulletin. The results show that only the public announcement of an increase in regular cash dividends transmits new information.

Recepción del original, noviembre de 1994
Versión final, septiembre de 1996

