

## Ganancias de capital y reparto de dividendos: la rentabilidad importa?

Josep García Blandón\*  
Mònica Martínez Blasco\*

Barcelona, 11 de junio 2009

### Objetivo

- El descenso en los precios de las acciones el día del reparto de dividendo debería ser igual al dividendo repartido por acción pero existe consenso en la literatura de que el precio de la acción experimenta un descenso inferior al dividendo repartido.
- Después de la última reforma fiscal, ¿muestran las acciones del mercado español este comportamiento?
- ¿La rentabilidad por dividendo influye en este comportamiento anómalo?

**Índice**

1. Investigaciones previas
2. Metodología
3. Muestra
4. Resultados
5. Conclusiones y posibles extensiones

PERSONA CIENCIA EMPRESA  
Univ. de Lluçanès

## 1. Investigaciones previas

|   |   |
|---|---|
| Campbell y Beranek (1955)               | El precio de las acciones ex-dividendo se ajustaba un 90%.  |
| Elton y Gruber (1970)                   | Encontraron un ajuste del 77,7% y apuntaron como explicación el efecto clientela fiscal. Las acciones con alta rentabilidad están en manos de inversores con bajos tipos impositivos y las de baja rentabilidad en inversores con altos tipos impositivos. Las acciones con baja rentabilidad experimentan un ajuste mayor el día exdividendo (son más positivas de lo que deberían). |
| Frank y Jagannathan (1998)              | Detectaron la existencia de anomalías el día ex-dividendo en Hong Kong y Omán a pesar de que en estos mercados no existen impuestos.  |
| Kalay (1982)<br>Miller y Scholes (1982) | Apuntaron como explicación la existencia de costes de transacción. Compatible con el efecto clientela de los impuestos.   |

# 1. Investigaciones previas

|                            |  |
|----------------------------|--|
| Eades, Hess y Kim (1984)   | Los precios de las acciones preferentes con alta rentabilidad experimentan una corrección superior (incluso negativa) al dividendo repartido el día exdividendo.   |
| Frank y Jagannathan (1998) | Estos autores dan una explicación a nivel de microestructura y atribuyen las anomalías exdividendo al hecho de que para los inversores la reinversión del dividendo puede ser molesta por lo que los quieran comprar acciones lo harán después de que la acción pague el dividendo y los que quieren vender lo harán antes del pago. El resultado es que el precio de las acciones bajan menos que el dividendo repartido. |
| Jakob y Ma (2004)          | Ratifican los resultados encontrados por Frank y Jagannathan.  |

# 2. Metodología

- Modelo utilizado:

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \gamma D_t + \eta D_{t-1} + \theta D_{t-1} + e_{it}$$

- Donde:

$R_{it}$  corresponde a la rentabilidad de la empresa  $t$  en el día

$R_{mt}$  corresponde a la rentabilidad del IGBM en el día

$D_t$  corresponde a una variable cualitativa que toma el valor 1 el día del reparto del dividendo

## 2. Metodología

$D_{t-1}$  que reparto corresponde a una variable cualitativa que toma el valor 1 el día anterior del dividendo.

$D_{t+1}$  que reparto corresponde a una variable cualitativa que toma el valor 1 el día del reparto del dividendo.

$e$  corresponde a una variable cualitativa que toma el valor 1 el día anterior del reparto del dividendo.

## 3. Muestra

- Alta rentabilidad por dividendo: ACS, Endesa, Enagás, FCC, Mapfre, Repsol, Telefónica y Telecinco.  
23 repartos de dividendos.
- Baja rentabilidad por dividendo: Abengoa, Cintra, Gamesa, Gas Natural y Red Eléctrica Española.  
9 repartos de dividendos.

### 3. Muestra

- Elección temporal: de enero de 2007 hasta junio de 2008, periodo fiscalmente homogéneo.
- Muestra conjunta: 13 distintos paneles, con un tamaño cada uno de ellos de 379 días y 32 repartos de dividendos en total durante el periodo analizado.

PERSONA CIENCIA EMPRESA

Universitat Ramon Llull

### 4. Resultados

- En un primer análisis de la muestra:
  - ✓ Se determinó mediante el test de Hausman que los datos de nuestro panel se ajustaban mejor según un modelo de efectos aleatorios.
  - ✓ Existía autocorrelación con un nivel de significación del 10%.
  - ✓ Existía heterocedasticidad.

PERSONA CIENCIA EMPRESA

Universitat Ramon Llull

## 4. Resultados

- Por lo que:

- ✓ Los coeficientes del modelo se estimaron según el modelo de Prais-Winsten asumiendo heterocedasticidad, correlación contemporánea entre paneles y autocorrelación.
- ✓ Este modelo asume también que la pendiente de cada una de las empresas de la muestra son iguales.

Universitat Ramon Llull

## 4. Resultados

- Resultados de los coeficientes y niveles de significación:

| Variables | Muestra conjunta   | Muestra alta rentabilidad por dividendo | Muestra baja rentabilidad por dividendo |
|-----------|--------------------|---|---|
| $R_{mt}$  | 0,9452<br>(0,000)  | 0,9452<br>(0,000)                       | 0,9458<br>(0,000)                       |
| $D_t$     | -0,0050<br>(0,040) | -0,0059<br>(0,023)                      | -0,0027<br>(0,596)                      |
| $D_{t-1}$ | 0,0069<br>(0,005)  | 0,0053<br>(0,046)                       | 0,0011<br>(0,040)                       |
| $D_{t+1}$ | 0,0002<br>(0,925)  | -0,0013<br>(0,598)                      | 0,0043<br>(0,406)                       |
| Constante | 0,00008<br>(0,735) | 0,0001<br>(0,675)                       | 0,00007<br>(0,762)                      |
| $R^2$     | 0,4158             | 0,4152                                  | 0,4153                                  |

## 4. Resultados

- Resumen de los signos y de los niveles de significación:

| Variable                               | Muestra conjunta |                  | Muestra alta rentabilidad por dividendo |                  | Muestra baja rentabilidad por dividendo |                  |
|--|------------------|------------------|---|------------------|---|------------------|
|  | Signo            | Significación    | Signo                                   | Significación    | Signo                                   | Significación    |
| Día del reparto ( $D_t$ )              | -                | Significativa    | -                                       | Significativa    | -                                       | No significativa |
| Día anterior al reparto ( $D_{t-1}$ )  | +                | Significativa    | +                                       | Significativa    | +                                       | Significativa    |
| Día posterior al reparto ( $D_{t+1}$ ) | +                | No significativa | -                                       | No significativa | +                                       | No significativa |

## 4. Resultados

- Estos resultados son compatibles con la teoría del efecto clientela de los impuestos, ya que siguiendo a EG (1970) la muestra de alta rentabilidad muestra signo negativo y significativo y las de baja rentabilidad negativo y no significativo por lo que se puede decir que el ajuste en empresas que ofrecen una baja rentabilidad por dividendo es más positivo.
- Los resultados también son compatibles con los obtenidos por Eades et al. (1984) ya que tenemos signo negativo y significativo para la muestra de alta rentabilidad.

## 4. Resultados

- El signo positivo y significativo que predomina en la muestra global y en las submuestras por rentabilidad el día anterior al reparto del dividendo sugiere y refuerza la hipótesis de la captura del dividendo.

PERSONA CIENCIA EMPRESA

Universitat Ramon Llull

## 5. Conclusiones

- En condiciones de práctica neutralidad fiscal entre ganancias de capital y dividendos existe un interés de los inversores por conseguir dividendos por encima de las ganancias de capital.
- Nos lo muestra el hecho de que existe un ajuste negativo y significativo en la rentabilidad de las acciones el día exdividendo, sobretodo para la muestra de alta rentabilidad.

PERSONA CIENCIA EMPRESA  
Universitat Ramon Llull

## 5. Conclusiones

- Este hecho también nos viene reforzado por la existencia de rentabilidades positivas y significativas que experimenta las acciones el día anterior del reparto de un dividendo.
- La mezcla heterogénea de tipos impositivos que forman el universo de inversores hace que resulte interesante la captura del dividendo lo cual justifica las rentabilidades halladas en el estudio.
- Las empresas que se pueden deducir entre el 50% y el 100% de los impuestos y los inversores con pequeñas carteras (que no llegan a las 1.500 euros en dividendos) son los inversores que predominan en estos días.

## 5. Conclusiones

Posibles extensiones del trabajo:

- Ajustar un modelo que tenga en cuenta los distintos niveles de riesgo de las empresas.

PERSONA CIENCIA EMPRESA

Universitat Ramon Llull

MUCHAS GRACIAS!!!



PERSONA CIÈNCIA EMPRESA

**Universitat Ramon Llull**