



Política de Dividendos

2007

Andrés Kettlun

Política de Dividendos

- El objetivo de este capítulo es aprender cómo determinan las empresas su política de dividendos. Nos interesará discutir si esta política afecta de alguna manera el valor de la empresa y de las acciones.
- Existe una interrelación entre la política de dividendos y las decisiones de inversión y de financiamiento.
 - Por ejemplo, una empresa que tiene muchos proyectos de inversión pagará bajos dividendos para reinvertir las utilidades de la empresa.
 - Otra empresa podría financiar los proyectos con endeudamiento, lo que liberará fondos para pagar dividendos.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Política de Dividendos

- Si se fijan las políticas de inversión y financiamiento, un aumento del dividendo debe financiarse mediante emisión de nuevas acciones.
- Bajo estas condiciones, existirá un tradeoff entre las utilidades retenidas por un lado y el pago de dividendos y emisión de nuevas acciones por el otro.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Distintas Formas de Dividendos

- Se entiende en general un dividendo como una distribución *en efectivo* de las utilidades de una empresa.
- No obstante, una sociedad anónima abierta podrá pagar los dividendos con acciones de la misma sociedad. Esto se denomina *dividendo en acciones*.
- También existe la posibilidad de efectuar una *división de acciones*, en donde se incrementa el número de acciones en circulación.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Distintas Formas de Dividendos

- Un *dividendo regular* es aquel que la junta estima que se puede mantener en el futuro.
- Un *dividendo especial o extra* es aquel que es improbable que se repita.
- En el caso chileno, el principal cuerpo regulatorio en esta materia es la Ley Nº 18.046 de Sociedades Anónimas.
- Esta ley estipula, a diferencia de otros países, que toda sociedad anónima abierta debe distribuir a lo menos el 30% de sus utilidades, lo que denomina *dividendo mínimo obligatorio*. Este dividendo debe ser pagado en efectivo.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Distintas Formas de Dividendos

- Los montos pagados por sobre el 30% se denominan *dividendos adicionales*.
- También se establece que, bajo responsabilidad personal de los directores, se podrá determinar *dividendos provisorios*.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007



Mecanismo de Pago de Dividendos

- La distribución de utilidades de cada ejercicio, y en particular el pago de dividendos, se declara en la junta ordinaria de accionistas.
- Tienen derecho a los dividendos los accionistas inscritos en el registro respectivo en la fecha de cierre.
- Para ser un accionista registrado, se debe haber comprado la acción cinco días hábiles antes del cierre. Esta fecha se denomina "ex-dividendo".
- El pago de los dividendos mínimos obligatorios se deberá efectuar a los treinta días de la junta que aprobó la distribución de utilidades del ejercicio.
- Los dividendos adicionales se hará en la fecha que determine el acuerdo.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Mecanismo de Pago de Dividendos

■ Ejemplo:

Marzo 14	Marzo 25	Marzo 26	Abril 1	Abril 15
Fecha de declaración	Fecha con dividendo	Fecha ex-dividendo	Fecha de cierre	Fecha de Pago

- La fecha ex-dividendo es importante porque la persona que compre la acción antes de esa fecha recibirá el dividendo, mientras que quien la compre en la fecha ex-dividendo o después no lo recibirá.
- El precio de la acción debería caer en la fecha ex-dividendo.

$P_{(P+D)}$ ("cum-dividendo") ↘ P ("ex-dividendo")

- En mercados perfectos, el monto de la caída es el dividendo. En la práctica es menor debido a los impuestos.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Pago de Dividendos en Efectivo

- Los dividendos se pagarán exclusivamente de las utilidades líquidas del ejercicio, o de las retenidas, provenientes de balances aprobados por la junta de accionistas. La ley prohíbe que se paguen dividendos a cuenta del capital social de la empresa.
- Si la empresa tiene pérdidas en un ejercicio, deben ser absorbidas en primer lugar con las utilidades retenidas.
- Los dividendos deberán pagarse en efectivo. En el caso de los dividendos por sobre los mínimos obligatorios la sociedad podrá ofrecer la opción a los accionistas de pagarse en acciones.
- Los dividendos no reclamados por los accionistas en un plazo de 5 años, pasarán a propiedad del Cuerpo de Bomberos de Chile.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Pago de Dividendos en Acciones y División de Acciones

- El pago de dividendo en acciones consiste en distribuir acciones adicionales a los accionistas. Las utilidades retenidas se dejan en la empresa para realizar inversiones.
- Por ejemplo, un dividendo de 10% en acciones significa que se debería entregar 1 acción por cada 10 que posee el accionista.
- Un dividendo en acciones aumenta el número de acciones en circulación. Como los activos de la empresa no cambian debido a la transacción, se reduce el valor de cada acción.
- Una división de acciones incrementa el número de acciones en circulación. Por ejemplo, si se declara una división de 3:1, se entregará al accionista tres acciones por cada una que posea. Si el precio original de cada acción era \$90, luego de esta división caería a cerca de \$30.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Modelo de Lintner

- A mediados de los '50, John Lintner realizo un estudio para determinar como los directores de empresas fijaban sus políticas de dividendos. Descubrió cuatro puntos claves:
 - Las empresas tienen una tasa objetivo de largo plazo, que determina que parte de las utilidades se paga como dividendos.
 - Los directivos tienden a centrarse más en los cambios en los dividendos que en sus niveles absolutos.
 - Los cambios en los dividendos obedecen a fluctuaciones de largo plazo del nivel de utilidades sostenibles, y no a sus fluctuaciones de corto plazo.
 - Los directivos son reacios a hacer cambios en los dividendos que son probables de ser revertidos en el futuro.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Modelo de Lintner

- Las observaciones de Lintner sugieren que la política de dividendos queda descrita por dos parámetros: la razón de pago de dividendos objetivo (t) y la velocidad de ajuste de los dividendos corrientes a ese objetivo (s)
- De esta manera, Lintner desarrolló un modelo muy simple que es consistente con todos estos hechos y que explica el pago de dividendos en forma satisfactoria:

$$\text{Cambios en los dividendos} = Div_t - Div_0 = s \cdot (t \cdot UPA_t - Div_0)$$

- En donde UPA: Utilidades por acción.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007



Modelo de Lintner

- Ejemplo: Una empresa tiene una razón de pago $t=0,30$. El año pasado tuvo una utilidad de \$100, por lo que pagó \$30 en dividendos. Este año tuvo una utilidad de \$200. Suponga que la velocidad de ajuste es $s=0,5$. ¿Cuánto pagara este año como dividendo?
- El incremento del dividendo será:

$$\Delta Div = 0,5 \cdot (0,30 \cdot 200 - 30) = 15$$
- Es decir, pagará un dividendo de \$45. Suponiendo que el incremento de utilidades se mantiene en \$200, el incremento siguiente será:

$$\Delta Div = 0,5 \cdot (0,30 \cdot 200 - 45) = 7,5$$
- Uego el dividendo será \$52,5. De esta manera, si las utilidades se mantienen en \$20 en forma permanente, el dividendo se incrementará cada año, tendiendo a \$60. Los dividendos muestran una menor variabilidad que las utilidades. Las empresas "suavizan" los dividendos.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Irrelevancia de los Dividendos en Mercados de Capital Perfectos

- Miller y Modigliani (1961) demostraron que bajo los siguientes supuestos:
 - Mercado perfecto: no existen impuestos ni costos de transacción, y ningún accionista puede afectar el precio a través de sus transacciones.
 - Expectativas homogéneas: todos los individuos comparten as mismas creencias acerca de las inversiones futuras, utilidades y dividendos.
 - La política de inversión se determina en forma adelantada, y no se ve alterada por cambios en la política de dividendos.
- Entonces la política de dividendos no afecta el valor de la empresa ni de los accionistas.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Ejemplo

- Suponga una empresa financiada exclusivamente con patrimonio, que reparte 100% de sus excedentes como dividendos, y que tiene solo 2 flujos de caja: \$10.000 hoy y \$10.000 en un año. Suponiendo que $r=10\%$, el valor hoy ($t=0$) de esta empresa es:

$$V_0 = Div_0 + \frac{Div_1}{1+r} = 10.000 + \frac{10.000}{1,1} = \$19.090,91$$
- Si la empresa tiene 1.000 acciones, el precio por acción será 19,09, y el precio ex-dividendo será 9,09.
- Suponga ahora que el directorio quiere cambiar la política de dividendos, y aumenta el dividendo de hoy a \$11.000. Como solo se dispone de \$10.000, se venden acciones por \$1.000 para completar el monto del dividendo. Los nuevos accionistas desearan una rentabilidad de r (10%) sobre su capital, es decir, un retorno de \$1.100, en $t=1$.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Ejemplo

- Después de pagar esta cifra a los nuevos accionistas, a empresa dispondrá (en $t=1$) sólo de $10.000 - 1.100 = \$8.900$ para repartir a los antiguos accionistas. Luego, el valor para estos accionistas en $t=0$ será:

$$V_0 = Div_0 + \frac{Div_1}{1+r} = 11.000 + \frac{8.900}{1,1} = \$19.090,91$$
- Como los antiguos accionistas siguen teniendo 1.000 acciones, el precio por acción sigue siendo 19,09. Esto a pesar que la política de dividendos cambió.
- Después de pagar el primer dividendo, las acciones antiguas valen 8,09 ($=8,90/1,1$). A este precio se deben vender $1.000/8,09=123,61$ nuevas acciones. Para $t=1$, existirán entonces un total de 1.123,61 acciones, y el dividendo total por acción será $\$10.000/1.123,61 = \$8,90$.
- Los nuevos accionistas reciben la rentabilidad de mercado por su compra, es decir, realizan una operación de VAN=0, por lo que el valor de la empresa no cambia.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Ejemplo

- Es decir, el cambio en valor de la empresa debido a un cambio en la política de dividendos, es cero. Luego la conclusión es que un cambio en la política de dividendos no afecta el valor de la empresa ni de las acciones.
- También se puede demostrar que cualquier cambio en la política de dividendos que haga la empresa puede ser deshecho por el inversionista, reinvertiendo parte de los dividendos o liquidando acciones, luego la política de dividendos es indiferente, no crea valor.
- La explicación económica de este fenómeno es que, en un mercado eficiente, el valor proviene de los activos, no de la forma de financiamiento.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Ejemplo: Dividendos "Caseros"

- Las acciones de Bianchi S.A. valen \$42 y van a pagar un dividendo en efectivo de \$2.
- Bob el Inversor tiene 80 acciones pero prefiere un dividendo en efectivo de \$3.
- La estrategia de dividendos caseros de Bob es:
 - Vender 2 acciones ex-dividendo

	Dividendos caseros	Dividendo de \$3
Caja del dividendo	\$160	\$240
Caja de la venta de acciones	\$80	\$0
Caja Total	\$240	\$240
Valor de las acciones	$\$40 \times 78 =$	$\$39 \times 80 =$
	\$3.120	\$3.120

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007



Ejemplo: Dividendos "Caseros"

- Dado que los inversionistas no necesitan los dividendos para obtener caja (pueden vender acciones), la política de dividendos no afecta el valor de la empresa.
- En este ejemplo, Bob el Inversor comienza con un patrimonio total de \$3.360:

$$\$3.360 = 80 \text{ acciones} \times \frac{\$42}{\text{acción}}$$
- Después de un dividendo de \$3, su patrimonio total es:

$$\$3.360 = 80 \text{ acciones} \times \frac{\$39}{\text{acción}} + \$240$$
- Después de un dividendo de \$2, y de vender de dos acciones ex-dividendo, su patrimonio total es:

$$\$3.360 = 78 \text{ acciones} \times \frac{\$40}{\text{acción}} + \$160 + \$80$$

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Ejemplo: Irrelevancia de los Dividendos en Acciones

- Shimano tiene 2 millones de acciones en circulación, a un precio de \$15 por acción. La empresa declara un dividendo de 50% en acciones. ¿Cuántas acciones estarán en circulación después de pagar el dividendo?
- Un dividendo de 50% en acciones incrementará el número de acciones en 50%:

$$2 \text{ millones} \times 1.5 = 3 \text{ millones de acciones}$$
- Después del dividendo en acciones ¿Cuál es el nuevo precio por acción y cuánto es el valor de la empresa?
- El valor de la empresa era \$2 millones \times \$15 por acción = \$30 millones. Después del dividendo, el valor es el mismo.
- Precio por acción = \$30 millones / 3 millones de acciones = \$10 por acción.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Dividendos y Política de Inversión

- Las empresas jamás deberían renunciar a un proyecto con VAN positivo para incrementar un dividendo (o par pagar un dividendo por primera vez).
- Miller y Modigliani consideraron de manera implícita esta idea. Una de las suposiciones de su proposición sobre la irrelevancia de los dividendos es: "La política de inversión de la empresa se establece con anticipación y no se ve alterada por cambios en la política de dividendos".

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Recompra de Acciones

- En lugar de pagar dividendos, una empresa podría usar el efectivo para recomprar acciones a sus actuales accionistas.
- La recompra tiene el mismo efecto que el dividendo: la cantidad de efectivo disponible (caja) se reduce y los accionistas, como un todo, tienen más dinero. El valor libro del capital se reduce en ambos casos. Vemos un ejemplo:

Activos		Pasivos y Capital	
A. Balance original			
Caja	\$150.000	Deuda	0
Otros activos	\$50.000	Capital	1.000.000
Valor de la firma	1.000.000	Valor de la firma	1.000.000
Número de acciones en circulación	100.000		
Precio por acción	\$1.000.000/100.000=\$10		

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Recompra de Acciones

- Después de pagar un dividendo de \$100.000:

Activos		Pasivos y Capital	
B. Después de un dividendo en \$			
Caja	\$50.000	Deuda	0
Otros activos	\$50.000	Capital	900.000
Valor de la firma	900.000	Valor de la firma	900.000
Número de acciones en circulación	100.000		
Precio por acción	\$900.000/100.000=\$9		

- Después de una recompra de acciones:

Activos		Pasivos y Capital	
C. Después de una recompra de acciones \$			
Caja	\$50.000	Deuda	0
Otros activos	\$50.000	Capital	900.000
Valor de la firma	900.000	Valor de la firma	900.000
Número de acciones en circulación	90.000		
Precio por acción	\$900.000/90.000=\$10		

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Recompra de Acciones

- A los accionistas les da lo mismo un dividendo o una recompra. Con los dividendos, cada accionista es poseedor de una acción a \$9 + \$1 en efectivo del dividendo; total=\$10. Esta cifra es igual al monto que recibieron los accionistas que vendieron sus acciones y también es igual al valor de las acciones para los accionistas restantes en el caso de recompra.
- Este ejemplo demuestra un punto importante: en un mercado perfecto, a una empresa le resulta indiferente elegir entre un pago de dividendos y una recompra de acciones.
- Este resultado es bastante parecido a las proposiciones de MM para el financiamiento con deuda versus capital.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007



Información contenida en la Política de Dividendos

- MM demostraron bajo ciertas condiciones que la política de dividendos es indiferente.
- No obstante, existen estudios empíricos que demuestran que cuando las empresas aumentan los dividendos, el precio de las acciones aumenta; y cuando las empresas omiten pago de dividendos, el precio de las acciones cae.
- ¿Cómo debiera interpretarse esta evidencia?
- Recordemos que de acuerdo a los estudios de Lintner, los cambios en las políticas de dividendos obedecen a cambios de largo plazo en las utilidades de la empresa. De esta manera, un incremento en los dividendos es una señal que la empresa envía al mercado de que espera que la empresa aumentará sus beneficios futuros en forma permanente.
- Es esta expectativa de buenos resultados futuros lo que eleva el precio de las acciones, más que el ingreso corriente. A este efecto se le llama el *contenido informativo* de los dividendos.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Impuestos y Dividendos

- Los impuestos generan una distorsión en el desarrollo de MM.
- Supongamos una empresa con un solo accionista, que quiere pagar un dividendo pero no tiene efectivo. Una manera de generar el efectivo sería emitir nuevas acciones que compra el mismo accionista.

Sin Impuestos

Dividendo (\$100)

Efectivo por Emisión de Acciones (\$100)

Con Impuestos personal (15%)

Dividendo (\$100)

Impuesto (\$15)

Efectivo por Emisión de Acciones (\$85)

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Impuestos y Dividendos

- Aún cuando este ejemplo es artificial y poco realista, en situaciones reales se llega a un resultado parecido.
- La conclusión es que en un mundo en donde existen impuestos personales, no es aconsejable emitir acciones para pagar dividendos.
- Al incorporar los impuestos a las ganancias de capital, la política de dividendos debe preferir la vía de menor costo impositivo para los accionistas.
- Si la tasa de impuestos a los dividendos es mayor que la tasa de impuesto a las ganancias de capital, es preferible pagar menores dividendos y efectuar mayores reinversiones o bien recomprar acciones, lo que redundará en mayores ganancias de capital. Y viceversa.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Impuestos y Dividendos

- En el caso de Chile, tanto los dividendos como las ganancias de capital constituyen renta, y pagan en definitiva la tasa efectiva determinada por el global complementario. No obstante lo anterior, en caso que la ganancia de capital sea menor a 10 UTA y la persona sea no habitual, está exenta de impuestos.
- Además, las ganancias de capital en acciones de alta presencia están exentas.
- Finalmente, los dividendos pagan impuestos inmediatamente, mientras que las ganancias de capital sólo cuando se venden las acciones, lo que posterga el pago.
- Todo lo anterior hace que la tasa de impuestos *efectiva* a los dividendos sea más alta que la tasa de impuestos *efectiva* a las ganancias de capital.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Impuestos y Dividendos

- Entonces, ¿Por qué las empresas pagan dividendos?

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Factores Reales que Favorecen Altos Dividendos

- Deseo de Ingresos Corrientes.
- Resolución de la Incertidumbre.
- Autocontrol.
- Costos de Agencia

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007



Deseo de Ingresos Corrientes

- Muchos inversionistas desean obtener una renta corriente a través de los dividendos.
- Se ha argumentado que estos individuos elevarían el precio de acciones que pagan altos dividendos y reducirían el precio de acciones con bajos dividendos.
- Miller y Modigliani señalan que este argumento no es válido, en la medida que un inversionista puede replicar cualquier política de dividendos a través de venta de acciones o reinversión de dividendos.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Deseo de Ingresos Corrientes

- No obstante lo anterior, hay que recordar que el modelo de MM se basa en que no existen costos de transacción. En la práctica, replicar una política de dividendos puede tener costos de transacción no despreciables.
- Este argumento se ve mitigado en la medida que los intermediarios financieros pueden prestar este servicio a inversionistas individuales a un bajo costo.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Resolución de la Incertidumbre

- Una de las objeciones más frecuentes a MM es que los dividendos son dinero en mano, mientras que las ganancias de capital son inciertas. Bajo este supuesto, el elevar el pago de dividendos disminuiría el riesgo para el accionista.
- Sin embargo, mientras las políticas de inversión y endeudamiento se mantengan constantes, los flujos de caja totales serán los mismos independiente de la política de dividendos.
- El riesgo que afecta a los accionistas está determinado por las políticas de inversión y endeudamiento, no por la de dividendos.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Autocontrol

- MM indican que un inversionista puede obtener una renta ya sea comprando acciones con altos dividendos o replicando esas dividendos mediante venta de acciones de bajos dividendos.
- El problema con esta última estrategia, es que permite un margen excesivo de maniobra. Si no se tiene autocontrol, se puede caer en la tentación de liquidar más acciones de la cuenta, lo cual dejaría poco capital para el futuro.
- Frente a esto, muchos inversionistas optan por gastar solo los dividendos y no tocar el capital.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Costos de Agencia

- Costos de Agencia de la Deuda: existe evidencia que las empresas en insolvencia financiera son renuentes a cortar los dividendos. Esto disminuye las posibilidades de cobrar de los acreedores. Para evitar este fenómeno, los acreedores incorporan cláusulas a los préstamos que establecen que se pueden pagar dividendos si la empresa tiene utilidades, y ciertos niveles de flujos de caja y capital de trabajo.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007

Costos de Agencia

- Costos de Agencia del Patrimonio: se discutió anteriormente la tendencia de los administradores de empresas a perseguir sus propios intereses, aumentando sus gastos y beneficios a costa de las utilidades de los dueños de la empresa. Este costo de agencia se incrementa en la medida que la empresa tiene mucho flujo de caja disponible.
- De esta manera, se ha sugerido que los dividendos (o la recompra de acciones) pueden disminuir estos costos de agencia, retirando el exceso de caja de la empresa.

IN56A

Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile
2007



Efecto Clientela

- Hasta el momento, se ha señalado factores que favorecen los dividendos bajos, como lo impuestos personales, y factores que favorecen los dividendos altos, como los costos de agencia. No existe una conclusión de cuáles son predominantes.
- Una teoría alternativa es el “Efecto Clientela”, que establece que pueden coexistir en el mercado distintas políticas de dividendos, de acuerdo a los clientes que están satisfaciendo.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Efecto Clientela

Grupo	Dividendos
Individuos en categoría impuesto alta	Nulos o bajos
Individuos en categoría impuesto baja	Bajos a medios
Instituciones exentas impuestos (ej.AFP)	Medios a altos

- Si existe una clientela insatisfecha, una empresa podrá aumentar su valor ajustando su política de dividendos a esos clientes.
- Una vez que los clientes están satisfechos, ninguna empresa puede crear valor cambiando su política de dividendos.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Conclusiones

- No existe una fórmula cuantitativa para determinar la política óptima de dividendos.
- En un mercado de capitales perfecto, la política de dividendos es irrelevante.
- Una empresa no debiera rechazar proyectos con VAN positivo para pagar un dividendo.
- Los impuestos personales son una consideración a favor de dividendos bajos.
- Cuando existen impuestos personales, no es conveniente emitir acciones para pagar dividendos.
- Las recompras de acciones representan una alternativa sensata cuando no existen mejores usos para el efectivo.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007

Conclusiones

- Muchas empresas parecen tener una razón objetivo de largo plazo de pago de dividendos. Además parece haber valor en la estabilidad de los dividendos.
- Las empresas deberían fijar una política de dividendo de manera de minimizar su dependencia de recursos externos
- La política de dividendos transmite información al mercado.

IN56A Departamento de Ingeniería Industrial Universidad de Chile 2007