

UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ESTADÍSTICA



Maestría en Finanzas

Trabajo de Tesis

**Comprobaciones empíricas de las teorías sobre
políticas de dividendos en el Mercado de Valores de
Buenos Aires durante el período 2006-2011**

Autor: **CPN Joaquín Gea Sánchez**
Directora de Tesis: **Mg. Marcela González**

Febrero de 2016

Comprobaciones empíricas de las teorías sobre políticas de dividendos en el Mercado de Valores de Buenos Aires durante el período 2006-2011

RESUMEN EJECUTIVO

La controversia sobre la importancia o inutilidad de la política de dividendos es una de las cuestiones pendientes de más larga data dentro de la disciplina financiera. La imposibilidad de alcanzar hasta el presente consensos suficientes en este tema reviste al asunto de un creciente interés.

En este trabajo se plantea analizar la existencia de relaciones entre la decisión de distribuir dividendos y el nivel de ganancias, la disponibilidad de fondos líquidos, el riesgo bursátil y la liquidez de la acción para una muestra de nueve empresas con cotización activa en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires durante el período 2006-2011.

Para esto se realiza una prueba de hipótesis a través del procedimiento estadístico de correlación de Spearman. Las asociaciones exploradas se enmarcan dentro de las cuatro corrientes explicativas dominantes sobre política de dividendos.

Previo al test, el trabajo presenta una detallada descripción del estado del arte de la teoría y del contexto legal y marco histórico de la problemática.

Los resultados de la prueba de hipótesis permiten aceptar la existencia de asociaciones entre distribución de dividendos y beneficios y liquidez en caja. Los coeficientes obtenidos brindan mayor soporte a las tesis de compensación y clasificación jerárquica que a los argumentos de irrelevancia y de la teoría del pájaro en mano

Agradecimientos:

A mi directora de tesis Marcela González, por su paciencia, comprensión y desinteresada ayuda.

A Marta Quaglino por compartir tan generosamente su tiempo y conocimientos.

A Adrián Tarallo por hacer posible que la Universidad Nacional de Rosario dicte una maestría en finanzas.

A mis padres y a Gisel, por motivarme.

1. Introducción,	7
2. Problemática,	14
2.1. Descripción de la Situación Problemática,	14
2.2. Objetivos,	15
2.2.1. Objetivo General,	15
2.2.2. Objetivos Específicos,	16
2.3. Justificación,	16
3. Encuadre,	18
3.1. Régimen Legal,	18
3.2. Tratamiento Impositivo,	20
3.3. Marco Conceptual,	21
3.4. Revisión de la Literatura,	24
3.4.1. Teoría De Irrelevancia,	25
3.4.2. Teoría De Compensación,	33
3.4.3. Teoría De Clasificación Jerárquica,	36
3.4.4. Teoría Del Pájaro En Mano,	41
3.5. Antecedentes empíricos en Argentina,	46
4. Análisis de Datos,	49
4.1. Alcance de la investigación,	49
4.2. Definición de variables,	49
4.2.1. Ratio de Política de Dividendos,	50
4.2.2. Rentabilidad del Dividendo,	50
4.2.3. Volumen Promedio Operado Diario,	51
4.2.4. Ratio Precio Beneficio,	51
4.2.5. Ratio de Liquidez,	51
4.2.6. Varianza Anual de Cotizaciones Diarias,	51
4.3. Selección de la muestra,	52
4.4. Obtención de los datos,	52
4.5. Descripción del método,	53
4.6. Formulación de Hipótesis,	56
4.6.1. Hipótesis De Teoría De Irrelevancia,	56
4.6.2. Hipótesis De Teoría De Compensación,	57
4.6.3. Hipótesis De Teoría De Clasificación Jerárquica,	57
4.6.4. Hipótesis De Teoría Del Pájaro En Mano,	58

5. Conclusiones,	59
5.1. Resultados e Interpretación,	59
5.1.1. Pruebas de Hipótesis sobre Teoría De Irrelevancia,	60
5.1.2. Pruebas de Hipótesis sobre Teoría De Compensación,	61
5.1.3. Pruebas de Hipótesis sobre Teoría De Clasificación Jerárquica,	62
5.1.4. Pruebas de Hipótesis sobre Teoría Del Pájaro En Mano,	63
5.2. Observaciones sobre la muestra,	63
5.3. Informe final,	66
Anexo A. Normativa vigente.,	68
Anexo B. Mediciones de las variables estudiadas para el período 2006-2011.,	82
Bibliografía,	96

1. Introducción

La regla universal de decisión en administración financiera establece que el objetivo del dirigente de empresa debe ser siempre, en todo tiempo y contexto, maximizar el valor de la compañía¹. De este modo beneficia al accionista que, en tanto propietario de la firma, ve acrecer su nivel de riqueza. En cumplimiento de esta premisa, el administrador se enfrenta a dos decisiones: en qué proyectos de negocios invertir, y de qué modo financiarlos. Las ramas de la disciplina dirigidas en forma respectiva a estudiar estos dos tipos de decisión se denominan “Evaluación de Proyectos de Inversión” y “Determinación de la Estructura Óptima de Capital”. La hoja de balance reserva su columna izquierda a la primera y la mitad derecha a la segunda.

El accionista acredita el derecho económico a participar en proporción a su titularidad en el resultado de la firma y en el producido de su liquidación una vez satisfechos los reclamos de la masa acreedora. La distribución de dividendos representa el mecanismo a través del cual el aumento de valor de la empresa se traslada al haber del accionista, quien dispone además de la opción de vender su participación en la empresa a un tercero a cambio de un precio, equivalente al valor descontado de los flujos futuros a percibir en forma de dividendos y cuota de liquidación. La compraventa de tenencias accionarias implica una cesión de riqueza presente desde el comprador hacia el vendedor, para subrogarlo y enriquecerse en un futuro mediante el ejercicio de los derechos económicos antes descriptos.

A simple vista la trama de relaciones establecida no reviste complejidad, por cuanto los roles del accionista (primero financista y luego beneficiario) y del directivo (agente actuante en

¹ En una presentación en la Conference on Research in Business Finance de 1952, del National Bureau of Economic Research (NBER), Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement, David Durand (1913–1996), profesor de MIT, formula explícitamente lo que después se denomina como ‘el objetivo financiero de la empresa’: “En lugar de aceptar el enunciado habitual de que el interés del hombre de negocios es maximizar su ganancia este ensayo considera la propuesta alternativa de que el hombre de negocios trataría de maximizar su riqueza. Esta alternativa tiene la ventaja de una mayor flexibilidad, y por eso permite evitar los errores que pueden resultar de forzar el principio de la maximización de la ganancia en situaciones en que es estrictamente inaplicable.”

beneficio del primero) resultan claros. El accionista desea y espera el dividendo, y remunera al gerente para que genere ganancias a ser distribuidas entre la nómina societaria.

En la práctica, sin embargo, la transmisión de riqueza no se materializa como sugieren los estatutos societarios, y el reparto de efectivo entre el cuerpo de accionistas no constituye el principal destino de los resultados. Pese a ello, el interés por las acciones como vehículo de inversión no ha disminuido. Esta aparente contradicción entre pagos decrecientes y demanda creciente no alcanza a ser justificada en forma concluyente por la academia, sin que la falta de respuestas importe el abandono de la búsqueda de explicaciones.

El fenómeno mencionado en el párrafo precedente se circunscribe a la era contemporánea. Las prácticas de reparto del pasado evolucionan y se complejizan a través del tiempo conforme se desarrolla el sistema capitalista y se expande el proceso de financiarización de la economía global.

Así es que datan del período medieval los primeros registros de emprendimientos comerciales con financiamiento colectivo configurantes del origen de la empresa moderna. Dichos negocios consisten mayoritariamente en expediciones comerciales navales o militares solventadas con aportes públicos o privados, a cambio de derechos de propiedad proporcionales sobre el saldo de la travesía. El horizonte temporal de estas inversiones, cierto aunque indeterminado, coincide con la duración de la expedición, que se liquida al término del viaje comercial. Se conoce como dividendo de liquidación a la parte del botín asignada a cada financista.

La vida media de las corporaciones se extiende a lo largo de los siglos XVI y XVII, y el pago de dividendos se periodiza en intervalos anuales. Entretanto, ante la presencia de casos de fraude empresarial, las legislaciones refuerzan la obligación de las sociedades comerciales de repartir la utilidad.

Posteriormente, durante las revoluciones industriales de los siglos XVIII y XIX se multiplica el número de establecimientos fabriles, que adoptan mayoritariamente la tipificación jurídica de sociedades por acciones. Asimismo se mantiene la práctica universal de distribuir el resultado entre los tenedores de acciones, sólo interrumpida excepcionalmente durante períodos de extremas turbulencias financieras.

Hasta comienzos del siglo XX las rentabilidades por dividendos oscilan levemente por encima de las tasas de interés de los préstamos. Esta diferencia evidencia el mayor riesgo de las acciones relativo al de las obligaciones de deuda, fundamentado en la prioridad de cobro de estas últimas ante un caso de quiebra.

La situación se revierte con la aparición de impuestos personales, instituidos para financiar al estado de bienestar surgido como reacción a la crisis de los años 30 y la segunda guerra mundial. El tratamiento impositivo favorable a las ganancias de capital en comparación al vigente para los ingresos por dividendos, en términos de menores alícuotas y posibilidades de diferimiento del pago, reduce las rentabilidades por dividendos, que por primera vez en la historia resultan inferiores a las tasas de retorno de los títulos de deuda, condición presente desde entonces.

En los años 80 se asiste a la anteúltima novedad en los patrones de distribución, representada por la generalización de las recompras de acciones en reemplazo del pago de dividendos extraordinarios. Este fenómeno se desata casualmente a raíz del dictado en 1982 de una norma aclaratoria² por parte de la agencia federal estadounidense Securities and Exchange Commission (SEC), que despeja dudas sobre la validez de la práctica. La comunidad financiera internacional adopta en gran medida esta modalidad de reparto y la substitución mencionada se globaliza.

² SEC Rule 10b-18, de 1982.

Finalmente, el último cambio de tendencia se despliega en la década del 90 y es detectado por los profesores de la Universidad de Chicago Eugene Fama y Kenneth French (2001). En un trabajo conjunto ambos economistas alertan sobre la desaparición de los pagos de dividendos, que atribuyen a la preponderancia de empresas pertenecientes a negocios de alto riesgo entre las nuevas compañías.

En síntesis, la práctica de pago de dividendos nace con la empresa moderna, se expande a la par que las sociedades de acciones, se modera en la crisis de los treinta y permanece estable hasta fines del siglo pasado.

En paralelo a la evolución en la práctica empresaria, se desarrolla la discusión académica acerca de las preferencias de inversores y directivos sobre políticas de reparto de beneficios. El primer trabajo sobre el tema corresponde a John Burr Williams (1938), creador de la teoría de valuación, que asimila el dividendo al cupón de interés y la acción al título de renta perpetua. Posteriormente, Myron Gordon y Eli Shapiro (1956) enriquecen la fórmula de Williams con la incorporación de las variables razón de retención y tasa de descuento de capital en su modelo de dividendos crecientes a tasas constantes.

Por aquellos años, el mismo Myron Gordon (1959) y James Walter (1956) confirman la preferencia accionista por el pago de dividendos, no sin a la vez contemplar situaciones en las que el mantenimiento del excedente en la empresa representa un beneficio para el accionista. El contexto favorable a la retención se presenta en el caso de que la rentabilidad esperada del conjunto de proyectos de inversión en carpeta no supere a la tasa de rendimiento de mercado asequible para el inversor.

En forma simultánea a estos desarrollos, John Lintner (1956) emprende un estudio minucioso acerca de la decisión empresaria sobre dividendos. Para el mismo encuesta a directivos de las principales firmas de Estados Unidos y recopila datos de una muestra extensa de

compañías. Del resultado de este relevamiento extrae una serie de hechos estilizados a partir de los cuales elabora conclusiones. Detecta que las empresas no reparten el total de ganancias sino que reservan un margen para evitar fluctuaciones en los ratios de reparto. Lintner atribuye esta resistencia a distribuir la integridad de resultados a la desconfianza que las reducciones u omisiones de dividendos provocan en los inversores. El menor dividendo señala al accionista la existencia de prospectos de negocios negativos. En línea con el argumento antes expuesto, los encuestados se reconocen cautelosos al momento de aumentar el nivel de efectivo a distribuir luego de ejercicios con resultados excepcionalmente positivos.

De todo esto Lintner concluye que las empresas establecen un ratio de pago de dividendos objetivo, e intentan suavizar las fluctuaciones del mismo. Para ello los directorios condicionan el aumento de la razón de distribución a la sostenibilidad de la suba del nivel de utilidad. En consecuencia, el ratio se ajusta periódicamente en forma preventiva para no incurrir en omisiones o reducciones.

La tesis de Lintner es rupturista con la teoría vigente que por entonces antecede y dicta la práctica. La teoría clásica de las finanzas consiste en un cuerpo normativo de ideas de tipo propositivo con amplia receptividad en la dirigencia empresarial. A partir de Lintner la innovación se traslada desde las oficinas corporativas a los claustros universitarios, y el conocimiento muta de compendio de praxis exitosas a representaciones simplificadas de hechos observables en la realidad.

La academia denomina TEORÍA DEL PÁJARO EN MANO al conjunto de ideas esbozadas en las tesis de Gordon, Lintner y Walter sobre la preferencia inversora por políticas de dividendos activas.

Pocos años después del estudio de Lintner, Franco Modigliani y Merton Miller (1958) plantan la piedra basal de la moderna teoría de finanzas corporativas, con la publicación de un

artículo que revoluciona a la disciplina con la incorporación del arbitraje como método de demostración. En “El Costo del Capital, las Finanzas Corporativas y la Teoría de la Inversión”, los economistas de Chicago demuestran la irrelevancia de la estructura de capital bajo una serie de supuestos constitutivos de la condición de competencia perfecta. En trabajos posteriores extienden la postura de irrelevancia a la política de dividendos (1961), y relajan el supuesto de inexistencia de impuestos (1963) para retomar el análisis de la estructura de capital. Esta línea argumental se conoce con el nombre de TEORÍA DE IRRELEVANCIA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLÍTICA DE DIVIDENDOS.

En los años 70 Alan Kraus y Robert Litzenberger (1973) y Merton Miller (1977) avanzan en el estudio de la incidencia del factor impositivo en la mezcla de financiamiento ideal. En sus trabajos, los investigadores cotejan las ventajas fiscales de la deuda con las desventajas del incremento de costos de bancarrota y reorganización asociados a ella. Posteriormente, Michael Bradley, Greg Jarrell y Han Kim (1984) complejizan el análisis al insertar costos de agencia a la ecuación. A este grupo de modelos se lo denomina TEORÍA DE COMPENSACIÓN O DE BALANCE O EQUILIBRIO ESTÁTICO. En esta teoría se relega a un segundo plano a la política de distribución, que es catalogada como un subproducto de la decisión de financiamiento y presentada no como fin sino como medio para alcanzar la estructura de capital deseada.

Por la misma época, Stewart Myers y Nicholas Majluf (1984) incorporan el concepto de información asimétrica y herramental estadístico al estudio de la estructura de capital. El trabajo propone en su conclusión una clasificación jerárquica de medios de financiamiento. El rol residual asignado a la política de dividendos semeja al postulado de la teoría de compensación.

Este cuerpo teórico conforma la TEORÍA DE JERARQUÍAS FINANCIERAS O DE CLASIFICACIÓN JERÁRQUICA, y con ella quedan definidas las cuatro líneas de pensamiento predominantes que sientan las bases del presente trabajo.

En la actualidad, la materia progresa a través del conocimiento añadido por las finanzas conductuales y la proliferación de estudios transversales de carácter global. Las líneas de investigación más recientes atañen a la comprobación empírica de las tesis de desaparición de dividendos y de sustitución de repartos en efectivo por recompras de acciones.

Aún no existe una teoría unificadora de las teorías condicionales vigentes. Debido a esto o a su pesar, el interés por el tema persiste, como se explicita en el manual probablemente más leído de finanzas corporativas³, cuando en su capítulo final se rotula a la controversia sobre política de dividendos como una de las cuestiones pendientes de la disciplina. A propósito, en el mismo apartado se cita entre los asuntos resueltos al tópico de estructura óptima de capital, no sin aclarar que si bien Franco Modigliani y Merton Miller no brindan una respuesta, sí proveen el marco por dónde buscarla.

“Mirando hacia atrás, ahora, considero que deberíamos haber puesto más énfasis en el otro lado de la moneda “nada importa”: mostrando aquello que “no importa”, se muestra por implicación, lo que “sí importa”⁴.

En este estado del arte, inicio mi trabajo sobre uno de los temas más apasionantes de las finanzas corporativas. El trabajo se estructura en cuatro capítulos. El primero de ellos aborda la problemática del tema elegido. El segundo describe el encuadre jurídico, impositivo, conceptual, teórico y contextual de la política de dividendos en Argentina. El tercero desarrolla el análisis de datos. El cuarto y final aporta los resultados y conclusiones de la investigación.

³Brealey, R.; Myers, S.C. y Allen, F. (2010). “Principios de Finanzas Corporativas”. (9ª ed.). Ciudad de México, México: McGraw-Hill.

⁴ Miller, Merton H. (1988). “The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years”. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 99-120.

2. Problemática

En esta sección se describe la problemática que afecta al tema escogido, se explicitan los objetivos y se justifica la realización del trabajo.

2.1. Descripción de la Situación Problemática

La falta de consenso acerca del impacto de una determinada política de dividendos en el agregado de valor de una empresa, promueve en los administradores de negocios la subordinación de esta política a la decisión de financiamiento, al emplearla como medio para adecuar la estructura de capital de la firma al ratio deseado de endeudamiento sobre recursos propios. La insuficiencia de evaluaciones sobre las percepciones de los inversores en su valoración de estas políticas, siendo que como destinatarios finales de los flujos de fondos representan el principal grupo de interés al que debieran dirigirse estas decisiones, conduce inevitablemente a una subvaloración del potencial de la empresa por parte de los socios y a consecuentes sobreexigencias en el rendimiento requerido.

Es de esperar que a medida que proliferen investigaciones que viertan luz sobre los motivos por los que en circunstancias específicas los accionistas prefieren, permanecen indiferentes o disienten respecto de la forma elegida por las empresas para distribuir el excedente, los mercados de capitales se robustecerán y las necesidades de las empresas se encontrarán con las pretensiones de los inversores y viceversa, derivando de esta comunidad de intereses el progreso económico de la sociedad.

Dos aspectos en particular obstaculizan el avance en el campo de la política de dividendos. Uno de ellos se relaciona con la complicación práctica de testear una teoría basada en supuestos irreales como la teoría de irrelevancia. El otro aspecto tiene que ver con la resistencia del cuerpo académico a adoptar teorías sobre estructura de capital para extender sus alcances en lo concerniente a la decisión de dividendos, como nos enseñan Modigliani y Miller, quienes

construyen su teoría de dividendos sobre los cimientos de su anterior teoría sobre estructura de capital. La disciplina financiera manifiesta permeabilidad a emplear modelos de la física para valorar opciones y sin embargo encasilla y aísla a sus propias áreas de conocimiento.

Realizada esta crítica, y en un intento superador de esta controversia, para el presente trabajo me valgo de dos teorías mayormente asociadas a la materia de estructura de capital óptima, parcialmente incompatibles no obstante poseer puntos de encuentro. La reciprocidad de las razones de pago y retención permite considerar a la decisión de reparto como de descarte del autofinanciamiento. En definitiva, el excedente que se traslada a los accionistas no se destina a financiar inversiones o cancelar pasivos. Argumentos a favor de la emisión de deuda favorecen como contrapartida la distribución de dividendos. La causalidad es directa e inevitable. La interrelación evidente amerita la adopción de los postulados de estas teorías.

Adicionalmente empleo dos teorías específicas sobre dividendos, en esencia opuestas en sus argumentos explicativos. La formulación de la teoría de irrelevancia en forma de teorema, cuya conclusión se deriva de enunciados que no requieren demostración, invierte el razonamiento de la teoría del pájaro en mano, que en vez de plantear la ecuación, visibiliza el resultado y despeja las variables. Mejor visto, el contraste no radica tanto en el pronóstico como en el enfoque. Porque aunque distintos caminos puedan conducir al mismo destino, transitar idéntico sendero partiendo desde los extremos garantiza que en el punto de llegada las distancias sean máximas.

2.2. Objetivos

Los objetivos de esta tesis comprenden un objetivo final y general, y cuatro objetivos intermedios y específicos de cada una de las teorías consideradas.

2.2.1. Objetivo General

Analizar el grado de verificación de los postulados sobre política de dividendos correspondientes a las cuatro líneas de pensamiento más aceptadas, en una muestra de nueve empresas líderes del Mercado de Valores de Buenos Aires representativas de la población de firmas argentinas de cotización pública durante el período 2006-2011.

2.2.2. Objetivos Específicos

- Evaluar la incidencia del nivel de costos de transacción sobre la preferencia o indiferencia inversora por dividendos.
- Analizar la relación entre resultados corporativos y políticas de distribución de excedentes.
- Examinar el cumplimiento de la condición de disponibilidad de fondos líquidos para la ejecución de políticas de reparto de beneficios.
- Evaluar asociación entre pago de dividendos en efectivo y riesgo accionario.

2.3. Justificación

La realización del presente trabajo de investigación se justifica en aspectos teóricos, prácticos y metodológicos.

En el aspecto teórico se pretende explorar el área de intersección entre dos campos temáticos adyacentes y superpuestos lo como son las teorías de estructura óptima de capital y de políticas de dividendos. La esquematización del marco teórico es novedosa y difiere y sintetiza el material existente a la fecha. Se espera que el simultáneo abordaje del enigma de los dividendos desde la óptica empresarial y la perspectiva inversora contribuya a la mayor comprensión del asunto por parte de los futuros estudiantes que consulten este material.

La justificación práctica reside en el aporte que este trabajo representa para la investigación todavía incipiente del tema en Argentina.

Del diseño metodológico se destaca el uso de una herramienta estadística de uso generalizado en países anglosajones pero poco extendido en el ámbito nacional como es el coeficiente de Spearman.

3. Encuadre

En esta sección se desarrollan las particularidades del entorno desde el que se extraen los datos y se detallan los antecedentes teóricos y empíricos que sirven de base al análisis e interpretación de los resultados de la investigación cuantitativa.

3.1. Régimen Legal

Las compañías estudiadas en el presente trabajo se rigen en tanto sociedades por la Ley 19.550 de Sociedades Comerciales. Por ser empresas autorizadas a realizar oferta pública de sus títulos valores recaen bajo la órbita de la Comisión Nacional de Valores (CNV), que es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República cuyo objetivo es otorgar la oferta pública velando por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de precios en los mismos y la protección de los inversores. Además, en lo atinente a la cotización pública de sus valores, las firmas consideradas para esta investigación están alcanzadas por el reglamento de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

La ley de sociedades comerciales se refiere por primera vez al tema de distribución de dividendos en efectivo en el artículo 66. En él se describe el contenido del informe de presentación anual denominado Memoria. El cuarto ítem del mismo refiere a la obligación de mencionar y exponer en detalle las causas de la propuesta de pago de dividendos o distribución de ganancias en otra forma que en efectivo.

Avanzando en la norma, en el artículo 68 se estipulan las condiciones para acometer el reparto. Se legisla que los dividendos no pueden ser aprobados ni distribuidos a los socios, sino por ganancias realizadas y líquidas resultantes de un balance confeccionado de acuerdo con la ley y el estatuto y aprobado por el órgano social competente.

En el artículo 224 se repite el condicionamiento del artículo 68. La distribución se considera lícita si proviene de ganancias realizadas y líquidas correspondientes a estados contables regularmente confeccionados y aprobados.

En el artículo 261 se vincula el pago de dividendos en efectivo a la remuneración de la administración societaria. La decisión de no distribuir dividendos limita las retribuciones que por todo concepto (incluidos sueldos y otras remuneraciones por el desempeño de funciones técnico-administrativas de carácter permanente) pueden percibir los miembros del directorio y del consejo de vigilancia, al cinco por ciento (5%) de las ganancias de la empresa. Si se distribuyen beneficios, este tope asciende al veinticinco por ciento (25%) del resultado.

Existen asimismo dos menciones al pago de dividendos en acciones. En el artículo 31 se lo evoca como causal de excepción a las limitaciones relativas a la participación de una sociedad en otras sociedades. Por su parte, el artículo 189 protege al accionariado existente ante capitalizaciones de reservas o distribuciones de acciones nuevas.

Las Normas de la Comisión Nacional de Valores Texto Ordenado 2001 regulan el pago de dividendos en el Capítulo IV (Dividendos). El citado apartado establece deberes de información y publicación y determina plazos de ejecución para el programa de reparto decidido en asamblea de socios. Asimismo, delimita situaciones que requieren previa aprobación de la CNV.

El Reglamento de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, publicado en el Boletín Oficial el 29 de julio de 1993, define en su artículo sexto dos situaciones ante las que emisoras de acciones cotizantes no pueden distribuir dividendos en efectivo sin autorización de la institución. El primero de estos casos se verifica cuando el informe sobre estados contables emitido por el contador dictaminante, la comisión fiscalizadora o el consejo de vigilancia, contiene observaciones o indicaciones que pueden disminuir la utilidad objeto de distribución. El otro causal de solicitud ante la entidad acontece si la propia Bolsa de Comercio de Buenos Aires

formula observaciones fundadas en normas legales o reglamentarias que importen afectar la distribución de la utilidad

3.2. Tratamiento Impositivo

El impuesto a las ganancias grava a empresas argentinas por el resultado de compraventa de acciones (Ley de Impuesto a las Ganancias Artículo 2 Inciso 3 y Artículo 64) a la vez que exime del tributo por idéntico hecho económico a personas físicas residentes (Ley de Impuesto a las Ganancias Artículo 20 Inciso w, Artículo 46 y Artículo 64) y a residentes del exterior, excepto sociedades off-shore (Ley de Impuesto a las Ganancias Artículo 2 Inciso 3, Artículo 45 Inciso k, Artículo 20 Inciso w, Artículo 46 y Artículo 64 y Decreto 2284/91 Artículo 78). El cobro de dividendos se clasifica como ingreso no computable a efectos de evitar la doble imposición.

Por su parte, el impuesto al valor agregado no alcanza a la venta de acciones de sociedades anónimas nacionales con autorización para cotizar, ni al pago de rendimientos o dividendos de estos títulos valores (Decreto 280/97 Artículo 7).

Adicionalmente, el Impuesto a los Débitos y Créditos grava tanto la percepción de dividendos como el producido por realización de tenencias accionarias con una alícuota del 0,6%. El gravamen procede ante movimientos en cuentas bancarias consecuencia de estas operaciones.

Por último, el mercado interpreta en forma mayoritaria que no existen argumentos para sostener que en la provincia de Santa Fe el impuesto sobre los ingresos brutos alcanza el cobro de dividendos y el resultado por enajenación de acciones.

Se finaliza el apartado con la aclaración de que el llamado impuesto a la renta financiera legislado en 2013 no alcanza a las empresas listadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

involucradas en el presente estudio. El citado gravamen recae sobre dividendos y resultados por compraventa de acciones de empresas no cotizantes. Las alícuotas respectivas de cada operación son del 10% y del 15%, respectivamente. A pesar de ser conocido como impuesto a la renta financiera, el mencionado hecho tributario sólo implica la derogación parcial de la exención sobre cobros de dividendos y beneficios por compraventa de acciones del decreto reglamentario de la ley de impuesto a las ganancias.

3.3. Marco Conceptual

La asignación de resultados al cuerpo societario se realiza principalmente a través de dos mecanismos. Una vía es el reparto de dividendos en efectivo, consistente en el pago de sumas monetarias fijas por acción. El medio alternativo consiste en entregar acciones de la firma a cada socio en proporción a su tenencia. Los títulos objeto de la entrega provienen de la decisión asamblearia de capitalizar resultados o de recompras en el mercado dispuestas por el directorio. El órgano de gobierno de la sociedad puede omitir el reparto u optar por asignaciones en efectivo, acciones, o combinaciones de ambos.

Por su parte, el dividendo en efectivo se clasifica en ordinario y extraordinario. El primero se reparte regularmente por decisión de asamblea de accionistas en fechas fijadas por estatuto. En Argentina predomina la secuencia anual, a diferencia de otros países como Estados Unidos en los que impera la frecuencia trimestral. El dividendo extraordinario se decide en reunión de socios y distribuye en fecha precisada por ésta. Complementa al dividendo ordinario en ejercicios de resultados superlativos.

Existe asimismo un tercer mecanismo por el que la empresa puede distribuir beneficios entre la nómina de accionistas, en el que la compañía destina porciones del resultado acumulado a recomprar acciones en el mercado. A través de esta acción la firma provoca la suba de la

cotización del título por incremento de demanda. El aumento inducido del precio de la lámina enriquece al inversor independientemente de su opción por vender o por mantener su activo.

El conjunto de acciones readquiridas no se rescata. Continúa en el patrimonio de la empresa, y es pasible de ser enajenado o distribuido entre la nómina accionista. El capital social permanece inalterado.

El motivo por el que se generalizan el pago de dividendos extraordinarios y la recompra de acciones radica en el intento de la dirección por evitar efectos de señalización negativa de reducciones del dividendo regular.

Una política de dividendos se clasifica como residual o dirigida de acuerdo a su ubicación jerárquica en el plano decisorio de la firma. Se define como residual a aquella que sobreviene subproducto de decisiones de financiamiento e inversión. Este tipo de política conduce al pago de dividendos erráticos e inconstantes. La decisión de relegar el reparto de beneficios puede motivarse en la intención de mantener un nivel óptimo de apalancamiento que maximice el uso del escudo fiscal de la deuda. La intención de la dirección de la compañía de priorizar el autofinanciamiento de proyectos de inversión, con el propósito de evitar costos financieros y controles de acreedores, constituye otro motivo posible.

Una política de dividendos dirigida involucra la decisión de la empresa de establecer un objetivo de reparto de beneficios. Este objetivo puede consistir en un porcentaje constante de utilidades, que se traduce en un dividendo volátil, de fluctuación paralela a la experimentada por la rentabilidad. Si el objetivo fija sumas constantes por acción, la política se denomina de dividendos regulares. El dividendo regular suele establecerse en niveles bajos, y complementarse a posteriori con dividendos adicionales en situaciones de holgura financiera. Se opta por dividendos dirigidos en busca de aportar previsibilidad al flujo de fondos destinado al inversor, de manera de lograr un impacto positivo de reducción en el riesgo accionario.

Las políticas dirigida y residual constituyen los extremos del arco decisorio. La práctica empresaria adopta en numerosas ocasiones programas de reparto híbridos, combinando elementos de ambas alternativas. A modo de ejemplo, se dispone un dividendo regular fijo acompañado de un dividendo extraordinario definido como fracción de la utilidad.

En determinados sectores productivos se registran patrones de distribución similares. Por caso, el sector de ventas minoristas tiende a incrementar el dividendo anualmente según una tasa de crecimiento previsible, como se ilustra en el modelo Gordon-Shapiro. Existe una corriente popular de opinión en la asesoría financiera que respalda estas acciones, y prescribe como estrategia inversora la reinversión de dividendos en el mismo título. El planteo comprende horizontes de inversión extensos y tasas de rendimiento efectivo elevadas. El hecho de que no existan antecedentes de razones de crecimiento sostenidas durante períodos temporales amplios suscita el escepticismo de la academia con respecto a la mencionada estrategia.

El proceso de distribución de dividendos comprende tres momentos. El primero en el tiempo es la fecha de declaración, en que la asamblea de accionistas aprueba la decisión de reparto de beneficios. La fecha de registro corresponde al día que se toma como referencia para determinar la nómina de beneficiarios del dividendo. En la fecha de pago se acredita el importe en las cuentas comitentes.

La adquisición de una acción con posterioridad a la fecha de registro no otorga al comprador el derecho a percibir el dividendo en la fecha de pago. Esta situación obedece a que en regímenes de acciones escriturales, como el vigente en la actualidad, el movimiento en el libro de accionistas no se registra en forma simultánea al intercambio de titulares. El día hábil inmediato siguiente al de la fecha de registro se suelen experimentar bajas en las cotizaciones de magnitud aproximada al importe del dividendo.

Antes de proseguir con el marco teórico, vale aclarar que si bien el trabajo sólo contempla datos de acciones ordinarias, existe otro tipo de acciones pagadoras de dividendos que, a diferencia de las acciones ordinarias, no otorgan derecho a voto. Se trata de las acciones preferidas, caracterizadas por la posibilidad de ser objeto de preferencias patrimoniales como las siguientes:

1. Una participación adicional en las ganancias.
2. Un derecho a un dividendo preferido, sea éste sobre la base de un porcentaje respecto del total de las ganancias o consistente en un monto fijo por sobre el valor nominal de los títulos.
3. Un derecho a recibir prioritariamente un determinado porcentaje de los beneficios totales del ejercicio;
4. Un derecho a percibir prioritariamente, en cada ejercicio, un determinado porcentaje sobre el valor nominal de la acción.
5. Un derecho a percibir prioritariamente un determinado porcentaje sobre el valor nominal de la acción, más otra participación adicional en función del remanente de utilidades después de pagarse determinado dividendo a las acciones ordinarias.

La carencia de voto no es absoluta. Se desactiva ante los caso de mora en recibir los beneficios que constituyen su preferencia y suspensión o retiro de la autorización a cotizar en bolsa.

3.4. Revisión de la Literatura

La investigación se estructura en cuatro teorías. Las teorías de irrelevancia y del pájaro en mano o relevancia se centran en el dilema del pago de dividendos. Las teorías de compensación o balance o equilibrio estático y de clasificación u orden jerárquico o jerarquías financieras analizan a la política de financiamiento en forma integral. La decisión financiera de recortar

necesidades de financiación externa con el concurso de fondos propios reduce el excedente a disponer en forma de dividendos. La implicancia directa entre estos dos planos de decisión viabiliza el análisis conjunto.

Las teorías específicas de dividendos, de irrelevancia y del pájaro en mano, comparten la consideración del sujeto accionista como agente dinámico interactuante con la empresa. Difieren por supuesto en las conclusiones y en el enfoque epistemológico, normativo en la primera y positivo y propositivo en la segunda. La teoría de irrelevancia sugiere líneas de estudio y la teoría del pájaro en mano propone cursos de acción. Modigliani y Miller asumen el rol empresa, en tanto Lintner se posiciona en el lugar del accionista. Los hombres de Chicago se abstraen de la realidad y el profesor de Harvard, en cambio, se sumerge en ella.

Las teorías de balance estático y de jerarquías financieras analizan el fenómeno de reparto en un contexto de búsqueda de la estructura óptima de capital maximizadora del valor de la empresa. Las dos coinciden en recomendar políticas de distribución residuales mas por motivos divergentes. La teoría de compensación propone a la asignación de dividendos como medida de ajuste hacia el objetivo de razón óptima de deuda sobre capital propio, en tanto la teoría de clasificación jerárquica condiciona la autorización a repartir resultados a la previa satisfacción de las demandas de la política de inversión. Difieren asimismo en la ponderación del efecto de asimetrías informativas. La teoría del equilibrio estático compensa este costo con el beneficio del escudo fiscal. En cambio la teoría del orden jerárquico se propone como estrategia apenas moderadora de los perjuicios derivados de información imperfecta.

A continuación se procede al análisis independiente y en detalle de cada una de estas teorías.

3.4.1. Teoría De Irrelevancia

Hasta la formulación de esta teoría, en el mundo de las finanzas predomina la idea de que el uso "moderado" de deuda, de menor costo que el rendimiento requerido al capital propio, disminuye el costo financiero promedio y eleva en consecuencia el valor de la empresa y la rentabilidad del accionista. En niveles de endeudamiento superiores al punto de moderación, aumenta el riesgo de bancarrota y se revierte la función costo de capital ante demandas de mayores rendimientos por parte de accionistas y obligacionistas. La valuación de la compañía cae, producto del aumento del factor de descuento de la sumatoria de flujos de fondos.

De esta idea se presume la existencia de estructuras de capital óptimas al alcance del director financiero, por medio del mix exacto de capital propio y de terceros. El costo de capital se representa como una función equivalente al producto ponderado de las variables costo de capital propio y costo de capital ajeno (constante en el primer tramo y creciente a partir del punto de inflexión). La función de costo de capital decrece hasta un mínimo desde el que emprende una senda alcista. Para niveles de apalancamiento comprendidos en el intervalo decreciente, la financiación de proyectos de inversión por suscripción de deuda culmina en ganancias extraordinarias para el accionista, por el diferencial de rendimientos antes descrito, con la única condición de que el valor presente del proyecto supere al valor actual de la obligación que lo solventa.

Si se supone un proyecto de inversión financiado íntegramente por acreedores, sólo se destinará al pago de intereses una fracción de su flujo neto de fondos. El remanente constituirá el beneficio del accionista. El rechazo de negocios procede si el valor actual del proyecto, descontado por el rendimiento requerido por el suscriptor de la obligación, no excede al monto de deuda necesario para emprenderlo. Esta idea contraintuitiva, de admitir la posibilidad de crear riqueza a través de la emisión de obligaciones, se denomina teoría tradicional.

David Durand fue sucesivamente sostenedor, crítico y defensor de la teoría tradicional. Defiende este enfoque en su trabajo pionero (1952) aunque unos años más tarde en una

conferencia patrocinada por el National Bureau of Economic Research (NBER) propone la noción de que el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital (1957). A esta postura crítica de la posición dominante de la época se la conoce como enfoque extremo. Su propuesta básica defiende la imposibilidad de alterar el costo de capital mediante apalancamiento y promueve la inexistencia de estructuras de capital ideales.

Años más tarde reconsidera su hipótesis, en un error de juicio que le cuesta el reconocimiento como autor del paradigma de irrelevancia, privilegio sólo conferido a los célebres Modigliani y Miller.

Por los días en que David Durand impulsa y desestima la teoría tradicional, Merton Miller, un profesor de finanzas corporativas en la Universidad de Chicago, encarga a sus alumnos de doctorado una serie de estudios sobre empresas cotizantes en la bolsa con objeto de localizar una estructura de capital “óptima”. Su sorpresa es mayúscula cuando no localiza ni rastro de ella; ello implica que el coste medio ponderado del capital que el mercado demanda a las empresas parece no tener ninguna relación con la mezcla deuda / acciones de su estructura de capital. En 1956 Franco Modigliani, sostenedor de la hipótesis de David Durand, formula la demostración matemática de sus ideas en una clase de macroeconomía a la que asiste Merton Miller. La curiosidad teórica de Modigliani se funde con los desarrollos empíricos de Miller, y surge una de las hipótesis más importantes de las finanzas corporativas. Con esta tesis nacen las finanzas modernas, y la disciplina evoluciona, desde una etapa concentrada en la elaboración de modelos de valuación de títulos valores tradicionales y la recopilación de buenas prácticas empresariales, hacia un período de expansión sin precedentes de los alcances de esta rama de la economía. Modigliani y Miller apelan al método de arbitraje para demostrar su teorema. De este modo, el procedimiento lógico se incorpora a la disciplina y posibilita la resolución de problemas de larga data como la valoración de opciones. Bhattacharya y Constantinides (1989) destacan este legado en su clásica teoría de la valuación:

“El justificadamente famoso teorema de Modigliani-Miller (1958) representa una brillante aplicación de la restricción del no arbitraje, y marca el comienzo de la era de las finanzas modernas. El concepto clave introducido por Modigliani y Miller es el de clase de riesgo”⁵.

Modigliani y Miller publican en 1958 su artículo fundacional, en el que combinan las leyes de aditividad y conservación de valor de las finanzas corporativas, con los supuestos de competencia perfecta de la economía, y la novedosa restricción de no arbitraje. El paper adopta la forma de un teorema, que a partir de premisas y del empleo de la lógica conduce a una verdad demostrable. El teorema consta de dos proposiciones. La primera afirma que, como el valor de una empresa está dado por el valor actual de la sumatoria de flujos futuros, dos firmas con idéntica política de inversión valdrán lo mismo aunque difieran en su razón de endeudamiento. La explicación más clara de este enunciado la brindó el mismo Merton Miller como especialista en un jurado en Glendale en 1995, al relatar siguiente anécdota:

“Cuando una mesera le preguntó a Yogi Berra (famoso receptor de los Yanquis cuyo nombre está en el Salón de la Fama) si quería su pizza en cuatro o en ocho rebanadas, él le contestó: “La prefiero en cuatro. No creo que pueda comer ocho”⁶.

La agudeza de Yogi refleja la intuición básica de Modigliani y Miller. La elección del apalancamiento divide la distribución de los flujos futuros de efectivo en forma parecida a rebanar una pizza. El administrador decide la participación de intereses en el EBITDA⁷ en una acción comparable a la realizada por un mozo al delimitar la porción de la pizza dirigida a cada comensal.

⁵ Bhattacharya, S. & Constantinides, G. (1989) “Theory of Valuation”. Lanham, EEUU: Rowman and Littlefield.

⁶ Gifford, D. (1998). “After the Revolution - Forty years ago, the Modigliani-Miller propositions started a new era in corporate finance. How does M&M hold up today?”. Obtenido el 24 de Marzo de 2015 desde http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/articles/MM40yearslater.htm.

⁷ El EBITDA es un indicador financiero representado mediante un acrónimo que significa en inglés Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones), es decir, el beneficio bruto de explotación calculado antes de la deducibilidad de los gastos financieros.

En línea con el primer principio, la segunda proposición establece que por representar el rendimiento del activo una función constante, el costo de capital de la empresa es función lineal de la razón entre deuda y capital propio. Según esta teoría, el valor de la empresa es determinado por el volumen de flujos de fondos de la compañía, y no por el modo en que estos se distribuyen. El corolario de este teorema define a la política de financiamiento como irrelevante, bajo el argumento de que sólo es posible crear valor a través de la política de inversión. Para demostrar la teoría se asume la inexistencia de impuestos, costos de transacción y de agencia y asimetrías de información, y se asigna a las empresas y a sus accionistas capacidad para prestar y pedir prestado dinero a la misma tasa de interés.

El paper de Modigliani-Miller recibe numerosas críticas, principalmente alusivas a la irrealidad de sus supuestos. A este respecto se refiere Modigliani en un artículo conmemorativo escrito treinta años después de la primera publicación de su tesis:

*“El artículo... fue escrito de modo provocativo, no realmente para demostrar que el endeudamiento no puede afectar los valores de mercado en el mundo real, sino para sacudir a aquellos que aceptaban la entonces habitual opinión ingenua de que algo de deuda en la estructura de capital habría de reducir el costo de capital aún en ausencia de impuesto, simplemente porque la tasa de interés era más baja que el coeficiente ganancia/ precio de la acción”*⁸.

En 1961 Modigliani y Miller desarrollan un caso especial de la teoría de irrelevancia para empresas pagadoras de dividendos. Se repite la serie de supuestos de su anterior trabajo y se apela a similar proceso de demostración. Aparece como novedad el concepto de política de dividendos definida por el accionista, que importa la posibilidad del inversor de realizar sus ganancias de acuerdo a su preferencia, al margen de la decisión gerencial. Si el directorio desea

⁸ Miller, Merton H. (1988), “The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years,” *Journal of Economic Perspectives* 2(4), 99-120.

reinvertir el beneficio, puede el accionista en desacuerdo canjear por efectivo en el mercado parte de su participación. Del mismo modo, el inversor puede destinar el dividendo definido en asamblea a adquirir acciones adicionales y ampliar su cuota societaria. En el mundo ideal de Modigliani-Miller ambas opciones conducen a idéntico resultado en términos de riqueza. En el artículo del año 1958 los autores se refieren al tema con estas dos frases:

“...en tanto se presume que la dirección de la empresa actúa en beneficio de los accionistas, las ganancias retenidas puede ser considerada como una suscripción plena adelantada de nuevas acciones. Por consiguiente... la separación de los flujos entre dividendos en efectivo y ganancias retenidas...es un mero detalle”.

“... en este modelo ... los dividendos por sí mismos no cumplen ningún rol ... no existe ningún modo simple de aislar el verdadero efecto del pago de dividendos sobre los precios de las acciones de su efecto aparente, ya que éstos últimos reflejan solamente el rol de los dividendos como medida aproximada anticipadora de ganancias de largo plazo”⁹.

En el año 1959 retoman la temática:

“...la posibilidad de explotar oportunidades es independiente de la política de dividendos... el único rol de la política de dividendos es determinar qué proporción de la inversión anual se financia con ganancias retenidas”¹⁰.

En un hecho esperable, la irrealidad de los supuestos imposibilita la verificación empírica de la teoría. El teorema no describe el mercado, aunque sugiere en su planteo potenciales factores conspiradores de la predicción de irrelevancia. Los mismos autores relajan el supuesto de neutralidad fiscal en el año 1963, al incorporar al modelo la deducibilidad de intereses

⁹ Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

¹⁰ Modigliani, F. & Miller, M. H. (1959). “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment:Reply”. *American Economic Review*, 49(4), 655-669.

financieros. El resultado avala la existencia de estructuras de capital óptimas integradas exclusivamente por deuda.

En disonancia con el pronóstico de Modigliani-Miller, la comunidad inversora prefiere dividendos a ganancias de capital, a pesar del mayor tipo impositivo y la imposibilidad de diferimiento del cumplimiento de la obligación fiscal. La particularidad de que las alícuotas sobre las personas superen a las impuestas sobre compañías, inclusive, permite descartar la posibilidad de que las empresas opten por la estrategia de trasladar el beneficio del escudo fiscal a la masa societaria. Fisher Black (1976) describe esta paradoja en un artículo en el que acuña la expresión “*El rompecabezas de los dividendos*”. En el epígrafe del texto se lee:

¿Por qué las empresas pagan dividendos? ¿Por qué los inversores se interesan en los dividendos? Quizás las respuestas a estas preguntas son obvias. Quizás los dividendos representan el retorno del inversor que coloca su dinero a riesgo en una empresa. Quizás las empresas pagan dividendos para retribuir a sus accionistas presentes e incentivar a otros a comprar nuevas suscripciones de acciones a precios altos. Quizás los inversores se interesan en los dividendos porque sólo a través de la percepción de dividendos o a través de la perspectiva de percibirlos reciben un retorno sobre su inversión, o la posibilidad de vender sus acciones a un precio más alto en el futuro.

O quizás las respuestas no son tan obvias. Quizás una empresa que no paga dividendos está demostrando su confianza en que cuenta con atractivas oportunidades de inversión que podrían llegar a perderse si se pagaran dividendos. Si realizara estas inversiones, el valor de sus acciones se incrementaría en un monto mayor al de los dividendos perdidos. Si eso ocurriera, los accionistas estarían doblemente mejor. Terminarían con una ganancia de capital mayor a los dividendos que dejaron de percibir, y se encontrarían con que éstas estarían gravadas con alícuotas impositivas menores que las impuestas sobre dividendos. De hecho, puedo afirmar que las respuestas a estas preguntas no son en absoluto obvias. Cuanto más

observamos el panorama de los dividendos, más parece un rompecabezas, con piezas que sencillamente no encajan¹¹”.

Posteriormente, Miller (1977) defiende la tesis de irrelevancia con existencia de impuestos, bajo el argumento de que la mayor demanda agregada de deuda por parte del colectivo empresario incrementa el interés, hasta compensarse la sobretasa y el beneficio fiscal. De este modo se anulan mutuamente los efectos cruzados de impuestos personales y corporativos. Puesto de otra manera: para ahorrar en impuestos las empresas pagan más intereses. Los inversores al recibir más intereses pagan más impuestos. Al final del día, el ahorro tributario de primera instancia funciona como pago a cuenta y el inversor actúa cual agente de percepción. El macroanálisis de Miller esclarece la escena micro. Este tránsito, del enfoque individual hacia el global, tienta a trazar un paralelo con Isaac Newton, quien deduce la ley de gravedad cuando comprende que la manzana que cae sobre su cabeza y la luna que flota son manifestaciones del mismo fenómeno.

Fisher Black y Myron Scholes (1974) se valen de la novel teoría de portafolio para testear la relación entre rentabilidades por dividendos y retornos accionarios ordenados por clase de riesgo en carteras diversificadas. No encuentran evidencia suficiente para sugerir asociación entre las variables. No se rechaza la tesis de irrelevancia.

La principal observación a la teoría de Modigliani-Miller proviene de Stewart Myers (1984), quien opone al teorema la existencia de innovación financiera, cuya creación carecería de incentivos en un mundo ideal en el que no es posible crear riqueza mediante la sola emisión de títulos. El papel del ingeniero financiero no se diferencia del interpretado por la mesera ante Yogi Berra.

¹¹ Black, Fisher. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5–84

Resulta necesario aclarar que la teoría de irrelevancia no niega la existencia de clientelas de accionistas con preferencias definidas sobre determinadas políticas de distribución. Realizada la aclaración, se afirma que no obstante la presencia de estas clientelas, ninguna empresa puede beneficiarse con esta situación, porque en mercados atomizados la presencia de arbitrajistas restringe estas ventajas a los márgenes. El cambio en la modalidad de reparto sólo provoca cambios en la composición de la nómina.

No se conocen numerosos trabajos sobre la tesis de irrelevancia, debido a la ya comentada dificultad de testeo de hipótesis normativas. No se registran en Argentina sucesos causales asimilables a experimentos naturales, tal el caso de la Ley Reconciliatoria de Crecimiento Económico y Reducción Fiscal del año 2011 que al modificar la escala impositiva en Estados Unidos permite aislar el efecto impositivo *ceteris paribus*.

En esta oportunidad, para analizar el caso argentino se opta por relajar el supuesto de inexistencia de costos de transacción. Por el bajo volumen operado, en el mercado local el costo transaccional más significativo se asocia al riesgo de iliquidez. En el actual contexto de inconstante presencia de compradores y/o vendedores, operativizar la transacción deseada requiere de mayores plazos y flexibilidad.

La persecución por el inversor de políticas de dividendos propias en este país se enfrenta así al costo de asumir pérdidas en la realización de tenencias ilíquidas, o convalidar precios excesivos para reinvertir en el mismo título el fruto del dividendo.

3.4.2. Teoría De Compensación o Balance Estático

Se engloba bajo este rótulo a la serie de teorías de varios autores que, en la búsqueda de una estructura de capital óptima, analizan en forma conjunta ventajas y desventajas del apalancamiento. Donaldson inicia esta corriente con la compulsa entre beneficio fiscal de la deuda e incremento de riesgo crediticio producto del aumento de la probabilidad de incurrir en

costos de bancarrota. El nivel ideal de razón de deuda sobre capital propio se halla en el punto de exacto contrapeso entre beneficio fiscal y costo marginal del pasivo.

Alan Kraus y Robert Litzenberger (1973) modelan un sistema de ajuste progresivo hacia la razón óptima de financiamiento. El dinamismo propio de la actividad económica altera en forma permanente el patrimonio empresario exigiendo el periódico rebalanceo del capital. Distribuir dividendos, rescatar deuda o recomprar acciones, representan ejemplos de acciones de ajuste. Generalmente la corrección procede al registro informativo de la realidad económica de la empresa en estados contables.

Michael Bradley, Greg Jarrell y Han Kim (1984) incorporan a su análisis costos de agencia. La existencia de costos de agencia deriva del problema del agente principal descrito por Adam Smith (1776):

"[...] la mayor parte de estos accionistas [...] no se interesan en sus asuntos y están satisfechos con recibir el dividendo semestral o anual que los directivos consideran conveniente pagarles. Esta ausencia total de inconvenientes y riesgos, más allá de una suma muy limitada, anima a muchas personas a volverse empresarios en una sociedad por acciones, personas que en ningún caso arriesgarían su fortuna en una sociedad particular [...] Ahora bien, no es razonable esperar que los directivos de estas compañías, al manejar mucho más dinero de otras personas que de ellos mismos, lo vigilen con el mismo ansioso cuidado con el que frecuentemente vigilan el suyo los socios de una empresa particular [...] En consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado en alguna medida por la negligencia y la prodigalidad."¹²

El problema surge de la desalineación de incentivos entre principales (accionistas) y agentes (directivos). Estos conflictos de interés se generalizan con la expansión en forma

¹² Smith, Adam. (1958) [1776]. "Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones". Ciudad de México, México: Fondo de Cultura Económica.

acelerada a lo largo del siglo XX de grandes corporaciones en las que control y propiedad no coinciden en la misma persona. Michael Jensen y William Meckling (1976) elaboran un modelo dinámico de teoría de la empresa que visibiliza este objeto de costos ante la comunidad financiera. Michael Bradley, Greg Jarrell y Han Kim (1984) constatan razones de endeudamiento moderadas en disonancia con el análisis marginal de costo de bancarrota / beneficio fiscal. En su esquema explicativo añaden el coste de agencia a la suma de gastos de quiebra y reorganización del modelo original. El costo agregado procede de la intención del agente de minimizar el escrutinio impuesto por el acreedor y de la restricción sobre el libre manejo de fondos ínsita en la contratación de deuda. En su voluntad por evitar recurrir al financiamiento de terceros y por escapar al poder disciplinador del mercado, el agente se desvía de la persecución del objetivo de maximizar el valor de la empresa y la riqueza del accionista inherente al mandato de representación extendido por el grupo propietario. El resultado de esta acción evasiva consiste en la subutilización del beneficio de deducibilidad fiscal de intereses. El planteo de esta teoría justifica el uso acotado de deuda.

En el escenario base del modelo de balance estático la compañía se sitúa en el punto óptimo de apalancamiento. Desde este estadio inicial, la empresa genera hechos económicos de impacto patrimonial alteradores del equilibrio. Para corregir la distorsión se requiere ajustar el ratio de deuda a la razón ideal. El óptimo post ajuste no coincide necesariamente con el del escenario base, porque tanto costos de agencia como beneficios fiscales pueden verse afectados por cambios exógenos o endógenos, como prescripciones de saldos impositivos y modificaciones legislativas sobre prácticas de gobierno corporativo, respectivamente.

El ajuste necesario es factible de ser emprendido a través de adecuaciones aisladas o conjuntas del pasivo o patrimonio neto. Las modificaciones patrimoniales resultantes implican transacciones y en consecuencia costos. El consiguiente costo transaccional, sumado al costo administrativo de generar la información contable, determina la frecuencia del ajuste.

Precisamente en este punto del desarrollo teórico se recurre a la política de dividendos. Se acude a la misma como parte de la estrategia de minimización de costos de transacción. Ante el caso de resultados positivos que acrecienten la relación entre patrimonio neto y pasivo, por ejemplo, la alternativa de suscribir deuda para restablecer el ratio es onerosa y puede no armonizar con la política de inversión. La opción más económica de retorno al equilibrio estriba, entonces, en distribuir el excedente entre el cuerpo de accionistas. Para la situación opuesta, de exceso de endeudamiento originado en quebrantos, retener utilidades acarrea menores costos que suscribir nuevas acciones en un contexto adverso. Se recuerda que en situaciones desfavorables, el precio de corte de la emisión suele situarse por debajo del valor fundamental, porque el mercado interpreta que si la cotización corriente del título se ubicase por debajo del valor intrínseco, la empresa carecería de incentivos para vender participaciones. Ergo, para el inversor externo la firma actúa en forma racional y sólo suscribe acciones si considera que el precio de plaza favorece a la operación. Por este motivo el inversionista penaliza a la empresa a través del descuento del costo de la asimetría informativa. Además del costo financiero descrito, emitir valores conlleva gastos de intermediación, administración y honorarios, entre otros.

Según esta línea argumental, conviene distribuir el excedente en forma procíclica. En consecuencia, ganancias extraordinarias se traducen en dividendos extraordinarios. Ante perspectivas negativas, la reserva parcial de fondos evita futuros recortes en el reparto. El monitoreo y ajuste periódico del nivel de apalancamiento torna excepcional la contracción de deuda para afrontar distribuciones de beneficios. La operación conjunta implica incrementar el cociente deuda / capital propio por dos vías y sólo se reserva para casos particulares.

El análisis integrado de las decisiones de financiamiento y dividendos no relega a la última a categoría residual, si bien limita su autonomía.

3.4.3. Teoría De Clasificación Jerárquica, Orden Jerárquico o Jerarquías Financieras

La teoría de compensación jerárquica se enmarca en el problema económico de selección adversa, a similitud del modelo de compensación, que de manera análoga se vale del concepto de igual modo proveniente de la economía del problema agente principal. La selección adversa es el resultado de negociaciones entre partes con disímil grado de información sobre el riesgo inherente a la propuesta comercial. Para compensar la consecuente incertidumbre, el sujeto en desventaja exige (y obtiene) descuentos al (del) ofertante. La imposibilidad de la demanda de discriminar a la oferta por calidad, de mínima desincentiva y de máxima excluye al núcleo de componentes más confiables. El precio de equilibrio incluye la cobertura de la citada contingencia, en forma de pseudoprime. La parte mejor informada absorbe el valor del protoseguro.

Las industrias del seguro e intermediación bancaria configuran casos paradigmáticos de la señalada anomalía de mercado. Producida la adhesión a la póliza, el asegurado relaja el accionar preventivo. Por otra parte, el prestamista penaliza al prestatario solvente con tasas mayores a las correspondientes a su real riesgo crediticio. Indubitablemente, el ejemplo de mayor eficacia en la ilustración del problema es el del mercado de autos usados, relatado por George Akerlof en su modelo de “mercado de limones”. Se transcribe literalmente para la mejor comprensión:

“En los mercados de coches de segunda mano, los compradores de automóviles usados no saben si son "limones" (automóviles malos) o "cerezas" (automóviles buenos). Los vendedores, por el contrario, sí conocen esa información. A un precio dado los vendedores estarán más dispuestos a vender "limones" que "cerezas", guardando los automóviles buenos para ellos. Así, los compradores aprenderán a suponer que todos o casi todos los automóviles usados son "limones". Esto deprime el precio de los automóviles usados, de tal forma que más "cerezas" se mantienen fuera del mercado. El mecanismo del precio falla en mantener los "limones" fuera del mercado, incluso en un mercado competitivo. Por el contrario, ellos dominan el mercado. Aunque tengamos un coche de alta calidad, cuando lo ponemos en venta, las personas no van a

estar dispuestas a pagar por él como un coche de alta calidad, porque se presume que si lo venden es porque tiene algún defecto. Por esto se dice, que todos los coches que se venden son de baja calidad. Por lo tanto, se llega a la conclusión de que en el mercado de segunda mano no existen coches buenos, lo que lleva a que el precio de todos los coches de segunda mano sean bastante bajo, sucesivamente, conforme pasen los períodos éste irá disminuyendo"¹³.

El orden jerárquico articula el dilema de selección adversa con la decisión de financiamiento de la dirección empresaria. En el modelo de Stewart Myers y Nicholas Majluf (1984) la directiva actúa en el interés del cuerpo accionista existente, y en razón de ello se resiste a emitir acciones adicionales. La mencionada negativa persigue el objetivo de evitar descuentos originados en sospechas de sobreprecio por parte de inversionistas externos. El potencial inversor presume que el dirigente racional carece de incentivos para suscribir capital si la acción cotiza por debajo de su valor fundamental, y por tal motivo sólo adquiere participaciones previa corrección bajista.

El movimiento a la baja materializa transmisiones de riqueza desde la nómina accionista previa hacia el accionariado entrante. Si el efectivo recolectado en la suscripción se destina, por ejemplo, a duplicar la capacidad de generar fondos libres, el costo de la operación de ingreso para el grupo suscriptor será menor al valor de la empresa previa ampliación de capital. Puesto en otros términos, el adquirente compra flujos de fondos de valor actual equivalente a la valuación de la firma al momento cero por un precio inferior a esa cotización. Los derechos de preferencia y de acrecer¹⁴ se legislan con el objeto de atenuar el efecto aludido. Para paliar el

¹³ Akerlof, George A. (1970). "El mercado para "los limones": Incertidumbre de la calidad y el mecanismo de mercado". *Diario trimestral de la economía*, 84(3), 488-500, 1970.

¹⁴ El derecho de preferencia es el derecho del accionista de suscribir las acciones correspondientes a un aumento de capital en proporción a las que ya tiene. El derecho de preferencia es un derecho fundamental del accionista y permite que cada uno de ellos pueda mantener su ecuación económica dentro del capital integrado.

El derecho de preferencia es un derecho fundamental de accionista. Sin perjuicio de ello, ese derecho puede ser cedido a otros accionistas o a terceros (art. 327).

El derecho de acrecer surge cuando no todos los accionistas ejercen el derecho de preferencia. El accionista interesado puede suscribir el capital no suscrito por otros. Este derecho permite mantener el sustrato personal de la sociedad impidiendo el ingreso de personas ajenas.

problema de selección adversa, la teoría del orden jerárquico desaconseja la emisión de acciones, bajo la reserva para casos excepcionales de urgencias financieras.

En lo que respecta a la deuda, el costo de información asimétrica es menos relevante, en razón del menor riesgo de la obligación negociable en relación a la acción, por la preferencia de cobro de la primera ante el caso de liquidación de la compañía. Igualmente, por resultar el prospecto real de la compañía inaccesible para el interesado acreedor, se aplican primas de interés como cobertura ante riesgos ocultos.

La tercera y última fuente de recursos reside en la cuenta de resultados no asignados de la empresa. El acumulado de ganancias minimiza el efecto negativo de la información asimétrica, debido a la potestad dirigenal de libre disponibilidad del saldo de beneficios. Se evita incurrir en negociaciones con terceros.

El conjunto de estos postulados propicia el establecimiento de un orden de jerarquía de medios de financiamiento. Se resume en la prioridad del financiamiento interno, y la preferencia dentro del financiamiento externo por obligaciones menos riesgosas, esto es deuda antes que acciones. En palabras de Myers y Majluf:

*“Primero se prefieren los fondos internos (los que surgen de las ganancias provocadas por la compañía), luego opta por los fondos externos provenientes de la emisión de deuda y por último, si la insuficiencia de capital así lo requiere, concurrirá al mercado de capitales (emisión de acciones)”*¹⁵

Entre las instancias de deuda y nuevo capital, se sugiere la emisión de obligaciones híbridas como acciones preferidas u obligaciones negociables convertibles en acciones.

¹⁵ Myers, S. & Majluf, N. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.

Otra conclusión de la teoría sostiene que la rigidez en el pago de dividendos obliga a la administración a ser precavida al momento de aumentar el mismo. La corriente atribuye al dividendo efectos informativos, por lo que se percibe como mala noticia la omisión o reducción en el reparto. En línea con el argumento esbozado, la teoría propone políticas de distribución conservadoras, supeditadas al cumplimiento previo de la demanda de efectivo de la inversión proyectada.

Según la teoría de clasificación jerárquica, el saldo de deuda resulta de la sumatoria de necesidades de fondos neta del fondeo autogenerado, y refleja la acumulación de requerimientos de capital. Si luego de financiar la política de inversión y distribuir dividendos restara efectivo disponible, conviene destinarlo a cancelar acreencias. No postula la inmutabilidad del ratio objetivo de endeudamiento, sino razones fluctuantes a raíz de la interacción entre decisiones de inversión y financiamiento. Esta línea de investigación, en coincidencia con la teoría de irrelevancia, asigna el papel preponderante a la política de inversión, descrita en el lado izquierdo del balance, en el proceso de creación de valor.

En lo referente específicamente a política de dividendos, de la teoría se extrae la condicionalidad de la decisión a la existencia de liquidez. No se recomienda disponer del crédito externo para reforzar el plan de reparto. La política de asignación de beneficios se define como residual, una vez satisfecho el reclamo de capital de la gerencia de planeamiento.

El modelo es sometido a comprobación empírica con resultados coincidentes con el pronóstico del orden jerárquico. Michael Long e Ileen Malitz (1985), en su estudio de corte transversal sobre una muestra de 545 firmas manufactureras pertenecientes al New York Stock Exchange y al American Stock Exchange, detectan relaciones positivas y estadísticamente significativas entre índices de inversiones de capital y ratios de apalancamiento. Por su parte, Scott Williamson (1981) detecta asociaciones negativas entre niveles de riesgo y endeudamiento,

a través de pruebas de regresión entre betas desapalancadas y pasivos de 170 firmas listadas en el New York Stock Exchange en el año 1976.

La teoría de flujos libres de caja, subtipo de la de jerarquías financieras, justifica el acceso al financiamiento externo a pesar de la existencia de fondos propios, con el argumento de que la disciplina del mercado morigera el coste de agencia originado por la tendencia de administradores a sobreinvertir y emprender prospectos de negocios de valor presente negativo. Los gerentes aceptan en exceso proyectos de inversión para expandir el total de activos bajo su control y de este modo gozar de beneficios no económicos. Sin embargo, en la práctica empresarial no se verifica la adopción por el management del conjunto de postulados de esta teoría normativa. Su principal exponente es Michael Jensen (1986), ideólogo de la teoría de costos de agencia. Ross (1977) sostiene la hipótesis de flujos de caja libres en un estudio enfocado en asimetrías de información. En contraposición al efecto señalizador negativo de la emisión de acciones, Ross atribuye a la colocación de deuda la posibilidad de ser percibida por el potencial accionista como indicadora de la capacidad de generación de flujos de fondos futuros. El citado enunciado compatibiliza con el núcleo propositivo del orden jerárquico, en tanto sitúa a la deuda en posición de prelación relativa al aumento de capital.

La teoría de flujos libres de caja, si bien combina en su análisis elementos de información asimétrica y del problema agente principal, no es posible de ser considerada síntesis de las hipótesis de compensación y clasificación jerárquica. El modelo de balance estático es la evaluación marginal de beneficios fiscales y costos de bancarrota y agencia. La tesis de jerarquías financieras enfatiza el problema de información asimétrica y propone estrategias minimizadoras. La teoría de flujos de caja libres relativiza el costo de este fallo de mercado y reelabora el orden propuesto. En términos médicos: ambas teorías (de clasificación jerárquica y flujos de caja libres) coinciden en el diagnóstico del problema (de información asimétrica) pero

difieren en la gravedad del cuadro y en la prescripción (autofinanciamiento y deuda, respectivamente).

3.4.4. Teoría Del Pájaro En Mano o Relevancia

El nombre de esta teoría proviene del refrán popular que reza que “más vale pájaro en mano que ciento volando”, y bajo su sello se encasilla a una serie de corrientes explicativas de la preferencia inversora por dividendos a ganancias de capital. El refrán alude a la conveniencia de elegir la disposición plena de un bien a la incierta posibilidad de adquirir otro de mayor valor o en mayor cantidad en el futuro. Ante el enfrentamiento entre teoría y práctica, el investigador afronta el doble trabajo de explicar la realidad y justificar el error de pronóstico de la teoría aceptada.

Esta teoría marca un contrapunto con la tesis de irrelevancia, motivo por el que también es citada como teoría de relevancia. Se reconoce como pioneros de esta corriente a Myron Gordon y John Lintner, no obstante no haber sido ellos quienes acuñaron el nombre por el que se la conoce.

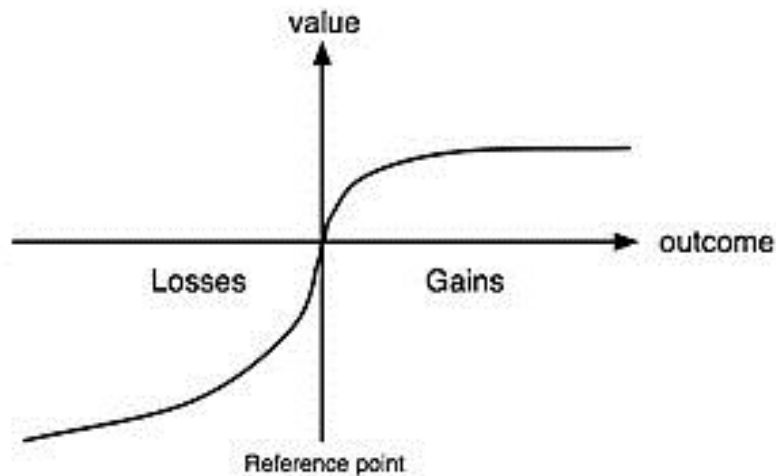
El aporte de Myron Gordon contempla dos facetas. Primero moderniza el modelo de valuación por descuento de flujos de fondos de John Burr Williams, al incorporar la variable crecimiento / decrecimiento del dividendo. Así consigue adaptar la fórmula a la valoración de empresas en ciclos de expansión o madurez. Posteriormente, relaja el supuesto de equivalencia entre el rendimiento del activo y el costo ponderado de capital, y concluye que el mercado descuenta dividendos a tasas menores que las empleadas para actualizar plusvalías de capital. Postergar la realización de la ganancia aumenta la incertidumbre sobre su percepción.

La sobre imputación de riesgo a ganancias de capital se corresponde con la intuición general del grupo de gerentes entrevistado por John Lintner, quien en su escrito plantea una fórmula de razón de pago de dividendos de ajuste gradual a la capacidad de reparto de largo

plazo. El gradualismo pretende evitar la necesidad de omitir o reducir la distribución de beneficios. La clase dirigente exterioriza en la encuesta voluntad por remunerar en forma periódica al cuerpo accionario. El modelo persigue por finalidad condensar parámetros de distribución, y por el éxito en este propósito es utilizado para posteriores estudios en otras latitudes.

El paradigma del pájaro en mano se enriquece con la aplicación a partir de la década del 70 del análisis psicológico conductual en la disciplina financiera. Hersh Shefrin y Meir Statman (1984) estudian el problema de dividendos en base a las teorías de autocontrol de Richard Thaler y Hersh Shefrin (1983) y de decisión bajo incertidumbre o prospectiva de Daniel Kahneman y Amos Tversky (1979). Sostienen la preferencia de la población económica por consumir del ingreso por dividendos, para de este modo evitar el costo de decisión de realizar plusvalías de capital para financiar consumo. De allí deviene inviable la sustitución de dividendos por autoliquidación de resultados por tenencia. El dúo de autores asume la pertenencia de sendos resultados a contabilidades mentales independientes. El sujeto vincula por un lado ingresos y gastos corrientes, y por el otro capital y ahorro. Prosiguiendo la analogía, el ingreso por dividendos se acredita en cuenta corriente, y el aumento del portafolio se deposita a plazo fijo. El inversor experimenta efectos negativos sobre su bienestar al momento de decidir enajenar acciones para acumular ingreso disponible. Las pérdidas de utilidad sobrevinientes se asimilan a costos de transacción no erogables.

Figura 1: Función de valor hipotética.



Nota: la función de valor que pasa por el punto de referencia es asimétrica y tiene forma de S.

Fuente: extraído desde

http://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect_theory.pdf el 12 de Agosto de 2015.

Este hallazgo refuta la aseveración de Franco Modigliani y Merton Miller acerca de la posibilidad del inversor de gestionar su propia política de dividendos sin afrontar costos significativos. El accionista segrega el retorno total en rentabilidad del dividendo y ganancia de capital, y contabiliza el monto percibido como dividendo en la cuenta de ingresos, ya caracterizada como de alta propensión a financiar consumo. La plusvalía de capital se acumula en la cuenta de ahorros destinada a fondo de reserva. Se prefiere consumir del fruto y preservar el árbol. Enfrentado el accionista a la necesidad de realizar plusvalías de capital, se expone a experimentar arrepentimiento en el futuro si la acción aumenta de precio con posterioridad a la venta. En síntesis, según esta corriente de investigación conductual, la preferencia por dividendos es asociada a reducciones de costos de decisión y arrepentimiento provocados por sesgos de dificultad de autocontrol y aversión a pérdidas.

La teoría prospectiva describe el modo en que el ser humano decide ante situaciones cuyas alternativas involucran riesgos. Parte de evidencia empírica para explicar la evaluación del individuo de potenciales pérdidas y ganancias.

A diferencia de la teoría clásica, que sostiene la independencia de la aversión al riesgo respecto del punto de referencia, la teoría prospectiva adscribe la misma a la zona de ganancias, y asigna la búsqueda de toma de posiciones de riesgo a la zona de pérdidas. La asimetría en las preferencias de riesgo conduce a comportamientos inversores por demás arriesgados en la franja de quebrantos y en extremo cautelosos en el área de beneficios.

La teoría de autocontrol rastrea el origen del problema decisorio en la coexistencia en el individuo de rasgos de planificador previsor y de ejecutor miope. Este doble plano personal asimila la relación agente-principal entre gerente y propietario, en lo relativo a la disociación de intereses entre ambos caracteres. El conflicto suscitado por esta dualidad incrementa en términos de reducción de utilidad el costo de decidir entre consumo actual y ahorro para goce futuro. El inversor busca mitigar este costo a través de la adopción de normas heurísticas como restringir el consumo a la suma percibida como dividendo.

Malcolm Baker, Stefan Nagel y Jeffrey Wurgler (2007) examinan esta relación propuesta entre consumo y dividendos por medio de encuestas sobre gastos de hogares del Departamento de Trabajo de Estados Unidos para el período 1988-2001. Estiman que la propensión marginal al consumo de dividendos prácticamente equivale a la propensión a consumir del total de ingresos, a la vez que supera por amplio margen la tendencia al uso para el mismo fin de las ganancias de capital.

Malcolm Baker y Jeffrey Wurgler (2004a) formulan el modelo denominado teoría de catering que, en base al uso de arbitraje y al supuesto de que la demanda por dividendos es uniforme y variable a través del tiempo, permite alcanzar la conclusión de que las empresas inician y omiten pagos de beneficios en sintonía con la magnitud de la prima de cotización de acciones pagadoras de dividendos. El modelo no predice ni explica aumentos o disminuciones en ratios de reparto. Para la prueba del modelo usan una muestra de empresas similar a la empleada

por Eugene Fama y Kenneth French en su artículo del año 2001 sobre la desaparición de dividendos.

En un estudio posterior (2004b), la misma dupla de autores investiga causas de oscilaciones de la preferencia inversora por dividendos. Descubren que la prima aumenta en períodos posteriores a cracks bursátiles. De esta coincidencia deducen que el pago de dividendos actúa como factor morigerador de riesgo ante escenarios de incertidumbre. El vuelo a la calidad se dirige post crisis a la toma de posiciones en empresas distribuidoras.

La política de distribución de esta corriente de opinión es dirigida y autónoma. La decisión de dividendos se sitúa al mismo nivel jerárquico que las de inversión y financiamiento, en línea con la representación gráfica de Aswath Damodaran¹⁶.

Figura 2: Principios Fundamentales en Finanzas Corporativas.



Nota: Alexandra Figueiredo Vasco desarrolla una síntesis superadora de los principios de Tasa mínima exigida y Rendimiento correspondientes a las Decisiones de Inversión vinculándolos con el concepto de CAPM (tasa promedio ponderada de las distintas fuentes de financiación, capital propio y capital ajeno).

Fuente: extraído desde http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/ACF4E/Preface.htm.

¹⁶ Damodaran, A. (2001). "Corporate Finance: Theory and Practice". (2ª ed.). Hoboken, EEUU: John Wiley and Sons.

3.5. Antecedentes empíricos en Argentina

En Argentina, tanto por la dimensión de su mercado como por su todavía incipiente investigación, no abundan estudios sobre relevancia de dividendos en el mercado local. Aun así se valoran y destacan los aportes de Ricardo Bebczuk y Mónica Erpen. Bebczuk (2004) estudia el mercado entre 1996 y 2002 y destaca como principales pagadoras a empresas rentables pero con escasas oportunidades de inversión. Erpen (2000), en una investigación para el Instituto Argentino del Mercado de Capitales, confecciona cuadros estadísticos comparativos sobre políticas de dividendos seguidas por importantes empresas del Panel General del Mercado de Valores durante el período 1990-1999.

Sobre estructura de capital óptima el material es prolífico. Guillermo López Dumrauf (2000) investiga políticas de casi 100 empresas con información del período 1993-1997 y alcanza resultados consistentes con el modelo de jerarquías financieras. Asimismo se registra fuerte asociación entre crecimiento y endeudamiento.

Sobre determinantes de estructura de capital en pequeñas y medianas empresas, vale mencionar los trabajos de Briozzo y Vigier (2008) y Salloum y Vigier (1999). El primero de ellos se realiza sobre la base de un estudio de campo de una selección de pequeñas firmas de la ciudad de Bahía Blanca durante el período Julio-Octubre 2006. El segundo emplea datos pertenecientes al relevamiento de 400 empresas llevado a cabo por F.I.E.L. (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas) entre los meses de abril y junio de 1995. Los resultados de los dos estudios avalan a la teoría de jerarquía financiera. Las firmas acuden principalmente al uso de fondos propios, y en gran número manifiestan dificultades para acceder al mercado financiero.

Delfino (2006) analiza determinantes de estructura de capital a escala latinoamericana. Para ello emplea una muestra de empresas de Argentina, Brasil, Colombia, Venezuela, México, Perú y Chile con cotización pública en bolsa de valores durante 1992-2004. El hallazgo de fuertes correlaciones entre rentabilidad, oportunidades de crecimiento y apalancamiento, posiciona a la teoría de orden jerárquico como la dominante entre las explicaciones acerca del mix óptimo de estructura de capital. Igualmente, la asociación entre tamaño y endeudamiento suscribe en menor medida a la propuesta de balance estático.

A misma escala, Lusarreta (2009) investiga si el nivel de tasa de interés afrontado por empresas cotizantes en las Bolsas de Valores de Argentina, Brasil, Chile y México, durante el período 1992-2005, puede ser explicado en función de variables financieras y contables relevantes en la justificación de la estructura de capital. El resultado del estudio es insuficiente para ofrecer explicaciones tentativas. Lusarreta plantea la insuficiencia de valores de prueba como posible indicio de la existencia de grandes asimetrías de información en dichos mercados.

4. Análisis de Datos

En esta sección se presenta el proceso de investigación. En primer lugar se determina el alcance del trabajo. En segundo término se definen las variables utilizadas. A continuación se fundamenta la selección de la muestra. Luego se procede a describir el método estadístico empleado, y finalmente se formulan las hipótesis de investigación.

4.1. Alcance de la investigación

El presente trabajo consiste en un estudio de carácter cuantitativo, de alcance descriptivo correlacional, en el que se emplean hipótesis estadísticas de correlación. La finalidad es explicar y medir relaciones entre variables, agrupadas en parejas, conformadas cada una de éstas por una variable representativa de pago de dividendos en efectivo y por otra variable asimilable a un factor causal. Con este fin se realiza el procedimiento de contraste de hipótesis. Se considera como referencia un nivel de significación estadística ($\alpha=0,05$) igual al 5%, como es de convención en las ciencias sociales.

4.2. Definición de variables

La totalidad de las variables empleadas en el estudio pertenecen por su naturaleza al tipo cuantitativo continuo. Se distinguen dos variables principales indicativas de pago de dividendos en efectivo, como son Ratio de Política de Dividendos y Rentabilidad del Dividendo, y cuatro variables secundarias exponentes de cada una de las teorías explicativas seleccionadas para este trabajo. El procedimiento de correlación se aplica a pares de variables conformados por una variable principal y otra secundaria. A continuación se describe el conjunto de las mismas.

Se optó por el uso de dos variables representativas del pago de dividendos en efectivo por dos razones. En primer lugar, ambas variables gozan de uniforme grado de aceptación en el mundo académico, y aparecen con frecuencia similar en el campo de la investigación científica.

En segundo lugar, cada una de ellas enfoca el fenómeno desde perspectivas contrapuestas. El Ratio de Política de Dividendos mide la distribución en relación al resultado, desde una visión empresaria. Por este motivo, este indicador es el de mayor utilidad para el análisis de políticas de dividendos que consisten en el reparto de un porcentaje fijo sobre las ganancias del ejercicio. Por su parte, la Rentabilidad del Dividendo es más precisa para detectar y analizar políticas de dividendo anual constante. La inclusión de la variable precio en su fórmula, y su expresión análoga a la de una tasa de rendimiento, facilitan a los inversionistas la comparación con otras alternativas de inversión y el cálculo de retornos. En síntesis, el Ratio de Política de Dividendos y la Rentabilidad del Dividendo traducen los mismos hechos económicos, desde la óptica empresarial y la visión del inversionista, respectivamente. Restringir el estudio a una sola de las variables hubiese significado limitar el alcance de las conclusiones.

4.2.1. Ratio de Política de Dividendos

Es el cociente entre Dividendos por Acción y Beneficios por Acción. Equivale a la parte de las ganancias destinada a repartirse entre los accionistas. Se expresa en porcentaje como es la forma habitual de anotación de esta razón en finanzas.

4.2.2. Rentabilidad del Dividendo

Es igual a la razón entre Dividendos por Acción y Precio de Acción, multiplicado por cien. Se expresa en forma de porcentaje y se asemeja a una tasa de rendimiento. Como denominador se pueden emplear tanto el Precio de Acción al final del Ejercicio como el Promedio de Precios del Ejercicio. Para esta tesis se optó por la segunda opción por considerarlo un indicador más consistente, debido a su menor exposición a eventos extremos potenciales distorsionadores de cotizaciones. Para el precio promedio se calcula la media aritmética, con igual ponderación para cada uno de los días hábiles bursátiles. En ninguna de las acciones se registraron ruedas sin operaciones.

4.2.3. Volumen Promedio Operado Diario

Es igual a la media aritmética del volumen operado en cada rueda bursátil. Se expresa en pesos. Se asimila a la variable teórica Grado de Exposición a Costos de Transacción, y se aproxima a la variable intermedia Liquidez de la Acción. Sirve a efectos de contrastar la Teoría de Irrelevancia.

4.2.4. Ratio Precio Beneficio

Es el ratio entre el Precio Promedio de la Acción en el año económico y el Beneficio por Acción en el mismo período. Se emplea en las hipótesis destinadas a corroborar la Teoría de Compensación. A diferencia del Ratio de Política de Dividendos, no se expresa como porcentaje, ya que el rango de valores habituales que adopta la variable supera la unidad y el uso de porcentuales dificultaría la comparación inter empresa.

4.2.5. Ratio de Liquidez

Es la variable empírica ilustrativa de la propiedad de liquidez de la empresa, definida como la capacidad que posee una entidad de hacer frente a sus deudas en el corto plazo. Se obtiene dividiendo el Activo Corriente (activo líquido a la fecha de cierre del ejercicio, o convertible en dinero dentro de los doce meses) por el Pasivo Corriente (o exigible a corto plazo, entendiendo a éste como un plazo inferior a un año). Se usa en el contraste de hipótesis de la Teoría de Clasificación Jerárquica.

4.2.6. Varianza Anual de Cotizaciones Diarias

Es una medida de dispersión, que se define como la cuasi esperanza del cuadrado de la desviación de dicha variable respecto a su media. Es una variable proxy de la volatilidad de una acción, y cuantifica el riesgo de oscilaciones de precio. Se expresa en pesos al cuadrado ($\2). A

esta variable se la encuentra en el análisis de la Teoría del Pájaro en Mano. La fórmula de cálculo es la siguiente:

$$s^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n y_i^2 - \frac{n}{n-1} \bar{y}^2 = \frac{\sum_{i=1}^n y_i^2 - n\bar{y}^2}{n-1}$$

4.3. Selección de la muestra

Para la confección de la muestra se seleccionaron nueve empresas habituales integrantes del panel líder del Mercado de Valores de Buenos Aires durante el período 2006-2011. Se trata de datos de panel, ya que el estudio combina la dimensión transversal (recoge datos en forma anual) con la longitudinal (la recopilación se repite en un período de seis años). Cabe aclarar que a pesar de esta última característica de la muestra no se trata de un estudio evolutivo sino de una investigación no experimental correlacional. Se procuró que en la muestra estuvieran representados todos los sectores empresariales con una ponderación similar a la vigente en el mercado de valores. Se trata de una muestra dirigida estratificada por sectores empresariales.

4.4. Obtención de los datos

Los datos representativos de las variables son de libre acceso en la página web del Instituto Argentino del Mercado de Capitales, institución semipública pionera en el desarrollo de investigaciones en el mercado de capitales local y poseedora de la más completa base de datos en la materia. Al centrarse el estudio en firmas sometidas al régimen de oferta pública, las variables insumo para el cálculo aritmético de otras variables se informan en la página web de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Asimismo fueron consultados los anuarios de la Bolsa de Comercio de Rosario y el portal BOLSAR para un chequeo de control de los datos. Las empresas seleccionadas del Sector Industrias fueron ALUAR Aluminio Argentino SAIC (Merval: ALUA), Pampa Energía SA (Merval: PAMP) y Ternium Siderar (Merval: ERAR). Del Sector Financieras se eligió a Banco Macro (Merval: BMA), Banco Francés (Merval: FRAN) y Grupo Financiero

Galicia (Merval: GGAL). Del Sector Servicios Públicos pertenecen a la muestra Telecom Argentina (Merval: TECO) y Transener Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión (Merval: TRAN). Y del Sector Otros se incorporó al estudio a Sociedad Comercial del Plata (Merval: COME).

4.5. Descripción del método

Para el análisis cuantitativo de datos se apeló a la estadística inferencial, más precisamente al procedimiento de prueba de hipótesis. Como medida de correlación se eligió el coeficiente de Spearman no paramétrico para variables aleatorias continuas. La elección de esta medida de asociación o interdependencia se funda en la menor sensibilidad de ésta, en relación al coeficiente de Pearson, a valores muy lejanos a los esperados, comúnmente denominados “*outliers*”, siendo que el escaso tamaño relativo del mercado argentino expone a los estudios estadísticos a una excesiva influencia de valores singulares. Asimismo, resulta conveniente el hecho de que el uso de la escala ordinal impide que cambios en las unidades de medida afecten el resultado del procedimiento. Esta misma característica protege a este estudio de tipo económico-financiero de las distorsiones en valores nominales provocadas por procesos inflacionarios prolongados, como el que atraviesa nuestro país desde la salida de la convertibilidad a principios del año 2002. La prohibición de indexación de balances y ajustes de resultados por inflación vigente en la legislación argentina implica considerar información expresada en monedas heterogéneas o de distinto poder adquisitivo al momento de realizar comparaciones interanuales. El ordenamiento de variables por rangos salva a la presente investigación de la mencionada dificultad.

Otra característica de este coeficiente que se revela de utilidad reside en que la extensión del rango de -1 a +1 otorga sentido a la correlación determinada. ρ toma el valor -1 cuando las variables tienen rangos exactamente opuestos, y el valor +1 cuando existe igualdad de rangos. Los valores intermedios pueden ser interpretados según sus magnitudes relativas. Vale aclarar

que por no ser la antedicha propiedad exclusiva del método de Spearman, la cualidad mencionada no operó como factor de descarte de otros procedimientos. La opción por la medida creada por el psicólogo Charles Edward Spearman devino al cabo del cotejo de beneficios y desventajas entre el conjunto de coeficientes de correlación.

Es importante destacar que este muestreo no es una demostración de una relación causa-efecto entre las variables. Para determinar relaciones de causa-efecto se necesita realizar experimentos controlados y otros tests estadísticos que verifiquen ese tipo de relación. Es incorrecto identificar correlación con dependencia causal, ya que si bien hay una semejanza formal entre ambos conceptos, no puede deducirse de esto que sean análogos. En efecto, es posible que haya una alta correlación entre dos acontecimientos y que, sin embargo, no exista entre ellos relación de causa o efecto; por ejemplo cuando dos acontecimientos tienen alguna causa común, pueden resultar altamente asociados y no ser el uno causa del otro

El coeficiente se calcula aplicando la siguiente ecuación:

$$\rho = 1 - \frac{6 \sum D^2}{N(N^2 - 1)}$$

donde,

- ρ = coeficiente de correlación de rangos
- N = número de observaciones apareadas
- Σ = notación que significa “la suma de”
- D = diferencia entre los rangos para cada pareja de observaciones

Para calcular el coeficiente, en primer lugar se organizan los datos en pares para que cada fila tenga un número de observación. Cada pareja está formada por un dato de una variable representativa del pago de dividendos “x” y otro perteneciente a una de las variables exponentes

de alguna de las teorías explicativas “y”. Junto a la columna que agrupa datos de la primera variable se agrega una columna en la tabla de datos llamada "orden (i)". Igual procedimiento se realiza para la segunda variable, aunque en este caso la columna se denomina "orden (t)". A continuación se clasifican las observaciones de la variable representativa del pago de dividendos de menor a mayor, asignando el rango de "1" al dato de menor valor. Para el caso de dos o más observaciones con el mismo valor, se determina el rango promedio. Por ejemplo, si el valor más bajo de una variable se repite en las filas 1 y 2, se calcula el promedio ($1 + 2 = 3/2 = 1,5$) y asigna ese rango a ambas observaciones. Se completa el mismo proceso para la variable exponente de una teoría explicativa.

Seguidamente se agregan dos columnas más con las etiquetas "d" y "d²". La columna d contiene las diferencias entre los rangos de las observaciones. La columna d² consiste en los cuadrados de las diferencias de la columna anterior. La sumatoria de la totalidad de valores de esta última columna se usa para reemplazar a la expresión D² en la ecuación citada al comienzo de este apartado. La otra variable interviniente en la fórmula de cálculo del coeficiente es el número de parejas de datos, o N.

A efectos de analizar las medidas de asociación también se comprueba beneficiosa la consideración del p-valor, definido como la probabilidad, cuando la hipótesis nula es cierta, de obtener un valor de la prueba que es igual a (o más extremo) (en la dirección apropiada) que su valor observado. El p-valor es la probabilidad de un resultado muestral tan extremo como lo observado cuando la hipótesis nula es verdadera. Sirve para probar la significación estadística del muestreo. La obtención de p-valores bajos indica una baja probabilidad de que el nivel de asociación determinado sea fruto del azar.

La asociación resultante de la aplicación del procedimiento estadístico de cálculo de coeficiente correlación de Spearman se clasifica en Nula ($\rho=0$), Débil ($0 < \rho \leq 0,25$), Moderada ($0,25 < \rho \leq 0,50$), Semifuerte ($0,50 < \rho \leq 0,75$), Fuerte ($0,75 < \rho < 1$) y Perfecta ($\rho=1$). La

antedicha clasificación se estipula en forma arbitraria con fines explicativos en base a trabajos mencionados en el punto 3.5. Antecedentes empíricos en Argentina. Para el presente trabajo, el nivel de significación estadística se fija en 5%.

4.6. Formulación de Hipótesis

Las hipótesis han sido elaboradas a partir de proposiciones teóricas y generalizaciones empíricas ampliamente sometidas a verificación en numerosos mercados bursátiles, pero apenas en forma incipiente en nuestro país. En esta oportunidad adoptan la forma de hipótesis estadísticas de investigación correlacionales bivariadas.

Como variables proxy representativas del factor distribución de dividendos se usaron las variables Ratio De Política De Dividendos y Rentabilidad Por Dividendo, que con exclusión de cualquier otra son las dos a las que indistintamente han recurrido los investigadores financieros. A estas variables se las correlacionó con otras cuatro vinculadas a los factores predominantes de cada una de las cuatro teorías de las que se busca evidencia confirmadora.

4.6.1. Hipótesis De Teoría De Irrelevancia

Para esta teoría se utilizó el *Volumen Promedio Operado Diario*, como representativo del costo de transacción más importante que es la liquidez de la acción. Se busca encontrar sustento a la hipótesis de que una acción más líquida facilita al inversor la ejecución de su propia política de dividendos. Cuánto más asequible sea para el accionista realizar sus títulos valores a cambio del efectivo que desee, menos relevante será la política de dividendos determinada por la empresa.

Pruebas De Hipótesis Sobre Teoría De Irrelevancia:

H0) No existe asociación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Volumen Promedio Operado Diario*.

H1) Existe asociación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Volumen Promedio Operado Diario*.

H0') No existe asociación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Volumen Promedio Operado Diario*.

H1') Existe asociación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Volumen Promedio Operado Diario*.

4.6.2. Hipótesis De Teoría De Compensación

En este caso se recurrió al *Ratio Precio-Beneficio*. Partiendo de la premisa de que las empresas persiguen una estructura de capital óptima en la que se maximiza la función determinada por los beneficios impositivos de la deuda y el aumento de la rentabilidad requerida por el accionista (por el aumento de los costos de insolvencia), resultados positivos generarán una desviación de esta mezcla de financiamiento propio y de terceros a favor de este último, que podrá ser rectificada con mayores distribuciones de ganancias. Se esperará entonces que las empresas con mejores resultados distribuyan más dividendos.

Pruebas De Hipótesis Sobre Teoría De Compensación:

H0) No existe asociación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Ratio Precio-Beneficio*.

H1) Existe asociación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Ratio Precio-Beneficio*.

H0') No existe asociación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Ratio Precio-Beneficio*.

H1') Existe asociación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Ratio Precio-Beneficio*.

4.6.3. Hipótesis De Teoría De Clasificación Jerárquica

Esta vez se empleó el *Ratio De Liquidez* resultante del cociente entre activos y pasivos corrientes. Como esta teoría sostiene que las firmas emplean en primer término financiamiento

propio, para acudir en segundo lugar al financiamiento de terceros y por último a la emisión de acciones, se hace condición necesaria para el reparto de ganancias la disposición de un margen suficiente de recursos corrientes.

Pruebas De Hipótesis Sobre Teoría De Clasificación Jerárquica:

H0) No existe asociación entre Ratio De Política De Dividendos y Ratio De Liquidez.

H1) Existe asociación entre Ratio De Política De Dividendos y Ratio De Liquidez.

H0') No existe asociación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Ratio De Liquidez*.

H1') Existe asociación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Ratio De Liquidez*.

4.6.4. Hipótesis De Teoría Del Pájaro En Mano

Para esta teoría se usó la *Varianza Anual de Cotizaciones Diarias*. Se pretende aportar evidencia a esta línea teórica que sugiere que los inversores atribuyen mayor riesgo a las ganancias de capital que a los dividendos, de lo que se deduce que mayores beneficios percibidos en el presente disminuyen el riesgo de la acción.

Pruebas De Hipótesis Sobre Teoría Del Pájaro En Mano:

H0) No existe asociación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Varianza Anual De Cotizaciones Diarias*.

H1) Existe asociación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Varianza Anual De Cotizaciones Diarias*.

H0') No existe asociación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Varianza Anual De Cotizaciones Diarias*.

H1') Existe asociación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Varianza Anual De Cotizaciones* *Diarias*.

5. Conclusiones

En este capítulo se presentan en la primera sección los resultados de las pruebas de hipótesis separadamente por teoría analizada, y en la segunda sección un informe final con las apreciaciones globales y conclusiones generales del estudio.

5.1. Resultados e Interpretación

Tabla 1: Coeficientes de correlación de Spearman entre variables indicativas de pago de dividendos en efectivo con variables representativas de las teorías explicativas (p-valor)

VARIABLES INDICATIVAS DE PAGOS DE DIVIDENDOS EN EFECTIVO	RATIO DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS	RENTABILIDAD POR DIVIDENDO
VARIABLES REPRESENTATIVAS DE TEORÍAS EXPLICATIVAS		
VOLUMEN PROMEDIO OPERADO DIARIO	-0,1197 (0,4803)	-0,1101 (0,4327)
RATIO PRECIO-BENEFICIO	0,2072 (0,2185)	-0,3642 (0,0267)
RATIO DE LIQUIDEZ	0,3189 (0,0544)	0,3056 (0,0261)
VARIANZA ANUAL DE COTIZACIONES DIARIAS	-0,0057 (0,9733)	-0,2355 (0,0896)

Nota: p-valores expresados entre (.)

Fuente: elaboración propia en base a informes mensuales del Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

5.1.1. Pruebas de Hipótesis sobre Teoría De Irrelevancia

Resultados:

La relación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Volumen Promedio Operado Diario* es negativa y débil ($\rho = -0,1197$). El p valor es mayor al nivel de significación estadística convencional (p-valor = 0,4803). No se rechaza H0.

La relación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Volumen Promedio Operado Diario* es negativa y débil ($\rho = -0,1101$). El p valor es mayor al nivel de significación estadística convencional (p-valor = 0,4327). No se rechaza H0.

Interpretación:

Los resultados de la prueba no aportan evidencia respaldatoria de esta teoría. Los niveles de correlación alcanzados son mínimos en el sentido esperado, por lo tanto insuficientes para concluir que la hipótesis nula es falsa. Evidentemente los niveles de liquidez de las acciones no condicionan a la directiva en la definición de la política de dividendos, y los elevados grados de negociabilidad de los títulos no se traducen en mayores márgenes de libertad para las empresas en la determinación del destino de las ganancias. El fundamento, subyacente a la expectativa de encontrar una asociación negativa entre liquidez y pago de dividendos en efectivo, recaía en la presunción de que menores costos de salida (consecuentes de la activa cotización de los valores) facilitarían a los inversores la persecución de su propia política de dividendos y atemperarían la preferencia de éstos por políticas hiperdistribucionistas.

5.1.2. Pruebas de Hipótesis sobre Teoría De Compensación

Resultados:

La relación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Ratio Precio-Beneficio* es positiva y débil ($\rho = 0,2072$). El p valor es mayor al nivel de significación estadística convencional (p-valor = 0, 2185). No se rechaza H_0 .

La relación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Ratio Precio-Beneficio* es negativa y moderada ($\rho = -0,3642$). El p valor es menor al nivel de significación estadística convencional (p-valor = 0,0267). Se rechaza H_0' . Se acepta H_1' .

Interpretación:

Conviene analizar estos coeficientes en forma independiente porque la aritmética del cálculo de las razones independiza las lecturas de los mismos.

La primera medida de correlación, referente al Ratio de Política de Dividendos, señala una asociación de signo positivo entre el tamaño del dividendo y el precio de la acción, debido a que la presencia en ambos ratios del dato de ganancia del ejercicio en el denominador neutraliza su incidencia.

Con el segundo coeficiente el alcance de la inferencia se extiende y la posibilidad deductiva se enriquece. El Ratio Precio-Beneficio es la recíproca de una medida de resultados positivos, que lógicamente al generarse acrecientan la porción del activo propiedad de los accionistas, requiriendo un ajuste del mismo de manera de restablecer el mix objetivo de endeudamiento sobre capital propio presuntamente alcanzado, o en proceso de alcanzarse, por las empresas al comienzo de cada ejercicio. El abordaje más directo de este ajuste hacia la situación previa presupuesta como ideal, consiste en la distribución de este excedente entre los tenedores de acciones, como discretamente se manifiesta en los resultados de la correlación.

5.1.3. Pruebas de Hipótesis sobre Teoría De Clasificación Jerárquica

Resultados:

La relación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Ratio De Liquidez* es positiva y moderada ($\rho = 0,3189$). El p valor es mayor al nivel de significación estadística convencional (p-valor = 0,0544). No se rechaza H_0 .

La relación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Ratio De Liquidez* es positiva y moderada ($\rho = 0,3056$). El p valor es menor al nivel de significación estadística convencional (p-valor = 0,0261). Se rechaza H_0' . Se acepta H_1' .

Interpretación:

Los coeficientes para ambas variables representativas de dividendos se aproximan y corresponden con el sentido de asociación esperado. La disponibilidad de fondos líquidos es un requisito para efectivizar la distribución. El reparto de ganancias se sostiene en saludables niveles de liquidez y aún post distribución de resultados, el remanente de recursos corrientes permanece vigoroso. En el pronóstico previo al estudio también se consideró la posibilidad de obtener una asociación en sentido opuesto, que hubiese conducido a la interpretación de que la decisión de dividendos resulta prioritaria a la autofinanciación de las inversiones enmarcadas en el plan de negocios.

La Teoría de Clasificación Jerárquica posiciona en la más alta jerarquía a la política de inversión, y subordina a ésta la decisión de financiamiento, clasificándola en tres niveles jerárquicos en orden de prioridad de recurrencia. Primero se recurre al financiamiento autogenerado, agotado éste al externo y finalmente a la ampliación de capital. Para esta línea de opinión la política de dividendos es residual una vez satisfechos los requerimientos de fondos.

5.1.4. Pruebas de Hipótesis sobre Teoría Del Pájaro En Mano

Resultados:

La relación entre *Ratio De Política De Dividendos* y *Varianza Anual de Cotizaciones Diarias* es negativa y débil ($\rho = -0,0057$). El p valor es mayor al nivel de significación estadística convencional (p-valor = 0,9733). No se rechaza H_0 .

La relación entre *Rentabilidad Por Dividendo* y *Varianza Anual de Cotizaciones Diarias* es negativa y débil ($\rho = -0,2355$). El p valor es mayor al nivel de significación estadística convencional (p-valor = 0,0896). No se rechaza H_0 .

Interpretación:

Si bien con ninguna de las dos variables representativas de dividendos se prueba la asociación, en tanto para el caso del Ratio de Política de Dividendos la correlación es prácticamente inexistente, para la Rentabilidad del Dividendo el nivel se acerca a la categoría de asociación moderada. De esta ambivalencia de los resultados se puede deducir que para la percepción del riesgo por parte de los inversores es inocuo el nivel de ganancias en relación al flujo de dividendos. El dividendo se considera como una función del precio de la acción, lo que determina un comportamiento cuasi rentístico del mismo, que reduce las oscilaciones en las cotizaciones de los títulos valores, como ya fuera detectado por los autores de esta teoría en el mercado bursátil estadounidense en la primera mitad del pasado siglo.

5.2. Observaciones sobre la muestra

La muestra se revela heterogénea en su integración y manifestación. Se corrobora cierta tendencia a la estabilidad del nivel del reparto, aunque dicha posición mayoritaria dista de ser dominante. Se estima necesario el análisis individual por empresa y al mismo se procede:

Aluminio Argentino SAIC acomete repartos de beneficios con tendencia alcista y moderado grado de volatilidad.

Banco Macro sigue una política de dividendos crecientes.

Sociedad Comercial del Plata mantiene idéntico dividendo regular durante el período completo de estudio.

Banco Francés presenta la mayor tasa de cambio positiva del dividendo anual de toda la muestra.

Grupo Financiero Galicia distribuye el mismo dividendo regular en el primer quinquenio, y reduce el monto en el último año del período.

Pampa Energía SA es la única empresa que presenta omisiones en el pago de dividendos (2008). Post interrupción, la reanudación del reparto se produce a niveles mínimos. El primer bienio la firma abona sumas constantes.

Ternium Siderar a partir del primer ejercicio emprende pagos de sumas cuasi fijas.

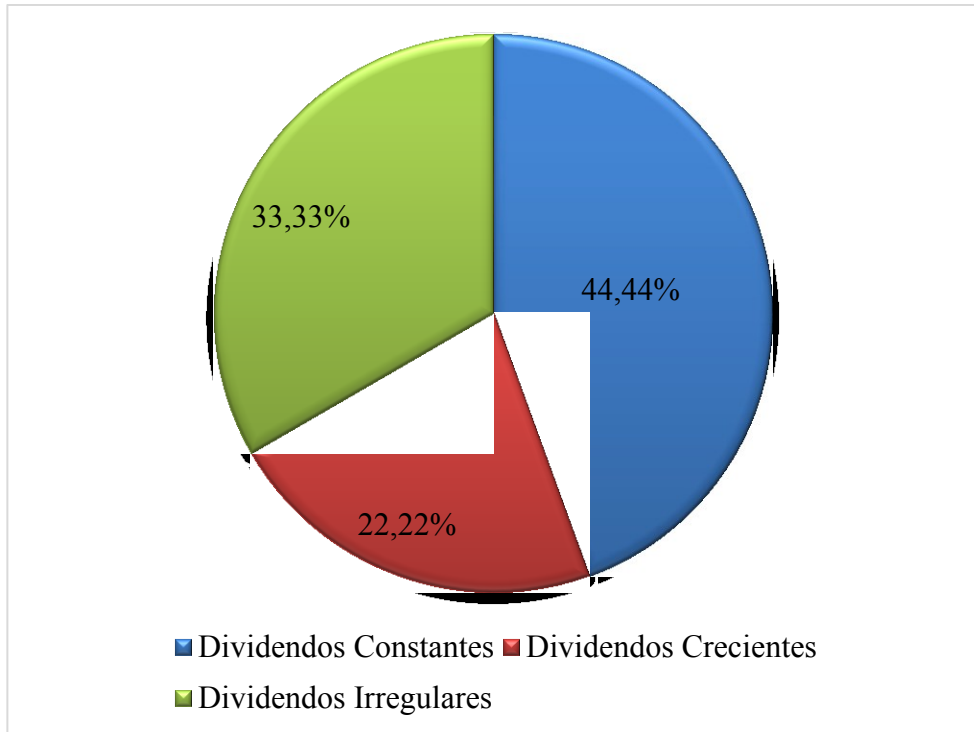
Telecom Argentina en el último año cuasi triplica el dividendo y abandona la política de pagos regulares del primer quinquenio.

Transener Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión repite en la extensión del intervalo el mismo volumen de pago.

En síntesis, cuatro de las firmas pagan dividendos constantes. Dos empresas acometen pagos crecientes y tres determinan dividendos irregulares. No se detecta en la muestra caso alguno de política de dividendos dirigida de objetivo de pago estipulado en porcentaje constante de utilidades. Asimismo en base a la cuasi ausencia de omisiones se descarta la existencia en la

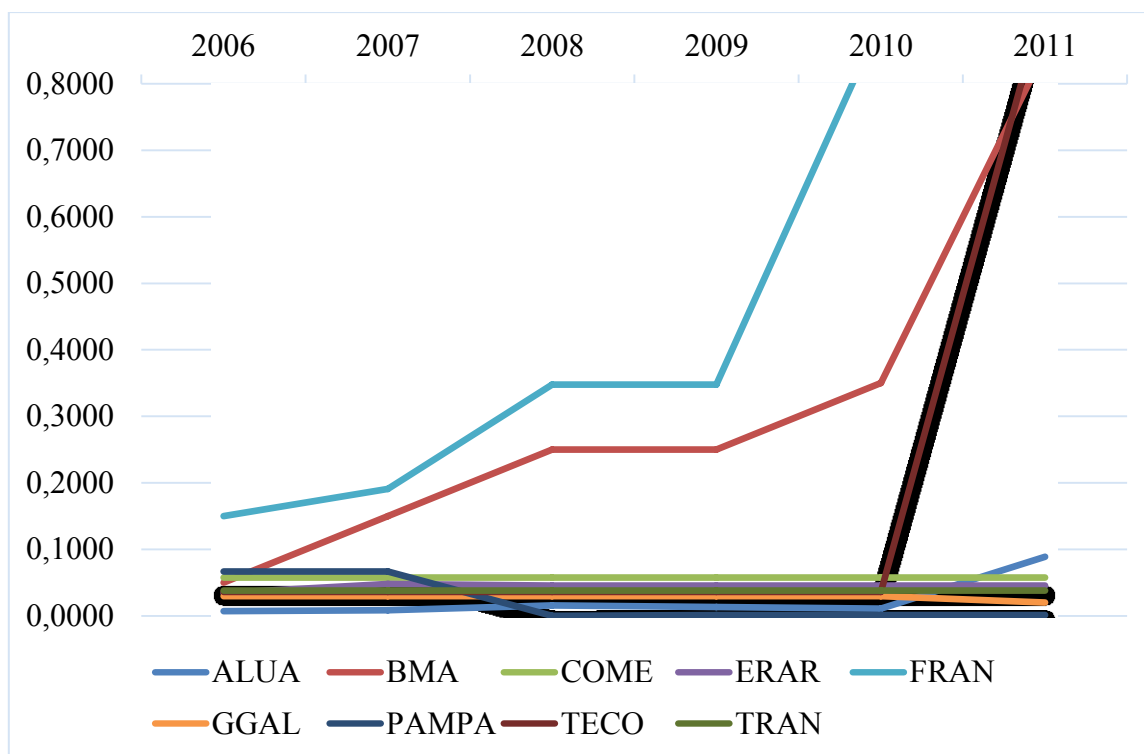
selección de empresas de decisiones de distribución residuales. El exceso de resultados negativos por sobre las omisiones de pago apoya esta línea argumental.

Gráfico 1: Políticas de distribución de dividendos seguidas por empresas integrantes de la muestra.



Fuente: elaboración propia en base a Anuarios Estadísticos de la Bolsa de Comercio de Rosario.

Gráfico 2: Dividendos en efectivo distribuidos por empresas de la muestra durante el período 2006-2011, en pesos (\$).



Fuente: elaboración propia en base a Anuarios Estadísticos de la Bolsa de Comercio de Rosario.

5.3. Informe final

Además del análisis específico por teoría, el resultado de la prueba de hipótesis habilita interpretaciones cruzadas, como es de esperar ante un fenómeno multicausal. La empresa como ente sistémico abierto e integrado en un entorno complejo determina innumerables interacciones entre variables cuyos efectos resultan de imposible aislamiento estricto. Por ello es imperioso no estrechar el universo analítico y considerar el cuadro de resultados desde una mirada abarcativa. De modo que la fuerza explicativa del testeado de una teoría no se agota en ésta sino que es extensible a las demás.

A modo de ejemplo, el coeficiente de Spearman débil y negativo de la prueba de irrelevancia desafía postulados de la teoría del pájaro en mano, que proyecta mayor interés bursátil por títulos con alta rentabilidad por dividendos. Según esta última postura, el interés

superior elevará la demanda transaccional aumentando el volumen de valores negociados. Como se nota, este pronóstico no se registra. La elección de otra variable para certificar la tesis del pájaro en mano no impide examinar bajo su órbita relaciones vinculadas a otras teorías.

Análoga situación se presenta en la comprobación empírica de la teoría de compensación, cuyos resultados esbozan de manera lateral la existencia de algún grado de asociación entre aumentos de dividendo y precio de la acción. A esta altura, sin ser necesario aclarar que correlaciones débiles de ningún modo indican causalidad, la suma de indicios sugiere no descartar la aludida vinculación.

Por último, la prueba específica de la teoría del pájaro en mano no aporta evidencia en respaldo de la función del dividendo como minimizador del riesgo bursátil. En ausencia de las dos interpretaciones anteriores, de esta ausencia se deduciría la no preferencia, irrelevancia o neutralidad inversora ante el pago de dividendos. Sin embargo, el presente estudio impide aceptar esta hipótesis. En forma estricta, la investigación sólo independiza la citada preferencia del riesgo accionario. De esta manera el atractivo por el pago de dividendos se manifiesta más puro... e inexplicable para la lógica económica convencional.

A modo de síntesis, el trabajo aporta soporte a las predicciones de las dos teorías sobre estructura de capital, y se inclina a favor de la relevancia de la política de distribución. El management actúa en línea con los intereses de los inversores y la reglamentación, que sujeta el reparto de beneficios a la previa realización de la ganancia y el recurso de liquidez.

Anexo A. Normativa vigente.

LEY GENERAL DE SOCIEDADES NRO. 19.550 (TEXTO ORDENADO 1984)

Participaciones en otra sociedad: Limitaciones.

Artículo 31. — Ninguna sociedad excepto aquellas cuyo objeto sea exclusivamente financiero o de inversión puede tomar o mantener participación en otra u otras Artículo sociedades por un monto superior a sus reservas libres y a la mitad de su capital y de las reservas legales. Se exceptúa el caso en que el exceso en la participación resultare del pago de dividendos en acciones o por la capitalización de reservas.

Memoria.

Artículo 66. — Los administradores deberán informar en la sobre el estado de la sociedad en las distintas actividades en que se haya operado y su juicio sobre la proyección de las operaciones y otros aspectos que se consideren necesarios para ilustrar sobre la situación presente y futura de la sociedad. Del informe debe resultar:

4) Las causas, detalladamente expuestas, por las que se propone el pago de dividendos o la distribución de ganancias en otra forma que en efectivo

Dividendos.

Artículo 68. — Los dividendos no pueden ser aprobados ni distribuidos a los socios, sino por ganancias realizadas y líquidas resultantes de un balance confeccionado de acuerdo con la ley y el estatuto y aprobado por el órgano social competente.

Capitalización de reservas y otras situaciones.

Artículo 189. — Debe respetarse la proporción de cada accionista en la capitalización de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, en el pago de dividendos con acciones y en procedimientos similares por los que deban entregarse acciones integradas.

Distribución de dividendos. Pago de interés.

Artículo 224. — La distribución de dividendos o el pago de interés a los accionistas son lícitos sólo si resultan de ganancias realizadas y líquidas correspondientes a un balance de ejercicio regularmente confeccionado y aprobado.

Remuneración.

Artículo 261. — El estatuto podrá establecer la remuneración del directorio y del consejo de vigilancia; en su defecto, la fijará la asamblea o el consejo de vigilancia en su caso.

El monto máximo de las retribuciones que por todo concepto puedan percibir los miembros del directorio y del consejo de vigilancia en su caso, incluidos sueldos y otras remuneraciones por el desempeño de funciones técnico-administrativas de carácter permanente, no podrán exceder del veinticinco por ciento (25%) de las ganancias.

Dicho monto máximo se limitará al cinco por ciento (5%) cuando no se distribuyan dividendos a los accionistas, y se incrementará proporcionalmente a la distribución, hasta alcanzar aquel límite cuando se reparta el total de las ganancias. A los fines de la aplicación de esta disposición, no se tendrá en cuenta la reducción en la distribución de dividendos, resultante de deducir las retribuciones del Directorio y del Consejo de Vigilancia.

Cuando el ejercicio de comisiones especiales o de funciones técnico administrativas por parte de uno o más directores, frente a lo reducido o a la inexistencia de ganancias impongan la necesidad de exceder los límites prefijados, sólo podrán hacerse efectivas tales remuneraciones

en exceso si fuesen expresamente acordadas por la asamblea de accionistas, a cuyo efecto deberá incluirse el asunto como uno de los puntos del orden del día.

NORMAS DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES NUEVO TEXTO 2001
(TEXTO APROBADO POR RESOLUCIÓN GENERAL NRO. 368 ACTUALIZADO HASTA
LA RESOLUCIÓN GENERAL NRO. 621)

Artículo 1. — El pago de los dividendos votados en efectivo de sociedades que hagan oferta pública de sus acciones, deberá efectuarse dentro de los TREINTA (30) días corridos de su aprobación por la asamblea respectiva.

Artículo 2. — En caso de proponerse la distribución de dividendos en efectivo, cuando la sociedad se haya comprometido a requerir la aprobación previa de un tercero para realizar tal distribución, esta conformidad la deberá obtener el directorio antes que la asamblea considere el tema.

Artículo 3. — En caso de pago de dividendos en acciones, o en acciones y en efectivo conjuntamente, deberá hacerse la correspondiente presentación ante la Comisión dentro de los DIEZ (10) días de celebrada la asamblea que lo resuelva y ponerse las acciones y el efectivo a disposición de los accionistas dentro de un plazo que no exceda de TRES (3) meses, a partir de la notificación de la autorización de oferta pública.

Artículo 4. — Las sociedades deberán informar a la Comisión con una anticipación de CINCO (5) días la fecha de puesta a disposición de los dividendos.

Artículo 5. — La distribución de dividendos en efectivo anticipados, provisionales o resultantes de estados contables especiales (artículo 224, segunda parte, de la Ley N° 19.550)

deberá ser resuelta por el directorio sobre la base de estados contables especiales o trimestrales que cuenten con dictámenes del auditor externo y del órgano de fiscalización.

La distribución será anunciada por UN (1) día:

- a) En el boletín de la entidad autorregulada donde coticen sus acciones o
- b) En caso de sociedades no inscriptas en una entidad autorregulada, en uno de los diarios de mayor circulación general en la República.

Copia de esta documentación deberá presentarse a la Comisión junto con el acta del directorio dentro de los CINCO (5) días de publicados los anuncios.

Artículo 6. — Las asambleas podrán disponer la distribución de dividendos en efectivo, provenientes de utilidades, en cuotas periódicas a ser pagadas en las fechas que aquellas deben establecer, no pudiendo demorarse el pago de la primera cuota más allá del plazo previsto en el artículo 1° de este Capítulo, ni la última exceder del ejercicio siguiente.

La sociedad deberá informar a la Comisión la fecha de comienzo de cada pago.

En la convocatoria deberá proponerse como punto expreso a considerar la posibilidad del pago del dividendo en efectivo en cuotas periódicas, indicando el cronograma de dichos pagos con sus respectivos montos.

En el caso de pago de dividendos en efectivo en cuotas, además de informar a la Comisión el cronograma de pagos, el mismo deberá ser objeto de publicación en el boletín diario de la entidad autorregulada donde coticen los valores negociables de la emisora o en caso de sociedades no inscriptas en una entidad autorregulada, en uno de los diarios de mayor circulación general en la República.

REGLAMENTO DE LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES. (PUBLICADO EN EL BOLETÍN OFICIAL DEL 29 DE JULIO DE 1993)

AUTORIZACION A DISTRIBUIR DIVIDENDOS.

Artículo 6. — Las sociedades cuyas acciones hayan sido admitidas a la cotización necesitarán la previa autorización de la Bolsa para efectuar distribuciones en efectivo en los siguientes casos:

a) Cuando el informe del contador dictaminante, de la comisión fiscalizadora o del consejo de vigilancia sobre los estados contables considerados o las notas a los mismos contengan observaciones o indicaciones que puedan disminuir la utilidad objeto de distribución; y

b) Cuando la Bolsa formule observaciones fundadas en normas legales o reglamentarias que importen afectar la distribución de la utilidad.

LEY DE IMPUESTO A LAS GANANCIAS (TEXTO ORDENADO POR DECRETO 649/97, PUBLICADO EN EL BOLETÍN OFICIAL DEL 6 DE AGOSTO DE 1997)

Artículo 45. — En tanto no corresponda incluirlas en el artículo 49 de esta ley, constituyen ganancias de la segunda categoría:

i) Los dividendos y utilidades, en dinero o en especie, que distribuyan a sus accionistas o socios las sociedades comprendidas en el inciso a) del artículo 69.

Artículo 46. — Los dividendos, así como las distribuciones en acciones provenientes de revalúos o ajustes contables, no serán incorporados por sus beneficiarios en la determinación de

su ganancia neta. Igual tratamiento tendrán las utilidades que los sujetos comprendidos en los apartados 2, 3, 6 y 7 del inciso a) del artículo 69, distribuyan a sus socios o integrantes.

Artículo 64. — Los dividendos, así como las distribuciones en acciones provenientes de revalúos o ajustes contables no serán computables por sus beneficiarios para la determinación de su ganancia neta.

A los efectos de la determinación de la misma se deducirán - con las limitaciones establecidas en esta ley - todos los gastos necesarios para obtención del beneficio, a condición de que no hubiesen sido ya considerados en la liquidación de este gravamen.

Igual tratamiento tendrán las utilidades que los sujetos comprendidos en los apartados 2, 3, 6 y 7 del inciso a) del artículo 69, distribuyan a sus socios o integrantes.

Artículo 69— Las sociedades de capital, por sus ganancias netas imponibles, quedan sujetas a las siguientes tasas:

a) Al 35% (treinta y cinco por ciento):

1. Las sociedades anónimas y las sociedades en comandita por acciones, en la parte que corresponda a los socios comanditarios, constituidas en el país.

2. Las sociedades de responsabilidad limitada, las sociedades en comandita simple y la parte correspondiente a los socios comanditados de las sociedades en comandita por acciones, en todos los casos cuando se trate de sociedades constituidas en el país.

3. Las asociaciones civiles y fundaciones constituidas en el país en cuanto no corresponda por esta ley otro tratamiento impositivo.

4. Las sociedades de economía mixta, por la parte de las utilidades no exentas del impuesto.

5. Las entidades y organismos a que se refiere el artículo 1° de la ley 22016, no comprendidos en los apartados precedentes, en cuanto no corresponda otro tratamiento impositivo en virtud de lo establecido por el artículo 6° de dicha ley.

6. Los fideicomisos constituidos en el país conforme a las disposiciones de la ley 24441, excepto aquellos en los que el fiduciante posea la calidad de beneficiario. La excepción dispuesta en el presente párrafo no será de aplicación en los casos de fideicomisos financieros o cuando el fiduciante-beneficiario sea un sujeto comprendido en el Título V.

7. Los fondos comunes de inversión constituidos en el país, no comprendidos en el primer párrafo del artículo 1° de la ley 24083 y sus modificaciones.

Los sujetos mencionados en los apartados precedentes quedan comprendidos en este inciso desde la fecha del acta fundacional o de celebración del respectivo contrato, según corresponda.

A efectos de lo previsto en los apartados 6 y 7 de este inciso, las personas físicas o jurídicas que asuman la calidad de fiduciarios y las sociedades gerentes de los fondos comunes de inversión, respectivamente, quedan comprendidas en el inciso e), del artículo 16, de la ley 11683 (T.O. 1978 y modif.).

b) Al 35% (treinta y cinco por ciento):

Los establecimientos comerciales, industriales, agropecuarios, mineros o de cualquier otro tipo, organizados en forma de empresa estable, pertenecientes a asociaciones, sociedades o empresas, cualquiera sea su naturaleza, constituidas en el extranjero o a personas físicas residentes en el exterior.

No están comprendidas en este inciso las sociedades constituidas en el país, sin perjuicio de la aplicación de las disposiciones del artículo 14, sus correlativos y concordantes.

Artículo ...— Cuando los sujetos comprendidos en los apartados 1,2,3,6 y 7 del inciso a) del artículo 69, así como también los indicados en el inciso b) del mismo artículo, efectúen pagos de dividendos o, en su caso, distribuyan utilidades, en dinero o en especie, que superen las ganancias determinadas en base a la aplicación de las normas generales de esta ley, acumuladas al cierre del ejercicio inmediato anterior a la fecha de dicho pago o distribución, deberán retener con carácter de pago único y definitivo, el treinta y cinco por ciento (35%) sobre el referido excedente.

A efectos de lo dispuesto en el párrafo anterior, la ganancia a considerar en cada ejercicio será la que resulte de deducir a la ganancia determinada en base a la aplicación de las normas generales de esta ley, el impuesto pagado por el o los períodos fiscales de origen de la ganancia que se distribuye o la parte proporcional correspondiente y sumarle los dividendos o utilidades provenientes de otras sociedades de capital no computados en la determinación de dicha ganancia en el o los mismos períodos fiscales.

Si se tratara de dividendos o utilidades en especie, el ingreso de la retención indicada será efectuado por el sujeto que realiza la distribución o el agente pagador, sin perjuicio de su derecho a exigir el reintegro por parte de los beneficiarios y de diferir la entrega de los bienes hasta que se haga efectivo el régimen.

Las disposiciones de este artículo no serán de aplicación a los fideicomisos financieros cuyos certificados de participación sean colocados por oferta pública, en los casos y condiciones que al respecto establezca la reglamentación.

Artículo 91— Cuando se paguen beneficios netos de cualquier categoría a sociedades, empresas o cualquier otro beneficiario del exterior -con excepción de los dividendos, las utilidades de los sujetos a que se refieren los apartados 2, 3, 6 y 7, del inciso a) del artículo 69 y las utilidades de los establecimientos comprendidos en el inciso b) de dicho artículo-

corresponde que quien los pague retenga e ingrese a la Administración Federal de Ingresos Públicos, entidad autárquica en el ámbito del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, con carácter de pago único y definitivo, el treinta y cinco por ciento (35%) de tales beneficios

LEY DE IMPUESTO AL VALOR AGREGADO TEXTO ORDENADO POR DECRETO 280/97, PUBLICADO EN EL BOLETÍN OFICIAL DEL 26 DE MARZO DE 1997)

Exenciones.

Artículo 7— Estarán exentas del impuesto establecido por la presente ley, las ventas, las locaciones indicadas en el inciso c) del artículo 3º y las importaciones definitivas que tengan por objeto las cosas muebles incluidas en este artículo y las locaciones y prestaciones comprendidas en el mismo, que se indican a continuación:

h) Las prestaciones y locaciones comprendidas en el apartado 21 del inciso e) del artículo 3º, que se indican a continuación:

16) Las colocaciones y prestaciones financieras que se indican a continuación:

1. Los depósitos en efectivo en moneda nacional o extranjera en sus diversas formas, efectuados en instituciones regidas por la Ley N° 21.526, los préstamos que se realicen entre dichas instituciones y las demás operaciones relacionadas con las prestaciones comprendidas en este punto.

2. (Apartado derogado por inc. e), art. 2º, Título II de la Ley N° 25.239 B.O. 31/12/1999. Vigencia: desde el primer día del mes inmediato siguiente al de entrada en vigencia de la referida ley —01/01/2000—.)

3. Los intereses pasivos correspondientes a regímenes de ahorro y préstamo; de ahorro y capitalización; de planes de seguro de retiro privado administrados por entidades sujetas al control de la Superintendencia de Seguros de la Nación; de planes y fondos de jubilaciones y pensiones de las mutuales inscriptas y autorizadas por el Instituto Nacional de Acción Cooperativa y Mutual y de compañías administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones y los importes correspondientes a la gestión administrativa relacionada con las operaciones comprendidas en este apartado.

4. Los intereses abonados a sus socios por las cooperativas y mutuales, legalmente constituidas.

5. Los intereses provenientes de operaciones de préstamos que realicen las empresas a sus empleados o estos últimos a aquéllas efectuadas en condiciones distintas a las que pudieran pactarse entre partes independientes, teniendo en cuenta las prácticas normales del mercado.

6. Los intereses de las obligaciones negociables colocadas por oferta pública que cuenten con la respectiva autorización de la Comisión Nacional de Valores, regidas por la Ley N° 23.576.

7. Los intereses de acciones preferidas y de títulos, bonos y demás títulos valores emitidos o que se emitan en el futuro por la Nación, provincias y municipalidades.

8. Los intereses de préstamos para vivienda concedidos por el FONDO NACIONAL DE LA VIVIENDA y los correspondientes a préstamos para compra, construcción o mejoras de viviendas destinadas a casa-habitación, en este último caso cualquiera sea la condición del sujeto que lo otorgue.

9. Los intereses de préstamos u operaciones bancarias y financieras en general cuando el tomador sea el ESTADO NACIONAL, las Provincias, los Municipios o la CIUDAD AUTONOMA DE BUENOS AIRES. (Apartado sustituido por inc. b), art. 1° del Decreto N°

1008/2001 B.O. 14/08/2001. Vigencia: a partir del día de su publicación en Boletín Oficial. Surtirá efecto a partir del primer día del mes siguiente al de dicha publicación, inclusive.)

10. Los intereses de las operaciones de microcréditos contempladas en la Ley de Promoción del Microcrédito para el Desarrollo de la Economía Social. (Apartado incorporado por art. 22 de la Ley N° 26.117 B.O. 21/7/2006).

SEC FINAL RULES: 2003 10B-18

II. Overview of Current Rule 10b-18

A. Rule 10b-18 as a "Safe Harbor"

In 1982, the Commission adopted Rule 10b-18, which provides that an issuer will not be deemed to have violated Sections 9(a)(2) and 10(b) of the Exchange Act, and Rule 10b-5 under the Exchange Act, solely by reason of the manner, timing, price, or volume of its repurchases, if the issuer repurchases its common stock in the market in accordance with the safe harbor conditions. Rule 10b-18's safe harbor conditions are designed to minimize the market impact of the issuer's repurchases, thereby allowing the market to establish a security's price based on independent market forces without undue influence by the issuer.

Although the safe harbor conditions are intended to offer issuers guidance when repurchasing their securities in the open market, Rule 10b-18 is not the exclusive means of making non-manipulative issuer repurchases. As the Rule states, there is no presumption that bids or purchases outside of the safe harbor violate Sections 9(a)(2) or 10(b) of the Exchange Act, or Rule 10b-5 under the Exchange Act. Given the widely varying characteristics in the market for the stock of different issuers, it is possible for issuer repurchases to be made outside of the safe harbor conditions and not be manipulative.

B. Scope of the Current Rule

Rule 10b-18 applies to bids for and purchases of an issuer's common stock by or for an issuer. Purchases of any other type of security are not covered — even if related to the common stock (e.g., preferred stock, warrants, rights, convertible debt securities, options, or security futures products). Because Rule 10b-18 is not intended to apply in contexts where the issuer has a heightened incentive to manipulate the market price of its securities, the safe harbor excludes issuer bids and purchases made during certain corporate events, for example, during mergers, tender offers, and distributions that involve the issuer. The safe harbor also does not confer absolute protection from all liability for purchases (e.g., purchases that are part of a plan or scheme to evade the federal securities laws) — even if made in technical compliance with the Rule. Rather, the safe harbor provides only that certain, specific provisions of the securities laws will not be considered to have been violated solely by reason of the manner, timing, price, or volume of such repurchases, provided that the repurchases are made within the limitations of the Rule.

C. Conditions of the Current Rule

Rule 10b-18 provides a safe harbor for purchases on a given day. To come within the safe harbor for that day, an issuer must satisfy the Rule's manner, timing, price, and volume conditions when purchasing its own common stock in the market. Failure to meet any one of the four conditions will disqualify the issuer's purchases from the safe harbor for that day.

1. Manner of Purchase Condition

The manner of purchase condition requires an issuer to use a single broker or dealer per day to bid for or purchase its common stock. This requirement is intended to avoid the appearance of widespread trading in a security that could result if the issuer uses many brokers or dealers to repurchase its stock. The "single broker or dealer" condition, however, applies only to Rule 10b-18 purchases that are "solicited" by or on behalf of the issuer. Accordingly, the

issuer may purchase shares from more than one broker or dealer if the issuer does not solicit the transactions. An issuer must evaluate whether a transaction is "solicited" by or on behalf of the issuer, depending on the facts and circumstances of each case.

Moreover, where an issuer engages a single coordinating broker or dealer to make its Rule 10b-18 purchases, the broker or dealer can make (consistent with the single broker or dealer condition) appropriate and customary arrangements with other brokers or dealers, including exchange specialists, or "two-dollar" brokers on exchange floors to execute repurchases.

2. Timing Condition

The timing condition restricts the periods during which the issuer may bid for or purchase its common stock. Currently, this condition excludes from the safe harbor purchases at the opening and during the last half hour of trading because market activity at such times is considered to be a significant indicator of the direction of trading, the strength of demand, and the current market value of the security. Therefore, where there is no independent opening transaction on a given trading day, the issuer is precluded from making purchases under the safe harbor for that day.

3. Price Condition

The price condition specifies the highest price an issuer may bid or pay for its common stock. Rule 10b-18's current price limitations vary depending on whether the security is a "reported," "exchange-traded," "Nasdaq," or "other security," (as defined under the current Rule) and whether the bid or purchase is effected on an exchange. The price condition is intended to prevent the issuer from leading the market for the security through its repurchases by limiting the issuer to bidding for or buying its security at a price that is no higher than the highest independent published bid or last independent transaction price. As such, the price condition uses

an independent reference price that has not been set or influenced by the issuer but, instead, is based on independent market forces.

4. Volume Condition

The volume condition limits the amount of securities an issuer may repurchase in the market in a single day. The volume condition is designed to prevent an issuer from dominating the market for its securities through substantial purchasing activity. An issuer dominating the market for its securities in this way can mislead investors about the integrity of the securities market as an independent pricing mechanism.

Under the current volume condition, an issuer may effect daily purchases in an amount up to 25% of the ADTV in its shares (the "25% volume limitation"). However, the current 25% volume limitation does not include an issuer's block purchases. Moreover, an issuer's block purchases are not included in determining a security's four-week ADTV under the Rule. The current Rule defines a "block" as a quantity of stock that either: (i) has a purchase price of \$200,000 or more; or (ii) is at least 5,000 shares and has a purchase price of at least \$50,000; or (iii) is at least 20 round lots of the security and totals 150 percent or more of the trading volume for that security or, in the event that trading volume data are unavailable, is at least 20 round lots of the security and totals at least one-tenth of one percent (.001) of the outstanding shares of the security, exclusive of any shares owned by any affiliate.

The definition also provides that a block does not include any amount a broker or dealer, acting for its own account, has accumulated for the purpose of selling to the issuer, if the issuer knows or has reason to know that such amount was accumulated for such purpose. The definition also excludes any amount that a broker or dealer has sold short to the issuer, if the issuer knows or has reason to know that the sale was a short sale.

Anexo B. Mediciones de las variables estudiadas para el período 2006-2011.

VN (\$) = Valor Nominal de la Acción, en pesos

Dvdos. Efvo. (%) = Dividendos en Efectivo, en porcentaje del Valor Nominal de la Acción

Dvdos. Efvo. (\$) = Dividendos en Efectivo, en pesos

Precio Promedio (\$) = Promedio de Precios, en pesos

RD (%) = Rentabilidad por Dividendo, en porcentaje

Variable Empresa	VN (\$)	Dvdos. Efvo. (%)	Dvdos. Efvo. (\$)	Precio Promedio (\$)	RD (%)	Año
ALUA	1,00	0,71	0,01	2,39	0,30	2006
BMA	1,00	5,00	0,05	5,76	0,87	2006
COME	1,00	5,76	0,06	0,42	13,70	2006
ERAR	0,10	34,34	0,03	1,42	2,43	2006
FRAN	1,00	15,00	0,15	5,88	2,55	2006
GGAL	1,00	2,97	0,03	2,14	1,39	2006
PAMPA	0,10	66,46	0,07	1,20	5,55	2006
TECO	1,00	3,60	0,04	7,49	0,48	2006
TRAN	1,00	3,80	0,04	1,67	2,27	2006
ALUA	1,00	0,84	0,01	3,73	0,23	2007
BMA	1,00	15,00	0,15	8,61	1,74	2007
COME	1,00	5,76	0,06	0,56	10,37	2007
ERAR	0,10	47,70	0,05	1,36	3,50	2007
FRAN	1,00	19,09	0,19	8,01	2,38	2007
GGAL	1,00	2,97	0,03	2,81	1,06	2007
PAMPA	0,10	66,46	0,07	2,62	2,54	2007
TECO	1,00	3,60	0,04	13,35	0,27	2007
TRAN	1,00	3,80	0,04	1,87	2,03	2007
ALUA	1,00	1,55	0,02	3,19	0,49	2008
BMA	1,00	25,00	0,25	5,49	4,56	2008
COME	1,00	5,76	0,06	0,45	12,83	2008
ERAR	0,10	45,39	0,05	1,48	3,07	2008
FRAN	1,00	34,79	0,35	4,56	7,63	2008
GGAL	1,00	2,97	0,03	1,60	1,86	2008
PAMPA	0,10	-	-	1,69	-	2008
TECO	1,00	3,60	0,04	9,06	0,40	2008
TRAN	1,00	3,80	0,04	1,14	3,33	2008

ALUA	1,00	1,31	0,01	2,04	0,64	2009
BMA	1,00	25,00	0,25	6,40	3,91	2009
COME	1,00	5,76	0,06	0,38	15,25	2009
ERAR	0,10	45,39	0,05	0,84	5,38	2009
FRAN	1,00	34,79	0,35	4,64	7,49	2009
GGAL	1,00	2,97	0,03	1,32	2,25	2009
PAMPA	0,10	1,20	0,00	1,31	0,09	2009
TECO	1,00	3,60	0,04	8,38	0,43	2009
TRAN	1,00	3,80	0,04	0,79	4,84	2009
ALUA	1,00	1,07	0,01	3,17	0,34	2010
BMA	1,00	35,00	0,35	13,42	2,61	2010
COME	1,00	5,76	0,06	0,42	13,70	2010
ERAR	0,10	45,39	0,05	1,67	2,71	2010
FRAN	1,00	89,49	0,89	9,73	9,19	2010
GGAL	1,00	2,97	0,03	3,23	0,92	2010
PAMPA	0,10	1,20	0,00	1,85	0,06	2010
TECO	1,00	3,60	0,04	14,62	0,25	2010
TRAN	1,00	3,80	0,04	1,06	3,58	2010
ALUA	1,00	8,90	0,09	3,64	2,45	2011
BMA	1,00	85,00	0,85	13,77	6,17	2011
COME	1,00	5,76	0,06	0,70	8,26	2011
ERAR	0,10	45,39	0,05	1,85	2,46	2011
FRAN	1,00	149,90	1,50	12,36	12,13	2011
GGAL	1,00	2,00	0,02	5,15	0,39	2011
PAMPA	0,10	1,20	0,00	2,43	0,05	2011
TECO	1,00	93,00	0,93	19,72	4,72	2011
TRAN	1,00	3,80	0,04	1,36	2,80	2011

RPB = Ratio Precio/Beneficio

1/RPB = Función Recíproca del Ratio Precio/Beneficio

Beneficios (\$) = Beneficios por Acción, en pesos

Dvdos. Efvo. (\$) = Dividendos en Efectivo, en pesos

RPD (%) = Ratio de Política de Dividendos, en porcentaje

Variable Empresa	RPB	1/RPB	Beneficios (\$)	Dvdos. EFVO.	RPD (%)	Año
ALUA	-	-	-	0,01	-	2006
BMA	17,65	0,06	0,33	0,05	15,32	2006
COME	-	-	-	0,06	-	2006
ERAR	9,98	0,10	0,14	0,03	24,21	2006
FRAN	27,76	0,04	0,21	0,15	70,85	2006
GGAL	27,22	0,04	0,08	0,03	37,85	2006
PAMPA	258,29	0,00	0,00	0,07	1434,01	2006
TECO	13,48	0,07	0,56	0,04	6,48	2006
TRAN	-	-	-	0,04	-	2006
ALUA	13,30	0,08	0,28	0,01	2,99	2007
BMA	11,12	0,09	0,77	0,15	19,37	2007
COME	-	-	-	0,06	-	2007
ERAR	6,98	0,14	0,19	0,05	24,46	2007
FRAN	14,61	0,07	0,55	0,19	34,80	2007
GGAL	-	-	-	0,03	-	2007
PAMPA	29,76	0,03	0,09	0,07	75,53	2007
TECO	20,28	0,05	0,66	0,04	5,47	2007
TRAN	-	-	-	0,04	-	2007
ALUA	6,69	0,15	0,48	0,02	3,25	2008
BMA	4,24	0,24	1,29	0,25	19,32	2008
COME	2,37	0,42	0,19	0,06	30,41	2008
ERAR	2,22	0,45	0,67	0,05	6,82	2008
FRAN	5,66	0,18	0,81	0,35	43,16	2008
GGAL	4,26	0,23	0,37	0,03	7,92	2008
PAMPA	12,58	0,08	0,13	-	-	2008
TECO	5,36	0,19	1,69	0,04	2,13	2008
TRAN	-	-	-	0,04	-	2008

ALUA	-	-	-	0,01	-	2009
BMA	9,68	0,10	0,66	0,25	37,80	2009
COME	-	-	-	0,06	-	2009
ERAR	-	-	-	0,05	-	2009
FRAN	9,19	0,11	0,51	0,35	68,84	2009
GGAL	9,73	0,10	0,14	0,03	21,94	2009
PAMPA	8,58	0,12	0,15	0,00	0,78	2009
TECO	10,96	0,09	0,77	0,04	4,71	2009
TRAN	-	-	-	0,04	-	2009
ALUA	17,96	0,06	0,18	0,01	6,06	2010
BMA	11,86	0,08	1,13	0,35	30,94	2010
COME	-	-	-	0,06	-	2010
ERAR	6,32	0,16	0,26	0,05	17,14	2010
FRAN	7,76	0,13	1,25	0,89	71,34	2010
GGAL	21,66	0,05	0,15	0,03	19,93	2010
PAMPA	-	-	-	0,00	-	2010
TECO	11,53	0,09	1,27	0,04	2,84	2010
TRAN	-	-	-	0,04	-	2010
ALUA	8,86	0,11	0,41	0,09	21,69	2011
BMA	5,09	0,20	2,70	0,85	31,43	2011
COME	-	-	-	0,06	-	2011
ERAR	5,12	0,20	0,36	0,05	12,57	2011
FRAN	4,72	0,21	2,62	1,50	57,24	2011
GGAL	2,92	0,34	1,76	0,02	1,13	2011
PAMPA	-	-	-	0,00	-	2011
TECO	7,18	0,14	2,75	0,93	33,86	2011
TRAN	10,01	0,10	0,14	0,04	28,01	2011

AC = Activo Corriente, en millones de pesos

PC = Pasivo Corriente, en millones de pesos

RL = Ratio de Liquidez

Variable Empresa	AC (en mill. \$)	PC (en mill. \$)	RL	Año
ALUA	1.404,22	796,20	1,76	2006
BMA	9.450,19	7.135,21	1,32	2006
COME	20,48	25,76	0,80	2006
ERAR	1.875,05	1.474,24	1,27	2006
FRAN	16.680,32	14.725,74	1,13	2006
GGAL	353,10	10,88	32,45	2006
PAMPA	179,00	9,76	18,34	2006
TECO	919,00	1.826,00	0,50	2006
TRAN	113,23	119,04	0,95	2006
ALUA	1.620,67	1.209,21	1,34	2007
BMA	16.684,33	13.976,63	1,19	2007
COME	65,88	7,05	9,34	2007
ERAR	2.384,17	1.456,82	1,64	2007
FRAN	19.427,14	17.370,30	1,12	2007
GGAL	102,23	71,76	1,42	2007
PAMPA	476,07	117,31	4,06	2007
TECO	1.476,00	2.386,00	0,62	2007
TRAN	131,90	109,64	1,20	2007
ALUA	2.325,06	1.844,51	1,26	2008
BMA	19.216,50	16.399,90	1,17	2008
COME	82,54	4,86	16,98	2008
ERAR	3.412,14	1.883,78	1,81	2008
FRAN	23.097,19	21.021,16	1,10	2008
GGAL	49,72	228,97	0,22	2008
PAMPA	93,69	92,58	1,01	2008
TECO	1.141,00	2.391,00	0,48	2008
TRAN	116,58	105,79	1,10	2008

ALUA	2.025,17	770,85	2,63	2009
BMA	24.630,73	21.271,93	1,16	2009
COME	131,05	5,18	25,30	2009
ERAR	2.712,31	1.105,59	2,45	2009
FRAN	23.300,04	20.373,57	1,14	2009
GGAL	35,61	163,59	0,22	2009
PAMPA	26,68	236,58	0,11	2009
TECO	1.387,00	1.534,00	0,90	2009
TRAN	129,25	163,20	0,79	2009
ALUA	2.361,00	903,00	2,61	2010
BMA	30.771,00	26.618,00	1,16	2010
COME	285,07	117,36	2,43	2010
ERAR	4.100,00	1.650,00	2,48	2010
FRAN	29.119,00	25.372,00	1,15	2010
GGAL	29,00	61,00	0,48	2010
PAMPA	34,00	242,00	0,14	2010
TECO	1.663,00	1.903,00	0,87	2010
TRAN	253,94	198,38	1,28	2010
ALUA	2.571,00	1.206,00	2,13	2011
BMA	38.283,00	33.564,00	1,14	2011
COME	348,17	1.910,00	0,18	2011
ERAR	5.074,00	3.516,00	1,44	2011
FRAN	38.528,00	34.660,00	1,11	2011
GGAL	71,00	115,00	0,62	2011
PAMPA	177,00	362,00	0,49	2011
TECO	1.622,00	2.114,00	0,77	2011
TRAN	250,00	129,00	1,94	2011

RPD (%) = Ratio de Política de Dividendos, en porcentaje

VPOD (\$) = Volumen Promedio Operado Diario, en pesos

RPD (%)	VPOD (\$)
15,32	712.046
24,21	2.750.950
70,85	281.736
37,85	2.045.765
1434,01	951.627
6,48	294.151
2,99	430.841
19,37	653.368
24,46	2.111.762
34,80	237.684
75,53	3.415.901
5,47	224.249
3,25	233.547
19,32	1.125.361
30,41	540.679
6,82	1.429.769
43,16	322.715
7,92	1.974.757
2,13	481.211
37,80	357.794
68,84	175.436
21,94	1.908.977
0,78	2.459.322
4,71	196.166
6,06	431.378
30,94	126.888
17,14	1.871.111
71,34	220.094
19,93	2.327.529
2,84	220.456
21,69	232.466
31,43	288.150
12,57	184.842
57,24	163.358
1,13	1.776.710
33,86	196.259
28,01	399.483

RPD (%) = Ratio de Política de Dividendos, en porcentaje

RPB = Ratio Precio/Beneficio

RPD (%)	RPB
15,32	17,65
24,21	9,98
70,85	27,76
37,85	27,22
1434,01	258,29
6,48	13,48
2,99	13,30
19,37	11,12
24,46	6,98
34,80	14,61
75,53	29,76
5,47	20,28
3,25	6,69
19,32	4,24
30,41	2,37
6,82	2,22
43,16	5,66
7,92	4,26
2,13	5,36
37,80	9,68
68,84	9,19
21,94	9,73
0,78	8,58
4,71	10,96
6,06	17,96
30,94	11,86
17,14	6,32
71,34	7,76
19,93	21,66
2,84	11,53
21,69	8,86
31,43	5,09
12,57	5,12
57,24	4,72
1,13	2,92
33,86	7,18
28,01	10,01

RPD (%) = Ratio de Política de Dividendos, en porcentaje

RL = Ratio de Liquidez

RPD	RL
15,32	1,32
24,21	1,27
70,85	1,13
37,85	32,45
1434,01	18,34
6,48	0,50
2,99	1,34
19,37	1,19
24,46	1,64
34,80	1,12
75,53	4,06
5,47	0,62
3,25	1,26
19,32	1,17
30,41	16,98
6,82	1,81
43,16	1,10
7,92	0,22
2,13	0,48
37,80	1,16
68,84	1,14
21,94	0,22
0,78	0,11
4,71	0,90
6,06	2,61
30,94	1,16
17,14	2,48
71,34	1,15
19,93	0,48
2,84	0,87
21,69	2,13
31,43	1,14
12,57	1,44
57,24	1,11
1,13	0,62
33,86	0,77
28,01	1,94

RPD (%) = Ratio de Política de Dividendos, en porcentaje

VACD (\$²) = Varianza Anual de Cotizaciones Diarias, en pesos al cuadrado

RPD (%)	VACD (\$²)
15,32	62,49
24,21	2,31
70,85	21,66
37,85	6,11
1434,01	12,09
6,48	121,69
2,99	32,81
19,37	95,70
24,46	1,66
34,80	91,58
75,53	4,14
5,47	139,15
3,25	63,28
19,32	181,45
30,41	1,79
6,82	7,34
43,16	157,06
7,92	28,63
2,13	864,15
37,80	734,27
68,84	350,99
21,94	29,31
0,78	10,19
4,71	693,56
6,06	16,68
30,94	1.175,47
17,14	3,14
71,34	668,14
19,93	219,03
2,84	563,41
21,69	50,47
31,43	934,87
12,57	3,50
57,24	555,36
1,13	107,76
33,86	241,48
28,01	2,38

RD (%) = Rentabilidad del Dividendo, en porcentaje

VPOD (\$) = Volumen Promedio Operado Diario, en pesos

RD (%)	VPOD (\$)
0,30	362019
0,87	712046
13,70	908854
2,43	2750950
2,55	281736
1,39	2045765
5,55	951627
0,48	294151
2,27	617352
0,23	430841
1,74	653368
10,37	865862
3,50	2111762
2,38	237684
1,06	1924637
2,54	3415901
0,27	224249
2,03	378946
0,49	233547
4,56	1125361
12,83	540679
3,07	1429769
7,63	322715
1,86	1974757
0,40	481211
3,33	289419

0,64	345437
3,91	357794

15,25	609487
5,38	1374722
7,49	175436
2,25	1908977
0,09	2459322
0,43	196166
4,84	670638
0,34	431378
28,01	126888
13,70	707888
2,71	1871111
29,01	220094
0,92	2327529
0,06	1812786
30,01	220456
3,58	728735
2,45	232466
31,01	288150
8,26	614030
2,46	184842
32,01	163358
0,39	1776710
0,05	1187228
33,01	196259
2,80	399483

RD (%) = Rentabilidad por Dividendo, en porcentaje

RPB = Ratio Precio/Beneficio

RD (%)	RPB
0,87	17,65
2,43	9,98
2,55	27,76
1,39	27,22
5,55	258,29
0,48	13,48
0,23	13,30
1,74	11,12
3,50	6,98
2,38	14,61
2,54	29,76
0,27	20,28
0,49	6,69
4,56	4,24
12,83	2,37
3,07	2,22
7,63	5,66
1,86	4,26
0,40	5,36
3,91	9,68
7,49	9,19
2,25	9,73
0,09	8,58
0,43	10,96
0,34	17,96
2,61	11,86
2,71	6,32
9,19	7,76
0,92	21,66
0,25	11,53
2,45	8,86
6,17	5,09
2,46	5,12
12,13	4,72
0,39	2,92
4,72	7,18
2,80	10,01

RD (%) = Rentabilidad por Dividendo, en porcentaje

RL = Ratio de Liquidez

RD (%)	RL
0,30	1,76
0,87	1,32
13,70	0,80
2,43	1,27
2,55	1,13
1,39	32,45
5,55	18,34
0,48	0,50
2,27	0,95
0,23	1,34
1,74	1,19
10,37	9,34
3,50	1,64
2,38	1,12
1,06	1,42
2,54	4,06
0,27	0,62
2,03	1,20
0,49	1,26
4,56	1,17
12,83	16,98
3,07	1,81
7,63	1,10
1,86	0,22
0,40	0,48
3,33	1,10

0,64	2,63
3,91	1,16
15,25	25,30
5,38	2,45
7,49	1,14
2,25	0,22
0,09	0,11
0,43	0,90
4,84	0,79
0,34	2,61
2,61	1,16
13,70	2,43
2,71	2,48
9,19	1,15
0,92	0,48
0,06	0,14
0,25	0,87
3,58	1,28
2,45	2,13
6,17	1,14
8,26	0,18
2,46	1,44
12,13	1,11
0,39	0,62
0,05	0,49
4,72	0,77
2,80	1,94

RD (%) = Rentabilidad por Dividendo, en porcentaje

VACD (\$²) = Varianza Anual de Cotizaciones Diarias, en pesos al cuadrado

RD (%)	VACD (\$²)
0,30	3,55
0,87	62,49
13,70	2,10
2,43	2,31
2,55	21,66
1,39	6,11
5,55	12,09
0,48	121,69
2,27	4,84
0,23	32,81
1,74	95,70
10,37	0,54
3,50	1,66
2,38	91,58
1,06	10,60
2,54	4,14
0,27	139,15
2,03	1,44
0,49	63,28
4,56	181,45
12,83	1,79
3,07	7,34
7,63	157,06
1,86	28,63
0,40	864,15
3,33	11,82

0,64	21,40
3,91	734,27
15,25	1,22
5,38	7,52
7,49	350,99
2,25	29,31
0,09	10,19
0,43	693,56
4,84	5,84
0,34	16,68
2,61	1175,47
13,70	0,75
2,71	3,14
9,19	668,14
0,92	219,03
0,06	11,54
0,25	563,41
3,58	3,12
2,45	50,47
6,17	934,87
8,26	0,72
2,46	3,50
12,13	555,36
0,39	107,76
0,05	6,18
4,72	241,48
2,80	1,94

Bibliografía.

- Baker, M., Nagel, S. & Wurgler, J. (2007). "The Effect of Dividends on Consumption". *Brookings Papers on Economic Activity*, 38, 231-292.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004a). "A Catering Theory of Dividends". *Journal of Finance*, 59, 1125–1165.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004b). "Appearing and disappearing dividends: the link to catering Incentives". *Journal of Financial Economics*, 73, 271–288.
- Barrionuevo, G., Bosch, E. & Munt, J. (2010). "Teorías explicativas sobre la estructuración de capital en las firmas PyMEs". Obtenido el 30 de Marzo de 2015 desde <http://www.eco.unrc.edu.ar/wp-content/uploads/2010/06/Bosch-Munt-Barrionuevo.2010.pdf>.
- Bebczuk R. (2004). "Explaining dividend policies in Argentina". Obtenido el 28 de Enero de 2015 desde <http://www.depeco.econo.unlp.edu.ar/doctrab/doc50.pdf>.
- Black, F. & Scholes, M. (1974). "The effects on dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns". *Journal of Financial Economics*, 2, 1–22.
- Black, F. (1976). "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*, 2, 5–84.
- Bolsa de Comercio de Rosario. (2007-2012). "Anuarios Estadísticos 2006-2011". Obtenidos el 15 de Agosto de 2014 desde <http://www.bcr.com.ar/Pages/Publicaciones/anuario.aspx>.
- Bradley, M., Jarrell, G. A. & Kim, E. H. (1984). "On the existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *The Journal of Finance*, 39(3), 857-879.
- Briozzo, A. & Vigier, H. (2009a). "A Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina", *Journal of Business and Entrepreneurship*, 21, 30-56.

Daniel, W. (1990). "Applied Nonparametric Statistics". (2ª ed.). Boston, EEUU: P.W.S.-Kent Publishing Company Publisher.

Delfino, M. A. (2006) "Determinantes de la Estructura de Capital de las Empresas en América Latina". Obtenido el 11 de Mayo de 2015 desde http://www.marcelodelfino.net/files/Determinantes_estructura_capital.pdf

Durand, D. (1952). "Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement". New York, EEUU: National Bureau of Economic Research.

Durand, D. (1957). "Growth Stocks and the Petersburg Paradox". *Journal of Finance*, 12(3), 348-363.

Erpen, M. (2000). "La política de distribución de dividendos en efectivo en Argentina: período 1990-1999". Obtenido el 11 de Mayo de 2014 desde http://www.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/mercado_capitales/cuadernos/cuaderno_iam_c_n_13_politica_de_distribucion_de_dividendos.pdf.

Fama, E. F. & French, K. R. (2001). "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay". *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.

Gordon, M. J. (1959). "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (2002), "Política de distribución de dividendos en efectivo en Argentina. Decisiones empresariales y mercado accionario". Obtenido el 17 de Abril de 2015 desde http://www.ambito.com/diario/aw_documentos/archivospdf/2003/id_doc_1634.pdf.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2007-2012). “Informes Mensuales Enero 2006 – Diciembre 2011”. Obtenidos el 15 de Agosto de 2014 desde <http://www.iamc.com.ar/informemensual/#/informemensual/>.

Jensen, M. C & Meckling, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Jensen, M. C., (1986). “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”. *American Economic Review*, 76, 323-339.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). “Prospect theory: An analysis of decision under risk”. *Econometrica*, 47, 263-291.

Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage." *Journal of Finance*, 28, 911-922.

Levin, R. & Rubin, D. (2004). “Estadística para Administración y Economía”. Obtenido el 8 de Diciembre de 2015 desde <https://bibliotecat2.files.wordpress.com/2014/10/estadistica-para-administracion-y-economia-levin-7-edicion.pdf>.

Lintner, J. (1956). “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”. *American Economic Review*, 46, 97–113.

Long, M. S. & Malitz, I. B. (1985), “Investment patterns and financial leverage”. *Corporate Capital Structures in the United States*. Chicago, EEUU: University of Chicago Press.

Lopez Dumrauf, G. (2000). “Determinantes de la estructura de capital en la República Argentina”. Obtenido el 29 de Octubre de 2014 desde <http://www.dumrauf.com.ar/spanish/arts/iaefl1.pdf>.

Lusarreta, P. (2009). "Identificación de los determinantes del costo de la deuda corporativa en América Latina". Obtenido el 25 de Marzo de 2015 desde http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/3322/Documento_completo.pdf?sequence=1

Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, 34, 411-33.

Miller, M. H. (1977). "Debt and Taxes". *Journal of Finance*, 32, 261-75.

Milton, J. & Toscos, J. (2001). "Estadística para biología y ciencias de la salud". Madrid, España: McGraw-Hill.

Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction". *American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Ross, S. A. (1977). "The Determination of Financial Structure. The Incentive Signaling Approach". *Bell Journal Of Economics*, 8, 23 –40.

Salloum, C. & Vigier, H. (1999). "La relación bancos-PYMEs". *Revista de la escuela de economía y negocios*, 1999(3), 55-72.

Shefrin, H. M. & Statman, M. (1984). "Explaining investor preference for cash dividends", *Journal of Financial Economics*, 13, 253-282.

Shefrin, H. M. & Thaler, R. (1983). "A self-control based theory of personal saving". Ithaca, EEUU: Graduate School of Business and Public Administration, Cornell University.

Varela, E. (2012). "Distribución de dividendos, su tratamiento". Obtenido el 11 de Mayo de 2015 desde <http://nulan.mdp.edu.ar/2227/1/varela.2012.pdf>

Walter, J. E. (1956). "Dividend policies and common stock prices". *The Journal of Finance* 11, 29-41.

Williams, John B. (1938). "The Theory of Investment Value". Cambridge, EEUU: Harvard University Press.

Williamson, S. H. (1981). "The moral hazard theory of corporate financial structure: Empirical tests". Obtenido el 15 de Marzo de 2015 desde <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/48443/morallazardtheor00will.pdf?sequence=1>.