

Las señales informativas como mecanismo para reducir las asimetrías de información

MARÍA CONCEPCIÓN VERONA MARTEL (*)

El presente trabajo recoge una revisión de la literatura referente a la importancia que sobre el precio de mercado de las acciones tienen las decisiones financieras adoptadas por la empresa. Concretamente, se analiza el impacto que sobre el valor de mercado de la firma tiene el anuncio de emisión de nuevas acciones, de títulos de deuda, cambios en la estructura de capital, reparto de dividendos, recompra de acciones y participación de los directivos en la propiedad de la empresa.

1.- Introducción

La gerencia de una empresa posee un conocimiento mucho más completo sobre las perspectivas futuras de la misma que los inversores; por tanto, entre ellos se producen asimetrías de información, que pueden ser reducidas mediante el uso de señales. En este sentido, la Teoría de Señales afirma que las decisiones financieras pueden afectar a lo que los inversores piensan sobre las perspectivas futuras de la empresa, con lo cual tales decisiones se pueden utilizar como señales.

Para que la señal sea enviada y permita que los inversores, a partir de ella, conozcan las expectativas de los directivos sobre la firma, éstos han de tener tanto, un incentivo que los incline a utilizar sus

decisiones como mecanismo informativo como una penalización en caso de que no comuniquen información cierta. El beneficio derivado de emitir una señal informativa se refleja principalmente en el aumento del valor de mercado de la empresa. Para ser creíbles y útiles, las señales informativas deben tener un coste significativo tanto para la empresa como para sus directivos en el caso de no ser ciertas, que les desincentive a utilizarlas cuando las expectativas de la empresa no sean realmente favorables, ya que si los directivos sin información positiva pueden imitar la señal transmitida por las empresas con mejores expectativas, enviarán información falsa al mercado, invalidando la utilidad de esa decisión como señal (MENÉNDEZ REQUEJO, 1995:119)(1).

(*) Profesora de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

(1) SMITH (1986) recoge un resumen de los principales estudios realizados sobre el tema hasta ese momento.

El objetivo del presente trabajo es realizar una revisión de los estudios más destacados que han analizado la capacidad informativa de las decisiones financieras de la empresa. Para ello, el artículo se estructura como sigue: tras una breve introducción, se comenta desde la sección segunda a la séptima las conclusiones más relevantes extraídas

de la literatura acerca del efecto informativo de la emisión de acciones, de la emisión de deuda, de la realización de un cambio de títulos, del reparto de dividendos, de la recompra de acciones y de la participación de los directivos en la propiedad de la empresa. En la última sección se presentan las conclusiones del trabajo.

CUADRO 1
CONCLUSIONES OBTENIDAS DE LOS ESTUDIOS EMPÍRICOS QUE ANALIZAN LA REACCIÓN DEL MERCADO ANTE EL ANUNCIO DE AMPLIACIONES DE CAPITAL

CONCLUSIONES OBTENIDAS	ESTUDIOS EMPÍRICOS
Al tener los directivos más información sobre la empresa que los accionistas, lleva a éstos a suponer que cuando se realizan ampliaciones de capital es porque las acciones están sobrevaloradas.	MARSH (1982) ASQUITH y MULLINS (1986) MIKKELSON y PARTCH (1986) LUCAS y McDONALD (1990)
Las ampliaciones de capital provocan disminuciones en el precio de las acciones ¹ .	ASQUITH y MULLINS (1986) MIKKELSON y PARTCH (1986) MASULIS y KORWAR (1986) KALAY y SHIMRAT (1987) LUCAS y McDONALD (1990) BROUS (1992) SZEWCZYK (1992)
El efecto negativo de la emisión de acciones sobre la cotización de empresas reguladas es menor que sobre las empresas no reguladas, debido a la existencia en ellas de un grado de asimetría informativa más pequeño.	ASQUITH y MULLINS (1986) MASULIS y KORWAR (1986)
El efecto sobre el precio es positivo cuando las emisiones de acciones son privadas. En estas emisiones el número de compradores es muy pequeño y después de una venta privada, generalmente, aumenta el nivel de concentración de la propiedad, todo ello contribuye a que las asimetrías informativas sean menores.	WRUCK (1989) HERTZEL y SMITH (1993) KATO y SCHALLHEIM (1993) ²
Después de una ampliación de capital los analistas revisan las previsiones sobre las ganancias futuras de la empresa, disminuyendo las perspectivas de ganancias a corto plazo, pero no a largo plazo.	BROUS (1992)

FUENTE: Elaboración propia.

¹ MASULIS y KORWAR (1986:91) comprobaron que incluso en el caso de que los directivos vendan parte del paquete de acciones de la empresa que poseen, hecho que no provoca cambios en la estructura de capital, el precio de las acciones de la empresa se ve afectado negativamente. Por otro lado, DENIS (1994:175) llegó a la conclusión de que, para la mayoría de las empresas, la reacción experimentada por el mercado ante las ofertas de acciones no está relacionada con las oportunidades de inversión de esas empresas.

² KATO y SCHALLHEIM (1993) realizaron su estudio sobre el mercado japonés.

2.- El anuncio de emisión de acciones

Las emisiones de acciones ordinarias afectan al precio de las acciones de forma negativa, al considerar los accionistas que la ampliación de capital se realiza porque las acciones están sobrevaloradas. BARCLAY y LITZENBERGER (1988:83) pudieron comprobar que durante los primeros 15 minutos que siguen a un anuncio de emisión de acciones ya se observan caídas en el precio, lo que sugiere la rápida reacción del mercado de acciones ante esta nueva información.

Los estudios empíricos sobre el efecto producido por las ampliaciones de capital permiten obtener una serie de conclusiones que se presentan en el Cuadro 1.

El hecho de que las ampliaciones de capital disminuyan el precio de las acciones puede provocar que, en ocasiones, como señalan MYERS y MAJLUF(2) (1984:188), los directivos, actuando en interés de los accionistas antiguos, no emitan acciones, aunque ello suponga dejar pasar una buena oportunidad de inversión, siempre que la pérdida de valor de las acciones provocada por la emisión pueda sobrepasar el valor actual neto del proyecto a realizar.

Cuando se produce una ampliación de capital no sólo el precio de las acciones de la empresa disminuye, sino también el de los bonos que ésta ha emitido, lo cual demuestra que con la ampliación se transmite información negativa sobre la empresa, tanto a accionistas como a acreedores (KALAY y SHIMRAT, 1987:125).

Algunos estudios han analizado la emisión de acciones preferentes, como LINN y PINEGAR (1988:156), obteniendo que las empresas industriales emiten, fundamentalmente, acciones preferentes convertibles que afectan negativamente al precio de las acciones ordinarias, mientras que las empresas públicas emiten acciones preferentes no convertibles que no afectan de forma significativa al precio de las acciones ordinarias.

(2) MYERS y MAJLUF (1984:187-188) analizan cómo la información asimétrica puede afectar a las decisiones de financiación-inversión, lo que les permite explicar el comportamiento financiero de las empresas, llegando a la conclusión de que hay una tendencia a preferir la financiación interna, y en el caso de acudir a la financiación externa se prefiere primero emitir deuda y acudir a la emisión de acciones como última alternativa.

3.- El anuncio de emisión de deuda

Al analizar las emisiones de deuda se puede distinguir entre deuda bancaria y deuda no bancaria, y a su vez, dentro de esta última, hay que hacer mención especial a la deuda convertible.

Algunos estudios han encontrado que en el mercado se producen rendimientos anormales positivos y significativos para las acciones del prestatario ante el anuncio de concesión de préstamos bancarios. En este sentido, se puede mencionar el trabajo de JAMES (1987:217); que observó que los precios de las acciones responden de forma positiva a los anuncios de nuevos créditos bancarios. Aunque, en el estudio de LUMMER y MCCONNELL (1989:99), en cambio, se concluye que el mercado no reacciona ante tales anuncios, aunque sí lo hace ante las renovaciones de préstamos bancarios, respondiendo positivamente ante las renovaciones favorables y negativamente ante las desfavorables. Por su parte, SLOVIN, JOHNSON y GLASCOCK (1992:1057) comentan que para las firmas pequeñas la reacción del mercado es positiva ante los anuncios de nuevos préstamos bancarios y de renovaciones de los mismos, en contraste a las firmas grandes donde tales anuncios transmiten al mercado menos información.

También es de mencionar el estudio de BILLET, FLANNERY y GARFINKEL (1995:717), quienes analizan no sólo el contenido informativo de la deuda bancaria, sino también la identidad del prestamista. Estos autores obtuvieron que tanto los préstamos bancarios como los no bancarios proporcionan rendimientos positivos para el prestatario. Además, encontraron que cuando el préstamo es otorgado por un prestamista con un alto *rating*, el prestatario obtiene unos rendimientos anormales positivos mucho más altos. Esto es debido al hecho de que el préstamo es concedido por un «buen» prestamista, lo que transmite más información positiva sobre la salud financiera del prestatario.

HULL y MOELLENBERNDT (1994:21) descubrieron, en su estudio, que las reducciones de la deuda ban-

caria producen efectos negativos sobre las acciones mucho más elevados que los que produce la reducción de deuda no bancaria, lo que indica el importante papel que juegan las entidades bancarias como transmisores de información al mercado.

SLOVIN y YOUNG (1990:729-739), así como JAMES y WIER (1990:169), llegaron a la conclusión de que la empresa que mantiene relaciones bancarias como deuda bancaria o líneas de crédito, en el momento de realizar una emisión de acciones reduce considerablemente la incertidumbre ex ante de los inversores, al ser consideradas las relaciones bancarias como una señal acerca del valor de la firma.

Todo lo dicho permite destacar el importante papel que desempeñan los bancos como transmisores de información al mercado, interpretándose el hecho de que concedan préstamos a una empresa como una señal de la buena situación financiera de la misma, siendo la señal más positiva cuanto «mejor» es el banco que lo otorga. En definitiva, el hecho de que el banco otorgue un préstamo a una empresa se interpreta como una opinión emitida por un agente externo a la empresa sobre la situación de la misma.

Los estudios empíricos realizados sobre las emisiones de deuda a largo plazo, no bancaria y no convertible, han llegado, mayoritariamente, a la conclusión de que estas emisiones no tienen un efecto significativo sobre el precio de las acciones (DANN y MIKKELSON, 1984:168; MIKKELSON y PARTCH, 1986:58; ECKBO, 1986:135; BARCLAY y LITZENBERGER, 1988:95; SHYAM-SUNDER, 1991:557). En este sentido, SMITH (1986:9) argumenta que las emisiones de deuda son más predecibles que las emisiones de acciones, de ahí la escasa o nula reacción del precio de las acciones ante estas emisiones.

En el trabajo de TANG y SINGER (1993:11) se estudia la reacción del mercado de acciones ante las emisiones de deuda no subordinada y de deuda subordinada, llegándose a la conclusión de que el mercado reacciona de forma débil y positiva ante los anuncios de deuda no subordinada, pero la reacción es negativa y significativa ante los anuncios de emisiones de deuda subordinada.

A pesar de lo comentado con anterioridad, JOHNSON (1995:408) encontró que la respuesta del mercado ante la emisión de deuda es positiva y significativa, sólo para firmas que pagan pocos divi-

endos, siendo no significativa para las firmas que pagan altos dividendos. Por su parte, KIM y STULZ (1988:204) al analizar el anuncio de emisiones de eurobonos por empresas norteamericanas, encontraron una reacción positiva de los precios de las acciones en el mercado; resultados que difieren de los obtenidos cuando se anuncia una emisión de bonos en el mercado doméstico.

El estudio de las emisiones a largo plazo es más habitual en la literatura que el de las emisiones a corto plazo (programas de Commercial Paper), precisamente el estudio de estas últimas es el objeto del trabajo de SLOVIN, SUSHKA y HUDSON (1988:291); sus resultados muestran que los anuncios de emisiones a corto plazo con el respaldo de un banco (por ejemplo, con una *standby letter of credit*) proporcionan una señal positiva sobre la firma emisora, provocando rendimientos anormales positivos, que no se obtienen cuando la emisión carece de tal garantía bancaria. Esto es debido a la función de certificación desempeñada por los bancos, mencionada con anterioridad.

También ha sido objeto de estudio la deuda convertible, llegándose a la conclusión de que las emisiones de esta naturaleza tienen un efecto negativo sobre el precio de las acciones de la empresa emisora. DAVIDSON, GLASCOCK y SCHWARZ (1995:425) concluyen que el anuncio de una emisión de deuda convertible envía al mercado una señal de «preferencia» por las acciones. Por otro lado, STEIN (1992:3) comenta que las empresas utilizan la deuda convertible como un camino indirecto para conseguir aumentar las acciones de la empresa cuando una emisión de acciones no es atractiva.

Las principales conclusiones obtenidas tras analizar la evidencia empírica relativa a las emisiones de deuda convertible se presentan en el *Cuadro 2*.

4.- El anuncio de cambio de títulos

Existen distintas decisiones financieras que afectan al nivel de endeudamiento de la empresa, pero el anuncio de una oferta de cambio de títulos es la decisión que aísla en mayor medida los efectos de un cambio en la estructura de capital, porque la cantidad de deuda y de acciones que se intercambia es la misma y la estructura del activo;

CUADRO 2
**CONCLUSIONES OBTENIDAS DE LOS ESTUDIOS EMPÍRICOS QUE ANALIZAN LA REACCIÓN
 DEL MERCADO ANTE LA EMISIÓN DE DEUDA CONVERTIBLE**

CONCLUSIONES OBTENIDAS	ESTUDIOS EMPÍRICOS
La reacción del precio de las acciones es negativa cuando se anuncia una emisión de deuda convertible.	DANN y MIKKELSON (1984) ECKBO (1986) MIKKELSON y PARTCH (1986) JANJIGIAN (1987) KIM (1990) SZEWCZYK (1992)
El anuncio de la conversión forzada o voluntaria de las obligaciones convertibles produce en el mercado una reacción negativa, debido a que el mercado considera que esa actitud responde a un empeoramiento de la situación económico-financiera de la empresa ¹ .	MIKKELSON (1981) OFER y NATARAJAN (1987)
El ratio de conversión proporciona información acerca de las perspectivas futuras de la empresa (a altas expectativas sobre los beneficios futuros, le acompaña un bajo ratio de conversión).	KIM (1990)
Las colocaciones privadas de deuda convertible provocan rendimientos anormales positivos, al transmitir información favorable.	FIELDS y MAIS (1991)

FUENTE: Elaboración propia.

¹ El efecto negativo que provoca la conversión anticipada de las obligaciones hace suponer que los directivos sólo la realicen cuando no les queda otra solución. Por el contrario, el hecho de que, siempre que les sea posible, intenten retrasar o evitar la conversión será interpretado como una señal positiva (HARRIS y RAVIV, 1985:1265).

por lo tanto, no se modifica (CORNETT y TRAVLOS, 1989:452).

Los aumentos en el nivel de endeudamiento son interpretados por los accionistas como una señal de que la situación financiera de la empresa es adecuada para evitar la insolvencia, pues en el caso contrario los directivos no estarían interesados en aumentar el endeudamiento, ya que pondría en peligro tanto la solvencia de la empresa como su propia reputación. La estructura financiera de una empresa señala información al mercado y el valor de las empresas subirá con su nivel de endeudamiento (ROSS, 1977:23). HEINKEL

(1982:1141) también destaca la importancia del nivel de deuda de una empresa como una señal del valor de la misma(3).

El cambio que se puede realizar entre los diferentes títulos y la reacción que provoca en el precio de mercado se recogen en el *Cuadro 3*.

La oferta de cambio de títulos tiene un efecto significativo sobre los precios de las acciones, efecto que es positivo en el caso de que dicha oferta provoque un aumento del nivel de endeudamiento y negativo cuando lo disminuye(4). Conclusión a la que han llegado, además de los autores citados,

(3) HARRIS y RAVIV (1990:321) consideran que la deuda además de proporcionar información a los inversores sobre la empresa, permite examinar y controlar a la dirección, pues el incumplimiento de las obligaciones derivadas de la deuda da poder a los acreedores para llegar incluso a forzar la liquidación de la empresa.

(4) La calidad de las firmas financiadas con deuda es mayor que las de aquellas empresas que optan por la financiación con acciones (NARAYANAN, 1988:39; Noe, 1988:348). Las firmas de mejor calidad tendrán más altos niveles de endeudamiento y pagarán dividendos más elevados que las de menor calidad, lo que provocará un incremento de su valor de mercado (RAVID y SARIG, 1991:175-176).

CUADRO 3
CONCLUSIONES OBTENIDAS DE LOS ESTUDIOS EMPÍRICOS QUE ANALIZAN EL ANUNCIO DE CAMBIO DE TÍTULOS

CONCLUSIONES OBTENIDAS	ESTUDIOS
El anuncio de retirar acciones ordinarias a cambio de emitir deuda provoca en el mercado un efecto positivo, mientras que la entrega de acciones ordinarias a cambio de retirar deuda provoca efectos negativos.	MASULIS (1983) CORNETT y TRAVLOS (1989)
Cuando se realizan cambios entre deuda y acciones preferentes, el mercado reacciona en el mismo sentido que cuando el cambio se realiza con acciones ordinarias, pero con menos intensidad.	MASULIS (1983)
La sustitución de acciones ordinarias por preferentes tiene un efecto positivo en el mercado, que se convierte en negativo cuando se retiran preferentes y se emiten ordinarias.	MASULIS (1983) PINEGAR y LEASE (1986)

FUENTE: Elaboración propia.

COPELAND y LEE (1991:46) y SHAH (1994:118-119). Esto es debido a que la oferta de cambio de títulos transmite información acerca de las expectativas futuras de la empresa.

5.- El anuncio de dividendos

El reparto de dividendos(5) transmite información acerca de los beneficios y de las perspectivas futuras de la empresa(6), pero la reducción de fondos financieros que ello supone puede hacer necesario solicitar financiación externa, que puede resultar mucho más costosa(7). Los directivos sólo disminuirán los dividendos cuando los flujos de caja esperados no permitan hacer frente al nivel de

dividendos actual y sólo incrementarán los dividendos cuando estén seguros de que el nivel futuro de los flujos de caja se lo permitirá(8) (PETITT, 1972:1006). Así, se producirá un efecto negativo sobre el valor de la empresa cuando las perspectivas sobre el futuro de la empresa no permitan mantener el actual nivel de reparto de dividendos y haya que omitir o disminuir los dividendos.

JENSEN y JOHNSON (1995:48) encontraron que, generalmente, la reducción del dividendo se produce en el punto más bajo del declive financiero de la empresa y marca el comienzo de las actividades de reestructuración de la firma. En esta línea se pronuncian, BERNARTZI, MICHAELY y THALER (1997:1007) al afirmar que las empresas que de-

(5) MENÉNDEZ PLANS y GUERRERO BONED (1994) realizan una revisión de la controversia existente sobre la política de dividendos.

(6) Aunque ésta es la conclusión a la que han llegado la mayoría de los estudios (entre otros, LOBO, NAIR y SONG, 1986:606, y KAO y WU, 1994:66), algunos autores como WATTS (1973:211) han concluido que la información que acerca de los beneficios futuros de la empresa es transmitida por los dividendos es trivial. BERNARTZI, MICHAELY y THALER (1997:1007, 1031-1032) afirman con respecto a las empresas que incrementan sus dividendos, que tales cambios en los dividendos señalan algo acerca del presente, que es que el incremento en los beneficios de dichas empresas es permanente no transitorio. Afirmando, que existe una fuerte relación entre los cambios en los dividendos y los beneficios pasados; los resultados de su investigación proporcionan un escaso apoyo a la afirmación de que los cambios en los dividendos tienen contenido informativo acerca de los futuros beneficios de la empresa.

(7) Como ocurre en el caso de que un reparto de dividendos vaya acompañado de ampliaciones de capital (BHATTACHARYA, 1979:263; EASTERBROOK, 1984:650; JOHN y WILLIAMS, 1985:1055; OFER y THAKOR, 1987:367; WILLIAMS, 1988:742).

(8) LINTNER (1956) fue pionero en demostrar la inflexibilidad de los dividendos a disminuir. KALAY (1980:855) comenta que la aversión de los directivos a dejar de pagar dividendos es una condición necesaria para que tal decisión transmita información al mercado.

jan de pagar dividendos en el año 0, han experimentado una reducción de los beneficios en dicho año y en el año anterior, pero tales firmas presentan un significativo incremento en los beneficios en el año siguiente.

En general, se observa que los rendimientos anormales de mayor magnitud se producen en el caso de inicios y de omisiones de dividendos, pues son los anuncios más inesperados, siendo la reacción del mercado, en términos absolutos, mayor en el caso de las omisiones que en el caso de los inicios. Por otro lado, aunque se ha comprobado que el anuncio de aumento en el reparto de dividendos tiene un efecto positivo sobre el valor de la empresa, esta afirmación se debe matizar porque puede ocurrir que otras señales realizadas por la empresa modifiquen la reacción positiva esperada, como pueden ser los anuncios de beneficios, de ampliaciones de capital, etc. El *Cuadro 4* recoge las conclusiones obtenidas de los estudios empíricos sobre el efecto anuncio de los dividendos.

Al analizar el efecto informativo positivo de un incremento en los dividendos hay que tener presente la influencia que pueden tener las oportunidades de inversión que tenga la empresa, ya que ese efecto positivo se podría convertir incluso en negativo (JOHN y LANG, 1991:1361). Así, la realización de nuevas inversiones proporciona un efecto anuncio positivo para las empresas en crecimiento, pero negativo para las empresas en declive (JOHN y MISHRA, 1990:838).

El anuncio de cambio en los dividendos no sólo afecta al precio de las acciones, sino que también afecta al precio de los bonos, como demostraron HANDJINICOLAU y KALAY (1984:59) al comprobar que ante reducciones de los dividendos el precio de los bonos disminuye, pero no se ve alterado ante los aumentos. Ello indica que existe contenido informativo en el anuncio de dividendos (las ganancias asociadas con información positiva son sólo para los accionistas, pero las pérdidas son compartidas por accionistas y obligacionistas). Por otro lado, WOOLRIDGE (1983:1615) llegó a la conclusión

de que un cambio en los dividendos afecta al precio de los bonos (no sólo las disminuciones de dividendos, sino también los aumentos) y además, también afecta al precio de las acciones preferentes (el cambio en bonos y acciones preferentes es del mismo sentido que el cambio sufrido por el dividendo).

LODERER y MAUER (1992:201) señalan que los beneficios obtenidos por una empresa de vincular los anuncios de reparto de dividendos (que tienen un efecto positivo) y los anuncios de emisión de acciones (que tienen un efecto negativo) son muy pequeños.

5.1.- El anuncio de beneficios como complemento de la señal de dividendos⁽⁹⁾

El efecto informativo del reparto de dividendos puede verse condicionado por el anuncio de beneficios realizado por la firma. KANE, LEE y MARCUS (1984:1091) comentan que ambos anuncios (de beneficios y de dividendos) transmiten información diferente, pero ambas decisiones están interrelacionadas, pues el valor que se le da a una depende de que sea corroborada por la otra. Es decir, que los inversores dan más credibilidad a un cambio en los dividendos cuando las expectativas sobre los beneficios se muevan en la misma dirección.

Por su parte, AHARONY y SWARY (1980:8-9) obtienen que la reacción producida en los precios es de una magnitud similar tanto en el caso de que el anuncio de beneficios se haya realizado antes o después del anuncio de dividendos, siempre que la dirección de los dividendos y de los beneficios sea igual. Por lo tanto, los dividendos tienen contenido informativo, proporcionando información acerca de los cambios en la evaluación de los directivos sobre las perspectivas futuras de la firma. AMIHUD y MURGIA (1997:404), en su estudio sobre el mercado alemán, también llegan a la conclusión de que los dividendos contienen información más allá de la contenida en los anuncios de beneficios⁽¹⁰⁾.

(9) Numerosos estudios han demostrado que los anuncios de beneficios y también otros datos contables, proporcionan información útil y relevante al mercado afectando al precio de los títulos, por lo que tales anuncios tienen contenido informativo (TÚA PEREDA, 1991:340). Tanto en la publicación del autor citado como en el artículo de GINER INCHAUSTI y MORA ENGUÍDANOS (1995), se recoge una amplia relación de trabajos sobre el tema.

(10) En Alemania los anuncios de beneficios suelen preceder a los anuncios de dividendos.

CUADRO 4
**CONCLUSIONES OBTENIDAS DE LOS ESTUDIOS EMPÍRICOS QUE ANALIZAN
 EL EFECTO ANUNCIO DE LOS DIVIDENDOS**

CONCLUSIONES OBTENIDAS	ESTUDIOS EMPÍRICOS
El anuncio de inicio de pago de dividendos provocan rendimientos anormales positivos.	ASQUITH y MULLINS (1983) DIELMAN y OPPENHEIMER (1984) BENESH, KEOWN y PINKERTON (1984) HEALY y PALEPU (1988) BORN (1988) JOHN y LANG (1991) MICHAELY, THALER y WOMACK (1995)
El anuncio de omisión de pago de dividendos provoca rendimientos anormales negativos ¹ .	DIELMAN y OPPENHEIMER (1984) BENESH, KEOWN y PINKERTON (1984) HEALY y PALEPU (1988) SANT y COWAN (1994) MICHAELY, THALER y WOMACK (1995)
Un aumento en el dividendo ordinario repartido por la empresa provoca un efecto positivo, mientras que una disminución tiene un efecto negativo.	CHAREST (1978) AHARONY y SWARY (1980) KWAN (1981) WOOLRIDGE (1982) WOOLRIDGE (1983) DIELMAN y OPPENHEIMER (1984) BENESH, KEOWN y PINKERTON (1984) EADES, HESS y KIM (1985) JOHN y WILLIAMS (1985) BAJAJ y VIJH (1990) DENIS, DENIS y SARIN (1994) AMIHUD y MURGIA (1997) ²
El cambio inesperado en los dividendos da lugar a que los analistas revisen sus previsiones sobre los beneficios futuros de tales empresas.	OFER y SIEGEL (1987) SANT y COWAN (1994) DENIS, DENIS y SARIN (1994)
El anuncio de un incremento de los dividendos transmite más información positiva que el anuncio de un reparto de dividendos especiales (dividendos extras, etc.) ³ .	BRICKLEY (1983)

FUENTE: Elaboración propia.

¹ GHOSH y WOOLRIDGE (1991:328) afirman que los precios de las acciones reaccionan ante el primer anuncio de omisión de dividendos, pero no ante el segundo y posteriores anuncios, pues no aportan nueva información. Por su parte, BESSLER y NOHEL (1996:1505) obtuvieron que las omisiones de dividendos afectan más a los bancos que a las empresas no financieras, siendo ese efecto mayor para los grandes bancos.

² AMIHUD y MURGIA (1997) realizaron su estudio sobre el mercado alemán, obteniendo las mismas conclusiones que se habían obtenido en los estudios sobre el mercado norteamericano.

³ JAYARAMAN y SHASTRI (1988:312) observaron que el anuncio de reparto de dividendos especiales afecta positivamente al precio de las acciones, pero el precio de los bonos no se ve afectado y que, cuanto mayor es la frecuencia con la que se anuncia el reparto de estos dividendos especiales, menor es la información que transmiten.

CONCLUSIONES OBTENIDAS

Un incremento de dividendos en empresas maduras o en declive se convierte en una «buena noticia» (porque se considera que no poseen buenas oportunidades de inversión), pero es una «mala noticia» para empresas en crecimiento, pues deberían retener beneficios, porque ellas sí tienen buenas oportunidades de inversión.

ESTUDIOS EMPÍRICOS

AMBARISH, JOHN y WILLIAMS (1987)
LANG y LITZENBERGER (1989)
JOHN y LANG (1991)

En este sentido, HEALY y PALEPU (1988:173) observaron que los inversores interpretan los anuncios de inicio o de omisión de reparto de dividendos como un pronóstico de los cambios futuros que sufrirán los beneficios y comprobaron que los anuncios de inicio de pago de dividendos van acompañados de incrementos futuros en los beneficios y las omisiones, de disminuciones en los mismos. Cuando se anuncian los cambios en los beneficios, la reacción del mercado es menor de lo que es usual, debido a que la noticia ha sido parcialmente anticipada por el anuncio de dividendos.

STICKEL (1991:402, 415), tras realizar su estudio, concluye que el precio de las acciones se ve afectado por las revisiones que hacen los analistas sobre las perspectivas futuras de los beneficios de la empresa, hallándose el efecto que sufren los precios en función de la magnitud de la revisión que se realice(11).

6.- El anuncio de recompra de acciones

La recompra de acciones es otra alternativa, además de los dividendos, que la empresa puede utilizar para remunerar a los accionistas; ya se realice ésta a través de negociación privada, compras en el mercado secundario u ofertas públicas de compra de acciones(12).

La recompra de acciones provoca efectos positivos sobre el precio de las acciones al comunicar información favorable sobre las perspectivas futuras de la empresa, al mismo tiempo que indica que las acciones están infravaloradas. Los estudios

empíricos permiten obtener una serie de conclusiones que se presentan en el *Cuadro 5*.

PERSONS (1997:245) considera que la recompra de acciones es una señal más efectiva que otro tipo de señales como pueden ser los dividendos, y por ello la recompra de acciones produce un mayor incremento en el precio de las acciones que el que provocan los dividendos. Así, la recompra de acciones se utiliza cuando existen grandes asimetrías informativas, y los dividendos cuando las asimetrías informativas son pequeñas.

Existen otras alternativas para remunerar a los accionistas, aparte de la recompra de acciones, como son los dividendos en forma de acciones y la división de acciones. GRINBLATT, MASULIS y TITMAN (1984:461) encontraron, en ambos casos, que su utilización provocaba efectos positivos sobre el precio de las acciones, mayores para los dividendos en forma de acciones que para la división de acciones.

ASQUITH, HEALY y PALEPU (1989:387, 402) llegan a la conclusión de que antes de que se efectúe el anuncio de una división de acciones, el mercado interpreta los incrementos en los beneficios como un hecho temporal, pero la realización de dicho anuncio hace que los inversores consideren que los incrementos pasados de los beneficios son permanentes; por lo tanto, la división de acciones transmite información sobre los beneficios. MCNICHOLS y DRAVID (1990:857) encontraron evidencia de que las empresas señalan la información acerca de la evolución futura de los beneficios mediante la elección del factor de *split*. Por otro lado, BRENNAN y

(11) La misma conclusión fue obtenida, anteriormente por CORNELL y LANDSMAN (1989:691).

(12) Las ofertas públicas de compra de acciones suponen mayores volúmenes de negociación y, por lo tanto, es de esperar que sean las que tienen mayor efecto sobre el valor de la empresa, además de ser aquellas sobre las que se posee mayor información. De ahí que los estudios sobre la recompra de acciones se suelen centrar, en gran medida, en ellas (MASULIS, 1980:305; DANN, 1981:118), pero también hay estudios relativos a recompras realizadas en el mercado secundario (VERMAELEN, 1981:139; COMMENT y JARRELL, 1991:1243; IKENBERRY, LAKONISHOK y VERMAELEN, 1995:181).

CUADRO 5
**CONCLUSIONES OBTENIDAS DE LOS ESTUDIOS EMPÍRICOS QUE ANALIZAN
 EL EFECTO DE LA RECOMPRA DE ACCIONES**

CONCLUSIONES OBTENIDAS	ESTUDIOS EMPÍRICOS
La recompra de acciones produce rendimientos anormales positivos sobre el precio de las acciones ¹ .	MASULIS (1980) DANN (1981) VERMAELEN (1981) COMMENT y JARRELL (1991) IKENBERRY, LAKONISHOK y VERMAELEN (1995)
La señalización positiva es debida a que se comunica información favorable acerca de las perspectivas futuras de la empresa, además de indicar que las acciones están infravaloradas ² .	COMMENT y JARRELL (1991)
Los precios de las acciones reaccionan con más fuerza ante la recompra de acciones que al reparto de dividendos. Esta mayor reacción es debida, entre otros aspectos, al menor peso fiscal que tienen las recompras de acciones frente a los dividendos, al ser consideradas como ganancias de capital.	OFER y THAKOR (1987)
La recompra de acciones también tiene efectos positivos sobre la deuda convertible, pero su efecto es nulo sobre la deuda no convertible.	MASULIS (1980) DANN (1981)

FUENTE: Elaboración propia.

¹ VERMAELEN (1981:179) afirma que las empresas que recompran sus acciones experimentan un incremento permanente en las cotizaciones de sus acciones en el mercado.

² Esta infravaloración es lo que provoca que resulte menos costoso la recompra de acciones que el reparto de dividendos para conseguir el mismo efecto sobre el valor de la empresa (OFER y THAKOR, 1987:367).

HUGHES (1991:1665) afirman que los directivos con información privada favorable acerca de la empresa tienen un incentivo para realizar un *split* de acciones con el fin de revelar esa información a los inversores.

PILOTTE y MANUEL (1996:111, 126) llegaron a la conclusión de que el mercado usa la experiencia obtenida de *splits* anteriores para interpretar los próximos *splits*; es decir, que el mercado basándose en los cambios en los beneficios que se produjeron después de los anteriores *splits* realizados, determina la evolución en los beneficios que se van a producir después del *split* actual.

7.- La participación de los directivos en la propiedad de la empresa

El hecho de que los directivos participen en la propiedad de la empresa y los posteriores aumentos o disminuciones en su nivel de participación, ha sido objeto de estudio en distintos trabajos, de los cuales podemos extraer como conclusiones más significativas las siguientes:

a) La participación de los directivos en el capital contribuye a que disminuya la distancia entre los intereses perseguidos por accionistas y directivos (AGRAWAL y MANDELKER, 1987:831). Ahora bien, no siempre es beneficioso que los

directivos sean accionistas, pues como señala STULZ (1988:25), cuanto mayores son los derechos de voto de los directivos más perjudicados se verán los accionistas, además de verse afectado el valor de la empresa, sus políticas de financiación y disminuidas las probabilidades de que tenga éxito una oferta de toma de control. En esta línea, MORCK, SHLEIFER y VISHNY (1988:302) comentan que los intereses de accionistas y directivos están muy próximos cuando los directivos tienen una participación pequeña en la empresa, pero a medida que aumenta la participación la distancia entre los intereses comunes también se incrementa.

b) Esta participación de los directivos puede ser considerada una señal informativa que transmite información privada al mercado, afectando a la interpretación que los inversores realizan de otras decisiones de la empresa como pueden ser los anuncios de emisión de acciones (BRADFORD, 1987:1245; JOHN y MISHRA, 1990:835). LELAND y PYLE (1977:372) llegan a la conclusión de que el hecho de que un empresario esté dispuesto a invertir en su propio proyecto puede servir como señal de la calidad del mismo, debido a que él es el que posee una mayor información sobre dicho proyecto; opinión compartida también por otros autores como DOWNES y HEINKEL (1982:9).

c) Las operaciones que realicen los directivos que participan en la propiedad de la empresa pueden afectar a otras decisiones de la firma. Así, una disminución del número de acciones en poder de los directivos provoca un efecto negativo en el valor de la empresa (MASULIS y KORWAR, 1986:116). Si esa venta se produce durante el período en que se está haciendo una nueva emisión, la caída del precio de las acciones es más elevada que en otras ocasiones (BRADFORD, 1987:1258). En este sentido, este autor considera que los incrementos y decrementos en el precio de las acciones están más relacionados con las compras y ventas de acciones realizadas por los directivos, que con los incrementos o decrementos en la proporción de acciones que poseen éstos. DATTA e ISKANDAR-DATTA (1996:555) encontraron que tanto el mercado de bonos (convertibles y no convertibles) como el de acciones se ven afectados por las operaciones con acciones que realicen los directivos; en el caso de venta ambos mercados experimentan una reacción negativa que se convierte en positiva en caso de compra.

AMIHUD, LEV y TRAVLOS (1990:614) concluyen que la emisión de acciones por empresas en las que los directivos tenían más del 5% del capital no provoca rendimientos anormales estadísticamente significativos (en las empresas con una participación directiva inferior al 5% los rendimientos obtenidos fueron negativos y significativos). Ello es debido a que los inversores interpretaban que si los directivos acudían a esta fuente de financiación a pesar de los costes que supone para ellos (posibilidad de perder el control, etc.), es porque el valor futuro de la empresa no iba a sufrir una disminución.

Las actividades de compra y venta de los directivos pueden afectar también al efecto anuncio de los dividendos, provocando que el anuncio de inicio de reparto de dividendos no sea siempre una buena noticia. JOHN y LANG (1991:1382) observaron que si los directivos vendían parte de sus acciones antes del anuncio del inicio de reparto de dividendos la respuesta del mercado era menor que cuando no se producía esa venta, llegando incluso a ser negativa.

8.- Conclusiones

La literatura financiera ofrece a través de numerosos trabajos suficiente información como para afirmar que las decisiones financieras adoptadas por una empresa tienen contenido informativo, afectando al valor de la empresa en el mercado, de forma positiva o negativa, según como tal decisión sea interpretada por los inversores.

En este trabajo se realiza una revisión del papel desempeñado por las decisiones financieras como señales informativas, concretamente se estudia el contenido informativo del anuncio por parte de la empresa de proceder a realizar ampliaciones de capital, emisión de nueva deuda, cambios en la estructura de capital, reparto de dividendos, recompra de acciones, así como el hecho de que los directivos participen en la propiedad de la empresa.

Tras los estudios analizados se obtienen una serie de conclusiones que se presentan resumidas en dos cuadros (*Cuadro 6* y *Cuadro 7*), haciendo el primero referencia a los anuncios que provocan un efecto negativo sobre el precio de las acciones, mientras que el segundo, recoge aquellos anuncios que producen un efecto positivo sobre dicho precio.

CUADRO 6
ANUNCIOS QUE TIENEN UN EFECTO
NEGATIVO SOBRE EL PRECIO
DE LAS ACCIONES

-
- 1º Emisión de acciones
 - 2º Reducción y no renovación de deuda bancaria
 - 3º Emisión de deuda convertible
 - 4º La conversión forzada o voluntaria de la deuda convertible
 - 5º Cambio de títulos que disminuyan el endeudamiento
 - 6º Disminuciones u omisiones del pago de dividendos
 - 7º Incrementos en los dividendos en empresas en crecimiento
 - 8º Realización de nuevas inversiones en empresas en declive
 - 9º Venta de los directivos de parte de su paquete de acciones de la empresa
-

FUENTE: Elaboración propia.

CUADRO 7
ANUNCIOS QUE TIENEN UN EFECTO
POSITIVO SOBRE EL PRECIO
DE LAS ACCIONES

-
- 1º Emisiones privadas de acciones
 - 2º Concesión y renovación de préstamos bancarios
 - 3º Colocaciones privadas de deuda convertible
 - 4º Cambio de títulos que aumenten el endeudamiento
 - 5º Inicio o incremento en el pago de dividendos
 - 6º Incrementos de dividendos en empresas maduras o en declive
 - 7º Realización de nuevas inversiones en empresas en crecimiento
 - 8º Recompra de acciones
 - 9º Entrega de dividendos en forma de acciones
 - 10º División de acciones
 - 11º Participación de los directivos en los nuevos proyectos de la empresa
 - 12º Compra de acciones de la empresa por parte de los directivos
-

FUENTE: Elaboración propia.

BIBLIOGRAFÍA

AGRAWAL, A. y MANDELKER, G.N.: «Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 42. Septiembre. Págs. 823-837. 1987.

- AHARONY, J. y SWARY, I.: «Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis». *The Journal of Finance*, nº 1. Vol. 35. Marzo. Págs. 1-12. 1980.
- AMBARISH, R.; JOHN, K. y WILLIAMS, J.: «Efficient Signalling with Dividends and Investments». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 42. Junio. Págs. 321-343. 1987.
- AMIHUD, Y.; LEV, B. y TRAVLOS, N.G.: «Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 45. Junio. Págs. 603-616. 1990.
- AMIHUD, Y. y MURGIA, M.: «Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany». *The Journal of Finance*, nº 1. Vol. 52. Marzo. Págs. 397-408. 1997.
- ASQUITH, P. y MULLINS, D.W. Jr.: «The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth». *Journal of Business*, nº 1. Vol. 56. Págs. 77-96. 1983.
- «Equity Issues and Offering Dilution». *Journal of Financial Economics*. Vol. 15. Págs. 61-89. 1986.
- ASQUITH, P.; HEALY, P. y PALEPU, K.: «Earnings and Stock Splits». *The Accounting Review*, nº 3. Vol. 64. Julio. Págs. 387-403. 1989.
- BAJAJ, M. y VIJH, A.M.: «Dividend Clientele and the Information Content of Dividend Changes». *Journal of Financial Economics*. Vol. 26. Págs. 193-219. 1990.
- BARCLAY, M.J. y LITZENBERGER: «Announcement Effects of New Equity Issues and the Use of Intraday Price Data». *Journal of Financial Economics*. Vol. 21. Págs. 71-99. 1988.
- BERNARTZI, S.; MICHAELY, R. y THALER, R.: «Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?». *The Journal of Finance*, nº 3. Vol. 52. Julio. Págs. 1007-1034. 1997.
- BENESH, G.A.; KEOWN, A.J. y PINKERTON, J.M.: «An Examination of Market Reaction to Substantial Shifts in Dividend Policy». *The Journal of Financial Research*, nº 2. Vol. 7. Verano. Págs. 131-142. 1984.
- BESSLER, W. y NOHEL, T.: «The Stock-Market Reaction to Dividend Cuts and Omissions by Commercial Banks». *Journal of Banking & Finance*. Vol. 20. Págs. 1485-1508. 1996.
- BHATTACHARYA, S.: «Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy». *The Bell Journal of Economics*, nº 1. Vol. 10. Págs. 259-270. 1979.
- BILLET, M.T.; FLANNERY, M.J. y GARFINKEL, J.A.: «The Effect of Lender Identity on a Borrowing Firm's Equity Return». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 50. Junio. Págs. 699-718. 1995.
- BORN, J.A.: «Insider Ownership and Signals: Evidence from Dividend Initiation Announcement Effects». *Financial Management*. Primavera. Págs. 38-45. 1988.
- BRADFORD, W.D.: «The Issue Decision of Manager-Owners under Information Asymmetry». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 42. Diciembre. Págs. 1245-1260. 1987.
- BRENNAN, M.J. y HUGHES, P.J.: «Stock Prices and the Supply of Information». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 46. Diciembre. Págs. 1665-1691. 1991.

- BRICKLEY, J.A.: «Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend». *Journal of Financial Economics*. Vol. 12. Págs. 187-209. 1983.
- BROUS, P.A.: «Common Stock Offerings and Earnings Expectations: A Test of the Release of Unfavorable Information». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 47. Septiembre. Págs. 1517-1536. 1992.
- CHAREST, G.: «Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency-II». *Journal of Financial Economics*. Vol. 6. Págs. 297-330. 1978.
- COMMENT, R. y JARRELL, G.A.: «The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases». *The Journal of Finance*, nº 4, Vol. 46. Septiembre. Págs. 1243-1271. 1991.
- COPELAND, T.E. y LEE, W.H.: «Exchange Offers and Stock Swaps - New Evidence». *Financial Management*. Vol. 20. Otoño. Págs. 34-48. 1991.
- CORNELL, B. y LANDSMAN, W.R.: «Security Price Response to Quarterly Earnings Announcements and Analysts' Forecast Revisions». *The Accounting Review*, nº 4. Vol. 64. Octubre. Págs. 680-692. 1989.
- CORNETT, M.M. y TRAVLOS, N.G.: «Information Effects Associated with Debt-for-Equity and Equity-for-Debt Exchange Offers». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 44. Junio. Págs. 451-468. 1989.
- DANN, L.Y.: «Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders». *Journal of Financial Economics*. Vol. 9. Págs. 113-138. 1981.
- DANN, L.Y. y MIKKELSON, W.H.: «Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information: Some New Evidence». *Journal of Financial Economics*. Vol. 13. Págs. 157-186. 1984.
- DATTA, S. y ISKANDAR-DATTA, M.E.: «Does Insider Trading Have Information Content for the Bond Market?». *Journal of Banking & Finance*. Vol. 20. Págs. 555-575. 1996.
- DAVIDSON, W.N. III; GLASCOCK, J.L. y SCHWARZ, T.V.: «Signaling with Convertible Debt». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 3. Vol. 30. Septiembre. Págs. 425-440. 1995.
- DENIS, D.J.: «Investment Opportunities and the Market Reaction to Equity Offerings». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 2. Vol. 29. Junio. Págs. 159-177. 1994.
- DENIS, D.J.; DENIS, D.K. y SARIN, A.: «The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividen Clienteles». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 4. Vol. 29. Diciembre. Págs. 567-587. 1994.
- DIELMAND, T.E. y OPPENHEIMER, H.R.: «An Examination of Investor Behavior during Periods of Large Dividend Changes». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 2. Vol. 19. Junio. Págs. 197-216.
- DOWNES, D.H. y HEINKEL, R.: «Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues». *The Journal of Finance*, nº 1. Vol. 37. Marzo. Págs. 1-10. 1982.
- EASTERBROOK, F.H.: «Two Agency-Cost Explanations of Dividends». *The American Economic Review*, nº 4. Vol. 74. Septiembre. Págs. 650-659. 1984.
- EADES, K.M.; HESS, P.J. y KIM, E.H.: «Market Rationality and Dividend Announcements». *Journal of Financial Economics*. Vol. 14. Págs. 581-604. 1985.
- ECKBO, B.E.: «Valuation Effects of Corporate Debt Offerings». *Journal of Financial Economics*. Vol. 15. Págs. 119-151. 1986.
- FIELDS, L.P. y MAIS, E.L.: «The Valuation Effects of Private Placements of Convertible Debt». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 46. Diciembre. Págs. 1925-1932. 1991.
- GHOSH, C. y WOOLRIDGE, J.R.: «Dividend Omissions and Stock Market Rationality». *Journal of Business, Finance & Accounting*, nº 3. Vol. 18. Abril. Págs. 315-330. 1991.
- GINER INCHAUSTI, B. y MORA ENGUIÑANOS, A.: «Análisis crítico de la eficiencia del mercado de capitales en relación con la información contable». *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 144. Marzo. Págs. 75-122. 1995.
- GRINBLATT, M.S.; MASULIS, R.W. y TITMAN, S.: «The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends». *Journal of Financial Economics*. Vol. 13. Págs. 461-490. 1984.
- HANDJINICOLAOU, G. y KALAY, A.: «Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders around Dividend Announcements». *Journal of Financial Economics*. Vol. 13. Págs. 35-63. 1984.
- HARRIS, M. y RAVIV, A.: «A Sequential Signalling Model of Convertible Debt Call Policy». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 40. Diciembre. Págs. 1263-1281. 1985.
- «Capital Structure and the Informational Role of Debt». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 45. Junio. Págs. 321-349. 1990.
- HEALY, P. y PALEPU, K.G.: «Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions». *Journal of Financial Economics*. Vol. 21. Págs. 149-175. 1988.
- HEINKEL, R.: «A Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 37. Diciembre. Págs. 1141-1150. 1982.
- HERTZEL, M. y SMITH, R.L.: «Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 48. Junio. Págs. 459-485. 1993.
- HULL, R.M. y MOELLENBERNDT, R.: «Bank Debt Reduction Announcements and Negative Signaling». *Financial Management*, nº 2. Vol. 23. Verano. Págs. 21-30. 1994.
- IKENBERRY, D.; LAKONISHOK, J. y VERMAELEN, T.: «Market Underreaction to Open Market Share Repurchases». *Journal of Financial Economics*. Vol. 39. Págs. 181-208. 1995.
- JAMES, C.: «Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans». *Journal of Financial Economics*. Vol. 19. Págs. 217-235. 1987.
- JAMES, C. y WIER, P.: «Borrowing Relationships, Intermediation, and the Cost of Issuing Public Securities». *Journal of Financial Economics*. Vol. 28. Págs. 149-171. 1990.

- JANJIGIAN, V.: «The Leverage Changing Consequences of Convertible Debt Financing». *Financial Management*. Vol. 16. Otoño. Págs. 15-21. 1987.
- JAYARAMAN, N. y SHASTRI, K.: «The Valuation Impacts of Specially Designated Dividends». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 3. Vol. 23. Septiembre. Págs. 301-312. 1988.
- JENSEN, G.R. y JOHNSON, J.M.: «The Dynamics of Corporate Dividend Reductions». *Financial Management*, nº 4. Vol. 24. Invierno. Págs. 31-51. 1995.
- JOHN, K. y LANG, L.H.P.: «Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 46. Septiembre. Págs. 1361-1389. 1991.
- JOHN, K. y MISHRA, B.: «Information Content of Insider Trading Around Corporate Announcements: The Case of Capital Expenditures». *The Journal of Finance*, nº 3. Vol. 45. Julio. Págs. 835-855. 1990.
- JOHN, K. y WILLIAMS, J.: «Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 40. Septiembre. Págs. 1053-1069. 1985.
- JOHNSON, S.A.: «Dividend Payout and the Valuation Effects of Bond Announcements». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 3. Vol. 30. Septiembre. Págs. 407-423. 1995.
- KALAY, A.: «Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 4. Vol. 15. Noviembre. Págs. 855-869. 1980.
- KALAY, A. y SHIMRAT, A.: «Firm value and Seasoned Equity Issues: Price Pressure, Wealth Redistribution, or Negative Information». *Journal of Financial Economics*. Vol. 19. Págs. 109-126. 1987.
- KANE, A.; LEE, Y.K. y MARCUS, A.: «Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 39. Septiembre. Págs. 1091-1099. 1984.
- KAO, C. y WU, C.: «Tests of Dividend Signaling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach». *Journal of Business*, nº 1. Vol. 67. Págs. 45-68. 1994.
- KATO, K. y SCHALLHEIM, J.: «Public and Private Placement of Seasoned Equity Issues in Japan». *The Journal of Finance*. Vol. 48. Págs. 1102-1103. 1993.
- KIM, Y.O.: «Informative Conversion Ratios: A Signalling Approach». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 2. Vol. 25. Junio. Págs. 229-243. 1990.
- KIM, Y.C. y STULZ, R.M.: «The Eurobond Market and Corporate Financial Policy: A Test of the Clientele Hypothesis». *Journal of Financial Economics*. Vol. 22. Págs. 189-205. 1988.
- KWAN, C.C.Y.: «Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 2. Vol. 16. Junio. Págs. 193-205. 1981.
- LANG, L.H.P. y LITZENBERGER, R.H.: «Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis». *Journal of Financial Economics*. Vol. 24. Págs. 181-191. 1989.
- LELAND, H.E. y PYLE, D.H.: «Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 32. Mayo. Págs. 371-387. 1977.
- LINN, S.C. y PINEGAR, J.M.: «The Effect of Issuing Preferred Stock on Common and Preferred Stockholder Wealth». *Journal of Financial Economics*. Vol. 22. Págs. 155-184. 1988.
- LINTNER, J.: «Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes». *American Economic Review*, nº 2. Vol. 46. Págs. 97-113. 1956.
- LOBO, G.J.; NAIR, R.D. y SONG, I.M.: «Additional Evidence on the Information Content of Dividends». *Journal of Business Finance & Accounting*, nº 4. Vol. 13. Págs. 597-608. 1986.
- LODERER, C.F. y MAUER, D.C.: «Corporate Dividends and Seasoned Equity Issues: An Empirical Investigation». *The Journal of Finance*, nº 1. Vol. 47. Marzo. Págs. 201-225. 1992.
- LUCAS, D.J. y McDONALD, R.L.: «Equity Issues and Stock Price Dynamics». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 45. Septiembre. Págs. 1019-1043. 1990.
- LUMMER, S.L. y MCCONNELL, J.J.: «Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-Market Response to Bank Loan Agreements». *Journal of Financial Economics*. Vol. 25. Págs. 99-122. 1989.
- MARSH, P.: «The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study». *The Journal of Finance*, nº 1. Vol. 37. Marzo. Págs. 121-144. 1982.
- MASULIS, R.W.: «Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 35. Mayo. Págs. 305-319. 1980.
- «The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates». *The Journal of Finance*, nº 1. Vol. 38. Marzo. Págs. 107-126. 1983.
- MASULIS, R.W. y KORWAR, A.N.: «Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation». *Journal of Financial Economics*. Vol. 15. Págs. 91-118. 1986.
- McNICHOLS, M. y DRAVID, A.: «Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling». *The Journal of Finance*, nº 3. Vol. 45. Julio. Págs. 857-879. 1990.
- MENÉNDEZ PLANS, C. y GUERRERO BONED, S.: «La controversia sobre la política de dividendos: revisión y síntesis». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 80. Vol. 23. Julio-septiembre. Págs. 793-816. 1994.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S.: «Panorámica sobre la utilidad de las decisiones financieras de la empresa como señales informativas». *Información Comercial Española*, nº 746. Octubre. Págs. 118-138. 1995.
- MICHAELY, R.; THALER, R.H. y WOMACK, K.L.: «Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 50. Junio. Págs. 573-608. 1995.
- MICKELSON, W.H.: «Convertible Calls and Security Returns». *Journal of Financial Economics*. Vol. 9. Págs. 237-264. 1981.

- MIKKELSON, W.H. y PARTCH, M.M.: «Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process». *Journal of Financial Economics*. Vol. 15. Págs. 31-60. 1986.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W.: «Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis». *Journal of Financial Economics*. Vol. 20. Págs. 293-315. 1988.
- MYERS, S.C. y MAILUF, N.S.: «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have». *Journal of Financial Economics*. Vol. 13. Págs. 187-221. 1984.
- NARAYANAN, M.P.: «Debt versus Equity under Asymmetric Information». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 1. Vol. 23. Marzo. Págs. 39-51. 1988.
- NOE, T.H.: «Capital Structure and Signaling Game Equilibria». *The Review of Financial Studies*, nº 4. Vol. 1. Págs. 331-355. 1988.
- OFER, A.R. y NATARAJAN, A.: «Convertible Call Policies: An Empirical Analysis of an Information-Signaling Hypothesis». *Journal of Financial Economics*. Vol. 19. Págs. 91-108. 1987.
- OFER, A.R. y SIEGEL, D.R.: «Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 42. Septiembre. Págs. 889-911. 1987.
- OFER, A.R. y THAKOR, A.V.: «A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 42. Junio. Págs. 365-394. 1987.
- PERSONS, J.C.: «Heterogeneous Shareholders and Signaling with Share Repurchases». *Journal of Corporate Finance*. Vol. 3. Págs. 221-249. 1997.
- PETTIT, R.R.: «Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 27. Diciembre. Págs. 993-1007. 1972.
- PILOTTE, E. y MANUEL, T.: «The Market's Response to Recurring Events: The Case of Stock Splits». *Journal of Financial Economics*. Vol. 41. Págs. 111-127. 1996.
- PINEGAR, J.M. y LEASE, R.C.: «The Impact of Preferred-for-Common Exchange Offers on Firm Value». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 41. Septiembre. Págs. 795-814. 1986.
- RAVID, S.A. y SARIG, O.H.: «Financial Signalling by Committing to Cash Outflows». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 2. Vol. 26. Junio. Págs. 165-180. 1991.
- ROSS, S. A.: «The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach». *The Bell Journal of Economics*. Vol. 8. Págs. 23-40. 1977.
- SANT, R. y COWAN, A.R.: «Do Dividends Signal Earnings? The Case of Omitted Dividends». *Journal of Banking & Finance*. Vol. 18. Págs. 1113-1133. 1994.
- SHAH, K.: «The Nature of Information Conveyed by Pure Capital Structure Changes». *Journal of Financial Economics*. Vol. 36. Págs. 89-126. 1994.
- SHYAM-SUNDER, L.: «The Stock Price Effect of Risky versus Safe Debt». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 4. Vol. 26. Diciembre. Págs. 549-558. 1991.
- SLOVIN, M.B.; JOHNSON, S.A. y GLASCOCK, J.L.: «Firm Size and the Information Content of Bank Loan Announcements». *Journal of Banking and Finance*. Vol. 16. Págs. 1057-1071. 1992.
- SLOVIN, M.B.; SUSHKA, M.E. y HUDSON, C.D.: «Corporate Commercial Paper, Note Issuance Facilities, and Shareholder Wealth». *Journal of International Money and Finance*. Vol. 7. Págs. 289-302. 1988.
- SLOVIN, M.B. y YOUNG, J.E.: «Bank Lending and Initial Public Offerings». *Journal of Banking and Finance*. Vol. 14. Págs. 729-740. 1990.
- SMITH, C.W. Jr.: «Investment Banking and the Capital Acquisition Process». *Journal of Financial Economics*. Vol. 15. Págs. 3-29. 1986.
- STEIN, J.C.: «Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing». *Journal of Financial Economics*. Vol. 32. Págs. 3-21. 1992.
- STICKEL, S.E.: «Common Stock Returns Surrounding Earnings Forecast Revisions: More Puzzling Evidence». *The Accounting Review*, nº 2. Vol. 66. Abril. Págs. 402-416. 1991.
- STULZ, R.M.: «Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control». *Journal of Financial Economics*. Vol. 20. Págs. 25-54. 1988.
- SZEWECZYK, S.H.: «The Intra-Industry Transfer of Information Inferred from Announcements of Corporate Security Offerings». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 47. diciembre. Págs. 1935-1945. 1992.
- TANG, A.P. y SINGER, R.F.: «Valuation Effect of Issuing Nonsubordinated versus Subordinated Debt». *The Journal of Financial Research*, nº 1. Vol. 16. Primavera. Págs. 11-21. 1993.
- TÚA PEREDA, J.: *La investigación empírica en contabilidad. La hipótesis de eficiencia del mercado*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid. 1991.
- VERMAELEN, T.: «Common Stock Repurchases and Market Signalling». *Journal of Financial Economics*. Vol. 9. Págs. 139-183. 1981.
- WATTS, R.: «The Information Content of Dividends». *The Journal of Business*. Págs. 191-211. 1973.
- WOOLRIDGE, J.R.: «The Information Content of Dividend Changes». *The Journal of Financial Research*, nº 3. Vol. 5. Págs. 237-247. 1982.
- «Dividend Changes and Security Prices». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 38. Diciembre. Págs. 1607-1615. 1983.
- WRUCK, K.H.: «Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings». *Journal of Financial Economics*. Vol. 23. Págs. 3-28. 1989.