

LA RECOMPRA DE ACCIONES: UNA VISIÓN INTRODUCTORIA

Ensayos y Notas 03/2023

José M. Domínguez Martínez
Universidad de Málaga

Resumen

Este trabajo tiene como propósito ofrecer una visión introductoria de las operaciones de recompra de acciones de compañías cotizadas, en el contexto de un programa elemental de educación financiera. La utilización de este instrumento es una cuestión altamente controvertida en el campo de las finanzas corporativas. En el trabajo se exponen los aspectos básicos de este tipo de operaciones, así como sus implicaciones para los accionistas que venden sus títulos como para aquellos otros que se mantienen en la compañía. El auge alcanzado por las recompras de acciones en algunos mercados, en comparación con la distribución de dividendos, acrecienta el interés por su estudio. Son diversas las posibles motivaciones para recurrir a una operación de recompra de acciones, y numerosos los análisis que abordan el alcance efectivo de cada una de ellas. Aun cuando es mayoritario el bloque de sus defensores, hay también significadas opiniones críticas, que, en el caso de Estados Unidos, han abonado el terreno para la aplicación de un impuesto específico sobre tales operaciones.

Palabras clave: Recompras de acciones; *Buybacks*; Finanzas corporativas; Políticas de *pay-out*.

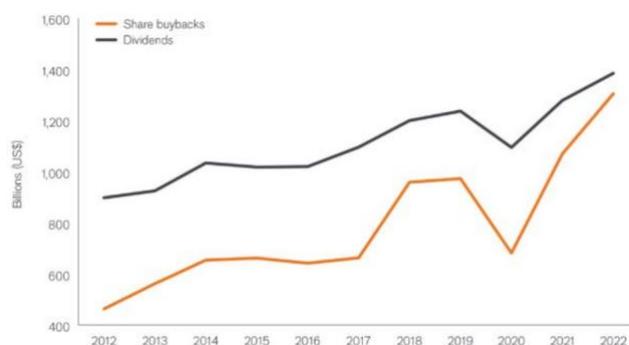
Códigos JEL: G35

1. INTRODUCCIÓN

Las recompras de acciones (*share buybacks*), a escala mundial, alcanzaron una cifra récord en el año 2022, de 1,31 billones de dólares, llegando casi a igualar la de los dividendos (gráfico n° 1)¹. El montante de las operaciones de recompra se ha triplicado en los últimos diez años, frente a un incremento de los dividendos de un 54%. Se trata de una tendencia generalizada por países y sectores, pero con grandes divergencias. De hecho, sólo diez compañías, nueve de las cuales radican en Estados Unidos, concentran casi una cuarta parte del volumen de recompras del año 2022 (Janus Henderson, 2023).

¹ Los billones referidos son españoles, en tanto que los reflejados en el gráfico n° 1 y en el cuadro n° 1 son anglosajones. Las cifras corresponden a las 1.200 compañías mayores del mundo (Provan, 2023).

Gráfico n° 1: Evolución de las cifras de recompras de acciones y de dividendos en las principales compañías del mundo



Fuente: Janus Henderson Investors.

El auge de las operaciones de recompra de acciones, que son también cada vez más frecuentes en sociedades europeas y españolas (cuadro n° 1)², ha reavivado el interés académico, político y social por tales operaciones. En España, de algo menos de \$7.000 millones en el año 2016, se ha pasado a cerca de \$13.000 millones en el año 2022.

Cuadro n° 1: Evolución de las recompras de acciones por países

SHARE BUYBACKS BY COUNTRY IN USD BILLIONS

Region	Country	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Emerging Markets								
	Argentina	\$0.00	\$0.07	\$0.15	\$0.00	\$0.05	\$0.49	\$0.15
	Brazil	\$0.00	\$0.02	\$1.16	\$0.03	\$0.16	\$5.66	\$6.71
	Chile	\$0.14	\$0.02	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.04
	China	\$4.40	\$2.40	\$1.81	\$1.75	\$12.38	\$22.50	\$12.72
	Colombia	\$0.00	\$3.05	\$3.14	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
	India	\$0.09	\$1.49	\$7.04	\$3.89	\$2.65	\$4.38	\$4.17
	Indonesia	\$0.01	\$0.02	\$0.00	\$0.00	\$0.01	\$0.00	\$0.96
	Malaysia	\$0.48	\$0.70	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
	Mexico	\$0.53	\$0.13	\$0.16	\$0.12	\$0.51	\$1.97	\$1.67
	Saudi Arabia	\$0.06	\$0.05	\$0.09	\$0.12	\$0.19	\$0.03	\$0.12
	South Africa	\$0.22	\$0.02	\$0.06	\$0.14	\$1.48	\$2.98	\$1.42
	Thailand	\$0.01	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$1.00	\$0.00	\$0.00
	Turkey	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.02	\$0.03
	United Arab Emirates	\$0.01	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Europe ex UK								
	Austria	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.59	\$0.00
	Belgium	\$0.05	\$0.12	\$0.21	\$0.09	\$0.12	\$0.07	\$0.04
	Denmark	\$4.95	\$5.51	\$4.05	\$5.06	\$5.72	\$9.35	\$10.00
	Finland	\$1.08	\$0.93	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.50	\$1.89
	France	\$11.56	\$13.49	\$17.61	\$21.25	\$1.59	\$35.57	\$28.87
	Germany	\$2.29	\$2.39	\$15.47	\$7.98	\$0.77	\$10.30	\$20.43
	Ireland	\$0.01	\$0.01	\$0.95	\$0.95	\$0.25	\$0.95	\$1.18
	Israel	\$0.99	\$1.00	\$1.10	\$1.28	\$1.30	\$1.30	\$1.30
	Italy	\$0.13	\$0.33	\$1.10	\$1.29	\$0.85	\$3.13	\$4.26
	Netherlands	\$5.93	\$3.99	\$1.60	\$7.05	\$5.53	\$7.29	\$16.44
	Norway	\$0.00	\$0.37	\$1.17	\$1.67	\$1.85	\$0.33	\$3.39
	Portugal	\$0.00	\$0.00	\$0.09	\$0.07	\$0.00	\$0.00	\$0.00
	Spain	\$6.88	\$5.23	\$9.63	\$7.32	\$6.52	\$8.04	\$12.85
	Sweden	\$0.17	\$0.20	\$1.88	\$0.75	\$0.32	\$2.09	\$5.56
	Switzerland	\$24.84	\$25.20	\$30.59	\$33.08	\$30.80	\$64.96	\$36.16
Japan								
	Japan	\$30.53	\$36.70	\$21.64	\$40.00	\$49.19	\$34.51	\$41.12
North America								
	Canada	\$19.83	\$27.19	\$44.43	\$35.08	\$21.36	\$37.29	\$64.73
	United States	\$497.38	\$491.66	\$727.52	\$746.90	\$522.88	\$756.40	\$1022.43
Asia Pacific ex Japan								
	Australia	\$2.81	\$4.84	\$5.06	\$11.27	\$1.14	\$3.14	\$13.48
	Hong Kong	\$1.05	\$1.60	\$2.52	\$1.93	\$3.88	\$7.81	\$4.46
	Singapore	\$0.67	\$0.28	\$2.51	\$0.57	\$1.09	\$1.26	\$0.70
	South Korea	\$10.10	\$7.08	\$3.31	\$1.42	\$1.26	\$0.99	\$1.16
	Taiwan	\$0.07	\$0.00	\$1.36	\$0.30	\$0.06	\$0.33	\$1.36
UK								
	United Kingdom	\$9.41	\$16.42	\$41.85	\$32.37	\$12.04	\$14.61	\$70.53

Fuente: Janus Henderson Investors.

Teniendo en cuenta que han sido consideradas tradicionalmente como una de las cuestiones más controvertidas en el campo de las finanzas corporativas³, no es de extrañar que no conciten opiniones unánimes. Partidarios y detractores vienen manteniendo una intensa polémica sobre las motivaciones subyacentes y los efectos que originan para el conjunto de la economía. La evolución observada ha atraído cada vez más el interés de políticos y reguladores. En Estados Unidos, después de introducir en 2023 un impuesto de un 1% sobre el valor de las operaciones, se ha planteado cuadruplicar su importe (Alin et al., 2023).

Como señala Mauboussin (2022), con independencia de las consideraciones políticas sobre las operaciones de recompra de acciones, “la alfabetización financiera demanda que su papel, respaldado por una sustancial investigación empírica, sea mejor comprendido”. Compartimos totalmente ese planteamiento⁴, por lo que el presente trabajo responde a esa orientación. En ese

² Vid., por ejemplo, Pozo (2022).

³ Con carácter general, la asignación de los beneficios de una sociedad, a dividendos o a reservas, presenta aspectos controvertidos (Domínguez Martínez, 2019; 2020).

⁴ Vid. Domínguez Martínez (2022).

sentido, su propósito es ofrecer una visión introductoria de las operaciones de recompra de acciones de compañías cotizadas, en el contexto de un programa elemental de educación financiera.

El trabajo está organizado como se indica a continuación. Inicialmente se exponen los aspectos básicos de una operación de recompra, para, posteriormente, efectuar una aproximación en términos económicos. A este respecto, se presta atención a las posibles motivaciones subyacentes a dichas operaciones, así como a los efectos que éstas pueden originar. Finalmente, se reseñan las conclusiones de algunos estudios empíricos.

2. LAS OPERACIONES DE RECOMPRA DE ACCIONES: ASPECTOS BÁSICOS

La mecánica de una operación de recompra de acciones es bastante simple⁵. Una sociedad tiene un exceso de caja, es decir, dispone de unos fondos no aplicados, por encima de sus necesidades actuales de inversión. En esta situación, puede invertir dicho excedente en la compra de acciones de la propia sociedad (autocartera), procediendo a la anulación de las acciones correspondientes y a la consiguiente disminución de su capital. Visto así, se trata simplemente de la venta de sus acciones por determinados accionistas, con la particularidad de que el adquirente, la propia sociedad, retira y elimina las acciones adquiridas.

A través de un sencillo ejemplo pueden ilustrarse los aspectos básicos de la operación⁶. Se supone que la compañía Alborania tiene un patrimonio neto de €10.000.000, cifra coincidente con su capitalización de mercado, y 1.000.000 de acciones en circulación. Al término de su ejercicio económico anual, obtiene un beneficio neto de impuesto de €1.000.000, con lo que su valor de capitalización se eleva a €11.000.000. De esta manera, el valor de una acción pasa de €10 a €11.

En caso de repartir todo el beneficio neto como dividendo, cada acción recibiría €1, el valor de mercado se situaría en €10.000.000, y el valor de cada acción sería, de nuevo, €10.

En caso de que la sociedad efectuara una operación de recompra de acciones por importe de €1.000.000, al precio de €11 por acción, tendría que adquirir 90.909 acciones (€1.000.000/€11). De esta manera, el número de acciones en el mercado quedaría en 909.091. Con este nuevo número, el valor unitario de cada acción sería de €11 (€10.000.000/909.091). En el cuadro nº 2 se recoge una ilustración de los casos planteados.

Cuadro nº 2: Reparto de dividendos vs Recompra de acciones: ejemplo

Reparto de dividendos		
Concepto	Antes del dividendo	Después del dividendo
Patrimonio neto	10.000.000	10.000.000
Caja adicional	1.000.000	0
Valor de mercado	11.000.000	10.000.000
Nº de acciones	1.000.000	1.000.000
Valor de una acción	11	10
Importe del dividendo	1.000.000	--
Dividendo por acción	1	--
Recompra de acciones		
Concepto	Antes de la recompra	Después de la recompra
Patrimonio neto	10.000.000	10.000.000
Caja adicional	1.000.000	0
Valor de mercado	11.000.000	10.000.000
Nº de acciones	1.000.000	909.091
Valor de una acción	11	11
Nº de acciones adquiridas	90.909	--
Valor acciones adquiridas	1.000.000	--

⁵ No obstante, hay varios métodos para su ejecución: recompras en el mercado abierto, compras particulares, y oferta de compra de un número de acciones. Vid. Berk et al. (2012, págs. 502-503) y Booth (2022).

⁶ En el ejemplo se sigue, en lo esencial, la exposición de Booth (2022). También puede verse York (2018).

Inicialmente, un accionista con 10.000 acciones tenía una participación del 1%; en la nueva situación llegaría al 1,1%⁷. Por otro lado, el beneficio por acción antes de la recompra era de €1; después de la recompra, si se mantiene la cifra del resultado, sería de €1,1, es decir, se registraría un incremento del 10%.

Si consideramos la vertiente impositiva, en el supuesto de reparto de dividendos, todos los accionistas -personas físicas o jurídicas- deberían tributar por su renta personal según el sistema que fuese de aplicación. En el supuesto de la recompra, sólo tributarían aquellos accionistas que hubiesen transmitido acciones, en función de la ganancia de capital resultante de la diferencia entre el precio de venta y el de adquisición⁸.

Aunque, como se señala más adelante, no faltan otras interpretaciones, en principio, cabe concebir que el pago de dividendos y la recompra de acciones son vías alternativas para la distribución del beneficio. Según Geis et al. (2018), el análisis empírico conduce a asumir que el desembolso total de una empresa a sus accionistas, ya sea en la forma de dividendos o en la de recompra de acciones, es una fracción de los beneficios más o menos constante.

3. UNA APROXIMACIÓN ECONÓMICA A LAS OPERACIONES DE RECOMPRA DE ACCIONES: MOTIVACIONES Y EFECTOS ASOCIADOS

Tal y como plantea Masters (2023a), una adecuada consideración de la recompra de acciones como alternativa financiera debe hacerse sin sesgos de partida, a fin de llevar a cabo un examen ponderado de sus ventajas e inconvenientes. La cuestión no es pacífica en sí misma, si nos atenemos a los fundamentos de la teoría de la agencia. Así, como expone Jensen (1986, pág. 323), “los conflictos de interés entre accionistas y gestores sobre las políticas de distribución de resultados son especialmente severos cuando la organización genera un flujo libre de caja sustancial. El problema es cómo motivar a los gestores a desprenderse de efectivo en vez de invertirlo por debajo del coste del capital o despilfarrarlo en ineficiencias de la organización”.

Dittmar (2000, págs. 333-335) ha analizado los principales motivos que, en una aproximación teórica, pueden llevar a una empresa a decantarse por una operación de recompra de acciones:

- a. Hipótesis del exceso de capital: cuando el capital de una empresa excede de sus oportunidades de inversión, la empresa puede retener el exceso de caja o distribuirlo a los accionistas. La recompra de acciones, al igual que el pago de dividendos, es un método para distribuir el exceso de capital a los accionistas.
- b. Hipótesis de la infravaloración: cuando la empresa quiere aprovechar una situación en la que sus acciones están infravaloradas en el mercado para efectuar su compra.
- c. Hipótesis de la ratio de apalancamiento óptima: en caso de exceso de capital, la empresa puede decidir reducir sus fondos propios y ajustar su ratio de apalancamiento.
- d. Hipótesis del incentivo para la gestión: una recompra de acciones permite también a los gestores de una empresa distribuir efectivo sin diluir el valor unitario de la acción. Preservar el precio de la acción puede ser de particular interés cuanto los gestores poseen *stock options*.

A partir de una indagación de la praxis corporativa, PwC (2019) ha identificado las principales razones empresariales para llevar a cabo una operación de recompra de acciones: i) la percepción de que las acciones de la sociedad están infravaloradas en el mercado⁹; ii) la flexibilidad inherente a los programas de recompra; iii) la búsqueda de una mayor concentración de la propiedad de las acciones y reducir la fragmentación de la base de inversores; iv) el objetivo de contrarrestar la dilución

⁷ Al disminuir el número de acciones, la compañía asegura que el *pastel* de la renta futura se divide entre un menor número de acciones, pero ese *pastel* también suele ser de menor tamaño. Vid. Financial Times (2023).

⁸ Como se expone en Booth (2022), si el tipo de gravamen sobre los dividendos es del 20%, todos los accionistas, en su conjunto, pagarían €200.000. En el caso de la recompra, inicialmente sólo tributarían, en caso de obtener plusvalías, los propietarios de las 90.909 acciones transmitidas. Si la plusvalía es de €1 por acción, la tributación agregada, con un tipo de gravamen del 20%, sería de €18.182. No obstante, no hay que perder de vista que los tenedores de acciones tras la recompra tributarían en el futuro en la medida en que transmitirían, *ceteris paribus*, acciones revalorizadas.

⁹ Vid. Serra (2023).

registrada tras una operación de *scrip dividend*¹⁰; v) la existencia de un tratamiento fiscal relativamente ventajoso.

El campo de las operaciones de recompra es un campo abonado a la confrontación, que se remonta a comienzos del siglo veinte¹¹. Basta repasar los posicionamientos de agentes relacionados con el mundo financiero para percibir una patente división entre el bloque de los partidarios y el de los detractores.

Estos últimos esgrimen una serie de argumentos para justificar su posición crítica, entre los que se encuentran los siguientes¹²:

- a. El posible uso incorrecto de los programas de recompra para manipular las cifras del beneficio por acción a fin de cumplir los objetivos establecidos en los esquemas de incentivos de la gerencia¹³, a expensas de inversiones que podrían ser importantes para la marcha de la compañía a largo plazo.
- b. Las recompras contribuyen a un “crecimiento visual” del beneficio por acción, pero llegan a destruir valor. Para Plender (2018), las operaciones de recompra de acciones crean valor para los accionistas que continúan si las acciones se adquieren a un precio bajo, y “en última instancia, las recompras son una forma de ingeniería financiera que no aporta nada al rendimiento de capital operativo”.
- c. Estas operaciones son preferidas por inversores con horizontes cortoplacistas o que buscan aprovechar las ventajas del tratamiento fiscal de las ganancias de capital frente al de los dividendos.
- d. Igualmente lo son por los ejecutivos de industrias cíclicas, toda vez que las recompras tienen un carácter ocasional que no genera expectativa de recurrencia, frente a los dividendos, cuya paralización se visualiza como la admisión de una debilidad empresarial.
- e. Las recompras impiden la inversión empresarial, ya sea en mejoras salariales, en nuevos y mejores productos, y en reducir las emisiones de carbono¹⁴.
- f. El abono de dividendos beneficia a todos los accionistas, mientras que la recompra de acciones tiende a beneficiar a los inversores cortoplacistas, los *traders*, los *hedge funds*, y los ejecutivos *senior*. Y ello a costa de inversiones relevantes a largo plazo, o de las plantillas de las entidades.
- g. Las operaciones de recompra son procíclicas y conllevan el riesgo de destruir valor, si se asume que el mercado, en sus picos, tiende a la sobrevaloración (Armstrong y Wu (2023).

Por su parte, los defensores de los programas de recompra contraponen una batería de argumentos bastante amplia¹⁵:

- a. Las recompras de acciones juegan un papel importante en el funcionamiento de unos mercados de capitales sólidos y eficientes¹⁶.
- b. Las recompras posibilitan una estricta disciplina en el ámbito de las finanzas corporativas (Ellis, 2022).
- c. En general, cuando las empresas optan por retornar valor a los accionistas es porque han agotado todas las oportunidades potenciales de inversión, y, de hecho, de esta manera ayudan a apoyar una economía dinámica (Durante, 2022; York, 2018).

¹⁰ Política que consiste en ofrecer a los accionistas la posibilidad de recibir el dividendo en efectivo o en acciones de la compañía.

¹¹ Y las preocupaciones respecto a las recompras han ido cambiando a lo largo del tiempo. Vid. Booth (2022).

¹² Vid.: Alim et al. (2023) y Masters (2023a; 2023b).

¹³ Llama la atención que, al formular esta crítica frecuente, no se dé por hecho que un adecuado diseño de un esquema de incentivos debe basarse en una métrica que corrija el efecto de factores de perturbación. Si una entidad no es capaz de establecer un sistema de remuneraciones fiable, se suscitan dudas más generales respecto al respeto de los estándares contables en su vertiente micro.

¹⁴ Estos argumentos han tenido peso en el establecimiento del impuesto sobre las recompras en Estados Unidos. Vid. Edmans (2019),

¹⁵ Vid.: Alim et al. (2023), Masters (2023b), Anderson y York (2018), y Angelo (2023).

¹⁶ Los inversores pasivos extienden el impacto de las recompras hacia un mercado más amplio (Armstrong y Wu, 2023; York, 2018; Anderson y Kalding, 2018). Edmans (2017) califica la idea de que las recompras perjudican la inversión como “pensamiento parcial”.

- d. Es mucho mejor retornar dinero a los accionistas que embarcarse en adquisiciones o proyectos costosos que sólo generan titulares pasajeros, y que acaban destruyendo valor.
- e. Las recompras evitan despilfarrar recursos, son una alternativa más eficiente que los dividendos desde el punto de vista fiscal, y pueden ser una señal de que las compañías están infravaloradas¹⁷.
- f. Las posibles reducciones en el empleo y en las inversiones a raíz de procesos de recompra de acciones, a fin de cumplir las expectativas de los analistas, son un problema cuya verdadera raíz está en un excesivo foco en los resultados trimestrales y en los esquemas de compensación a corto plazo (Edmans, 2019).
- g. La opción de la recompra de acciones presenta las ventajas de la flexibilidad en cuanto a su calendarización y a su importe, además de no generar una expectativa de recurrencia, como sucede con los dividendos (York, 2018).

El precio satisfecho en las operaciones tiene, obviamente, una importancia crucial (Masters, 2023b). Así, como ha expresado claramente W. Buffett (2023, pág. 6), “cuando una compañía paga un sobreprecio por sus recompras, los accionistas que continúan pierden. En tales ocasiones, las ganancias fluyen sólo a los accionistas que venden y al banquero de inversión, amigable pero caro, que recomendó las alocadas recompras. Las ganancias de las recompras que generan valor, debe ser subrayado, benefician a todos los propietarios”.

4. ¿QUÉ PUEDE CONCLUIRSE A PARTIR DE LOS ESTUDIOS EMPÍRICOS?

Son numerosos los estudios que analizan la dinámica de las recompras de acciones en el mundo corporativo, a través de entrevistas con responsables empresariales y de análisis econométricos. La evidencia empírica acumulada es amplia, aunque no concluyente, al menos con carácter general. Entre otras, pueden extraerse las siguientes consideraciones:

- a. La distribución de beneficios a través de recompras se ve por los gestores empresariales como una práctica más flexible que el pago de dividendos. Los gestores son reacios al recorte de dividendos y abogan por la recompra de acciones cuando creen que sus acciones están infravaloradas, con vistas a mejorar el beneficio por acción (Brav et al., 2003).
- b. Las empresas que realizan operaciones de recompra tienden a superar en rendimiento a aquellas otras semejantes que no las han realizado (Edmans, 2019).
- c. Muchas operaciones de recompra de acciones no se atienen en la práctica al principio de eficiencia y buena gestión en su realización, que demanda maximizar el número de acciones, minimizar la exposición al riesgo de mercado, y mantener las comisiones satisfechas en unos niveles razonables (Masters, 2023b).
- d. La mayor parte de los recursos obtenidos por la venta de acciones en operaciones de recompra son reciclados a otras inversiones (Durante, 2022). Evidentemente, los efectos económicos dependen grandemente de si los vendedores deciden destinar los ingresos obtenidos al consumo o a la inversión (York, 2022; Pomerleau y Greenberg, 2018).
- e. No se aprecia una relación significativa entre las recompras de acciones y la existencia de una condición ligada al beneficio por acción, ni con la medición de incentivos vinculados a este indicador. Las empresas no utilizan la recompra de acciones para batir sus objetivos de beneficio por acción (PwC, 2019). Otros estudios, sin embargo, concluyen que sí existe manipulación (Lazonick et al., 2020; Gim y Jang, 2022).
- f. Las operaciones de recompra están motivadas por factores no relacionados con la inversión (PwC, 2019). No obstante, otros análisis apuntan la existencia de un perjuicio causado por privar a las empresas de un capital que, de otro modo, se utilizaría para la inversión o para retribuciones salariales (Fried y Wang, 2018).

¹⁷ En el plano fiscal, es de interés el modelo de impuesto sobre sociedades implantado en Estonia, en el que se gravan los beneficios empresariales cuando se distribuyen, ya sea mediante dividendos o mediante recompra de acciones. Vid. McBride et al. (2023).

- g. Según algunos estudios, las recompras no son realmente una alternativa al pago de dividendos, puesto que las empresas que efectúan recompras no pagan menos dividendos (Dittmar, 2000)¹⁸.
- h. En definitiva, las motivaciones y las condiciones de los programas de recorte pueden diferir grandemente en la práctica, por lo que es difícil establecer generalizaciones a priori. Cada operación debe ser valorada específicamente en su contexto (Elder, 2023). Sólo mediante una evaluación objetiva, sistemática y minuciosa pueden llegarse a conclusiones que eviten la descalificación efectuada por alguien tan significado en el mundo inversor como Warren Buffett (Platt, 2023). Según el *sabio de Omaha* (Buffett, 2023, pág. 6), “cuando alguien te dice que todas las recompras son perjudiciales para los accionistas o para el país, o particularmente beneficiosas para los CEOs, estás oyendo bien a un analfabeto económico o a un demagogo de mucha labia (caracteres que no son mutuamente excluyentes)”.

¹⁸ En sentido contrario, Gullon y Michaely (2000) encuentran evidencia que sugiere que los inversores ven los dividendos y las recompras de acciones como métodos de *pay-out* sustitutivos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alin, A. N. et al. (2023): “Record buybacks spree attracts shareholders complaints”, *Financial Times*, 16 de mayo.
- Anderson, N., y Kalding, N. (2018): “Stock buybacks don’t hinder investment spending”, Tax Foundation, 19 de junio.
- Anderson, N., y York, E. (2018): “What the main criticism of stock buybacks get wrong”, Tax Foundation, 6 de agosto.
- Armstrong, R., y Wu, E. (2023): “Do most buybacks destroy value?”, *Financial Times*, 28 de febrero.
- Berk, J.; DeMarzo, P., y Harford, J. (2012): “Fundamentals of corporate finance”, Pearson, 2ª edic.
- Booth, R. A. (2022): “The mechanics of share repurchases or how I stopped worrying and learned to love stock buybacks”, Law WP N° 650/2022, European Corporate Governance Institute (ECGI).
- Brav, A.; Graham, J. R.; Harvey, C. R., y Michaely, R. (2003): “Payout policy in the 21st century”, NBER, WP 9657.
- Buffett, W. (2023): “Warren Buffett’s Letter to Berkshire shareholders”, febrero.
- DeAngelo, H. (2023): “The attack on share buybacks”, *European Financial Management*, 29.
- Dittmar, A. K. (2000): “Why do firms repurchase stock”, *The Journal of Business*, vol. 73, n° 3.
- Domínguez Martínez, J. M. (2019): “Paradoja del dividendo: ¿hasta dónde llega la paradoja?”, *Extoikos*, N° 21.
- Domínguez Martínez, J. M. (2020): “La paradoja del dividendo y la vieja regla Buffett”, *EdufiAcademics*, Documento de Trabajo n° 9/2020.
- Domínguez Martínez, J. M. (2022): “Oleada de *buybacks*: ¿un *good-bye*?”, *neotiemposvivo.blogspot.com*, 24 de agosto.
- Durante, A. (2022): “Stock buyback tax would hurt investment and innovation”, Tax Foundation, 12 de agosto.
- Edmans, A. (2017): “The case for stock buybacks”, *Harvard Business Review*, 15 de septiembre.
- Edmans, A. (2019): “Do buybacks really destroy long-term value?”, *Economía*, septiembre.
- Elder, B. (2023): “The incredible shrinking equity market”, *Financial Times*, 3 de marzo.
- Ellis, C. (2022): “Congress should reconsider US tax on share buybacks”, *Financial Times*, 22 de agosto.
- Financial Times (2023): “Share buybacks: welcome payments in a suspect currency”, *Lex Populi*, 3 de febrero.
- Fried, J. M.; y Wang, C. C. Y. (2018): “Are buybacks really shortchanging investment?”, *Harvard Business Review*, marzo-abril.
- Geis, A.; Kapp, D., y Kristiansen, K. L. (2018): “Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area”, *ECB Economic Bulletin*, 4/2018.
- Gim, J., y Jang, S. (2022): “The determinants of aggressive share buybacks: an empirical examination of U.S. publicly traded restaurant firms”, *Tourism Economics*, noviembre.
- Grullon, G. y Michaely, R. (2000): “Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis”, SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.222730>.
- Janus Henderson (2023): “Press release”, www.janushenderson.com.
- Jensen, M. C. (1986): “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association.

- Lazonick, W.; Sakinç, E., y Hopkins, M. (2020): “Why stock buybacks are dangerous for the economy”, *Harvard Business Review*, 7 de enero.
- Masters, B. (2023a): “Share buybacks need less hate and more scrutiny”, *Financial Times*, 17 de mayo.
- Masters, B. (2023b): “If companies are going to buy back shares, they should pay a fair price”, *Financial Times*, 23 de julio.
- Mauboussin, M. (2022): “We should stop bashing share buybacks”, *Financial Times*, 31 de agosto.
- McBride, W.; Watson, G., y York, E. (2023): “Taxing distributed profits makes business taxation simple and efficient”, Tax Foundation, 1 de marzo.
- Platt, E. (2023): “Warren Buffett defends buybacks to Berkshire Hathaway shareholders”, *Financial Times*, 25 de febrero.
- Plender, J. (2018): “Luck or judgment? Science behind stock buyback craze”, *Financial Times*, 19 de noviembre.
- Pomerleau, K., y Greenberg, S. (2018): “Taking stock of the tax cut”, *US News*, 26 de febrero.
- Pozo, E. de (2022): “BBVA, CaixaBank y Santander invierten 7.000 millones en sus acciones”, *Expansión*, 19 de agosto.
- Provan, S. (2023): “Global share buybacks soar to almost dividend payment, index funds”, *Financial Times*, 10 de mayo.
- PwC (2019): “Share repurchases, executive pay and investment”, Department for Business, Energy & Industrial Strategy, BEIS Research Paper N° 2019/011.
- Serra, D. (2023): “Now is the time to buy back shares”, *Financial Times*, 20 de abril,
- York, E. (2018): “The economics of stock buybacks”, Tax Foundation, Fiscal Fact n° 614.