

# **¿INFORMAN LOS DIVIDENDOS SOBRE LAS GANANCIAS FUTURAS? Evidencia empírica en el caso español <sup>1</sup>**

María José Palacín Sánchez, [palacin@us.es](mailto:palacin@us.es), Universidad de Sevilla

## **RESUMEN**

En este trabajo hemos intentado contrastar la hipótesis de la información de los dividendos. Para ello, hemos estudiado si los cambios en los dividendos son seguidos por cambios en las ganancias futuras en la misma dirección. El estudio empírico se realiza sobre una muestra de empresas cotizadas españolas durante el periodo de 1995 a 2004. Para testar la hipótesis de la información utilizamos la metodología de datos de panel, en concreto aplicamos el modelo sin efectos (pooled OLS). Los resultados obtenidos muestran que para  $t = 0$  se aprecia una relación significativa entre los cambios en los dividendos y los cambios en las ganancias. Sin embargo, para los dos periodos posteriores no se aprecia una relación significativa entre ambas variables. Por tanto, según los resultados obtenidos no encontramos evidencia de que los cambios en los dividendos proporcionen información sobre los cambios futuros en las ganancias de las empresas españolas, todo lo más sobre los cambios presentes.

## **PALABRAS CLAVE**

Dividendos, hipótesis de la información de los dividendos, datos de panel

---

<sup>1</sup> Este trabajo ha sido realizado dentro del marco del Grupo de Investigación: “Nuevos Desarrollos en Finanzas” (SEJ 381), y financiado con los fondos procedentes de la Ayuda a la Consolidación de Grupos de Investigación dentro del III PAI.

**DO THE DIVIDENDS PROVIDE INFORMATION ABOUT FUTURE PROFITS?  
Empirical evidence in the Spanish case**

María José Palacín Sánchez, [palacin@us.es](mailto:palacin@us.es), Universidad de Sevilla

**ABSTRACT**

This paper investigates the information content of dividends hypothesis using the panel data of listed Spanish firms over the time period from 1995 to 2004. This study uses models of information that have been recently applied to samples of American companies. The analysis is based on pooled ordinary least squares (OLS). The estimation results show that there is no significant relation between dividend changes and future earnings changes in either of the two years after the dividend change but show that firms that increase (decrease) dividends in year 0 have experienced significant earnings increases (decreases) in year 0. To sum up, according these results there is no evidence that dividend changes provide information about future earnings change.

**KEY WORDS**

Dividend, information content of dividends hypothesis, panel data

## **1. INTRODUCCIÓN**

Uno de los temas de las finanzas empresariales que sigue generando controversia es si los cambios en los dividendos contienen información sobre las expectativas futuras de las empresas. El origen de este debate lo podemos encontrar en el trabajo de Modigliani y Miller (1961) que sugiere explícitamente que los dividendos pueden contener información sobre las futuras ganancias cuando los mercados son imperfectos, de manera que los directivos pueden utilizar los dividendos como una señal para mostrar sus expectativas sobre la empresa.

Los estudios que se han realizado para intentar contrastar esta hipótesis de la información de los dividendos, según Allen y Michaely (2003), siguen básicamente dos líneas de investigación. La primera de ellas, estudia los efectos de los cambios en los dividendos sobre el valor de mercado de las acciones y la segunda línea, analiza los efectos de tales cambios sobre las ganancias futuras.

Este trabajo pretende aportar nueva evidencia empírica sobre la hipótesis de la información de los dividendos siguiendo la segunda línea de investigación. Por un lado, porque, los estudios en esa línea son menos abundantes y además, los resultados que alcanzan son mixtos: algunos apoyan el contenido informativo de los dividendos (Healy y Palepu, 1988; Brickley, 1983; Aharony y Dotan, 1994; y Nissim y Ziv, 2001) y otros no (Watts, 1973; DeAngelo, DeAngelo y Skinner, 1996; Benartzi, Michaely y Thaler, 1997; y Grullon, Michaely, Benartzi y Thaler 2005). Y por otro lado, porque prácticamente no existen estudios de esta naturaleza sobre el caso español. Podemos destacar al menos tres aspectos de la investigación que desarrollamos en este trabajo. En primer lugar, aplicamos los modelos de información asimétrica que recientemente se han utilizado. En segundo lugar, los datos utilizados abarcan todas las empresas cotizadas en el mercado continuo español a finales de 2004 y en el periodo comprendido entre 1995 y 2004, por lo que la muestra seleccionada es representativa del mercado cotizado español. En tercer y último lugar, utilizamos la metodología de datos de panel puesto que disponemos de información de muchas empresas para varios años.

Para alcanzar el objetivo planteado, el artículo se estructura de la siguiente manera. En la sección segunda se exponen los principales estudios teóricos y empíricos que nos muestran el estado de la cuestión sobre el valor informativo de los dividendos. En la sección tercera, se definen la muestra de empresas, las variables estudiadas, los modelos a contrastar y la metodología empleada en el análisis empírico. La cuarta sección expone los resultados obtenidos. En la quinta y última se presentan las conclusiones más relevantes del estudio realizado.

## **2. TEORÍA Y EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA HIPÓTESIS DE INFORMACIÓN DE LOS DIVIDENDOS**

Una de las líneas de investigación sobre las que se ha desarrollado la teoría de los dividendos es la basada en la existencia de asimetrías en la información. Suponiendo la existencia de esta asimetría se puede argumentar que los directivos saben más sobre las expectativas futuras de la empresa que los inversores y que los dividendos pueden revelar parte de esta información al mercado.

Esta idea de que los dividendos o más bien sus cambios contienen información es ya antigua, y es conocida como la *hipótesis del contenido informativo de los dividendos*. Modigliani y Miller (1961) fueron los primeros en sugerir explícitamente que los dividendos pueden contener información sobre los futuros cash-flows cuando los mercados son imperfectos, de manera que los directivos pueden utilizar los dividendos como una señal para mostrar sus expectativas sobre la empresa.

Con posterioridad se han desarrollado modelos que incorporan la noción de información asimétrica, entre los que destacan los de Bhattacharya (1979), Miller y Rock (1985) y John y Williams (1985). La idea básica en todos estos modelos es que la empresa ajusta los dividendos para aportar señales explícitas sobre las futuras ganancias y, en ocasiones, con algún coste. En consecuencia, los aumentos en los dividendos mandan la señal de que la empresa irá mejor, y las disminuciones de que irá peor en el futuro.

Esta hipótesis de la información de los dividendos, según Allen y Michaely (2003), tiene dos importantes implicaciones que deberían ser contrastadas empíricamente<sup>2</sup>:

- a) Los cambios inesperados en los dividendos deberían ir acompañados por cambios en el precio de las acciones en la misma dirección, debido a que unos más altos (bajos) dividendos señalan unas más altas (bajas) ganancias presentes o futuras.
- b) Los cambios en los dividendos deben ser seguidos por cambios posteriores en las ganancias en la misma dirección.

La gran mayoría de los estudios empíricos se han centrado en el primer aspecto y han intentado contrastar si los cambios inesperados en los dividendos originan cambios en la cotización de las acciones. Esta evidencia, en su mayor parte, apoya la hipótesis de la información de los dividendos, aunque parece que los anuncios de disminuciones en los dividendos tienen un efecto más significativo en los precios que los anuncios de aumentos: Petit (1972), Grullon, Michaely y Swaminathan (2002), Charest (1978), Bajaj y Vijh (1990), Asquith y Mullins (1983), Healy y Palepu (1988), y Michaely, Thaler y Womack (1995)<sup>3</sup>.

En España, tres estudios han intentado contrastar el contenido informativo de los dividendos analizando la reacción del precio de las acciones que cotizan ante los anuncios de cambio de los dividendos. Mientras González (1995) apoya la hipótesis del contenido informativo de los dividendos, Espitia y Ruiz (1996) y Pastor (2000) solamente encuentran evidencia en el caso de anuncios de incremento de dividendos.

Sobre la segunda implicación de la hipótesis de la información de los dividendos, que pretende contrastar los cambios que experimentan las ganancias presentes, y especialmente futuras, ante los cambios en los dividendos, se han realizado muchos menos estudios empíricos. A pesar de la importancia de estos trabajos para demostrar esta hipótesis informativa en los dividendos, la evidencia es mixta.

Por un lado, muchos estudios han fracasado a la hora de apoyar esta idea. Por ejemplo, Watts (1973), Gonedes (1978), Penman (1983), DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1996), Benartzi, Michaely y Thaler (1997), Grullon, Michaely y Swaminathan (2002), Grullon, Michaely, Benartzi y Thaler (2005), encuentran poca o nula evidencia de que los cambios en los dividendos contengan información sobre los cambios en las ganancias futuras. Entre todos ellos destacan los siguientes:

Watts (1973), que realizó el primer estudio de esta naturaleza, obtuvo que los cambios en los dividendos proporcionan poca información sobre las ganancias futuras. Gonedes (1978), obtiene resultados similares.

DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1996), estudian el caso particular de las empresas que sufren una disminución de sus ganancias después de nueve años o más de resultados crecientes, y encuentran que

---

<sup>2</sup> Según estos autores hay un tercer aspecto que debería ser contrastado: los cambios inesperados en los dividendos deberían ser seguidos de una revisión por parte de los mercados de las expectativas de las ganancias futuras de la empresa en la misma dirección que el cambio en los dividendos. No obstante, los estudios empíricos sobre este ítem son todavía muy escasos debido a los problemas para contrastar esta hipótesis.

<sup>3</sup> Para analizar las peculiaridades de cada estudio e incluso más trabajos se puede consultar Allen y Michaely (2003).

más del 60% de los directivos aumentan los dividendos en el año del descenso del beneficio. Además, los cambios en los dividendos en dicho año no contienen información sobre las ganancias futuras.

Benartzi, Michaely y Thaler (1997): encuentran evidencia de que los cambios en los dividendos (excluidos iniciación y supresión del dividendo) son precedidos por cambios en las ganancias en la misma dirección, pero no por variaciones en las ganancias en periodos posteriores. Aunque lo que sí aprecian con claridad es que las ganancias aumentan en los dos años siguientes a la disminución de los dividendos, lo que contradice totalmente la hipótesis de la información. En esta línea se mueven los resultados de Grullon, Michaely, Benartzi y Thaler (2005).

Por otro lado, estudios como el de Healy y Palepu (1988), Brickley (1983), Aharony y Dotan (1994) y Nissim y Ziv (2001) proporcionan evidencia de que los cambios en los dividendos están positivamente correlacionados con los cambios en las ganancias futuras:

Healy y Palepu (1988) observan que las empresas que inician u omiten los dividendos tienen un incremento y disminución significativa de sus ganancias al menos el año precedente y el mismo año del cambio en el dividendo. Por otro lado, cuando analizan los ganancias después de producirse el cambio en la política de dividendos, aprecian incrementos y disminuciones significativas al menos un año después de la iniciación o la supresión del dividendos. Estos resultados son consistentes con la hipótesis de la información y con Lintner (1956), que llegó a la conclusión de que los directivos consideran las ganancias pasadas, presentes y futuras cuando adoptan su política de dividendos.

Brickley (1983), comprueba que las empresas que aumentan sus dividendos más de un 20%, también aumentan sus ganancias significativamente en el año anterior y posterior al incremento.

Aharony y Dotan (1994) encuentran que las ganancias continúan incrementando durante al menos cuatro trimestres después del cambio en los dividendos.

Nissim y Ziv (2001): contrastan que los cambios en los dividendos están positivamente correlacionados con los cambios en las ganancias corrientes y en los dos años posteriores al momento del cambio en el dividendo.

En España, el valor informativo de los dividendos se ha estudiado por Espitia y Ruiz (1995). Estos autores, siguiendo la metodología de Watts (1973), apoyan esta hipótesis al contrastar que los dividendos actuales están relacionados de forma positiva y significativa con los beneficios del periodo siguiente<sup>4</sup>.

Esta evidencia, no concluyente, ha originado un debate sobre si los cambios en los dividendos realmente contienen información sobre los futuros cambios en las ganancias. Sin embargo, todavía se sigue aceptando en el cuerpo teórico de las finanzas el valor informativo de los dividendos, puesto que en cualquier manual de finanzas aparece esta teoría para explicar los movimientos de la cotización de los títulos alrededor de la fecha del anuncio del cambio en el dividendo. Posiblemente, uno de los motivos, según argumentan DeAngelo y DeAngelo (2007), sea que para seguir manteniendo la tesis de la irrelevancia de los dividendos de Modigliani y Miller (1961) es necesaria la tesis de las señales. Porque gracias a ella se explica que los cambios en la cotización ante

---

<sup>4</sup> Existen otros estudios como el de García Borbolla y Larrán (2005), López y Rodríguez (1999) y Giner y Salas (1995), en los que se considera residualmente la importancia de variables relacionadas con la teoría de las señales como determinantes de los dividendos repartidos. Con esta metodología, mientras el primero niega que esta teoría funcione en España, los otros dos consideran que los dividendos dan señales al mercado sobre futuras oportunidades de negocio.

cambios en los dividendos no se deben a la política de dividendos en sí misma, que es irrelevante, sino a las señales que la misma envía sobre el futuro de la empresa y por tanto a su política de inversión<sup>5</sup>.

La gran controversia sobre la hipótesis de la información de los dividendos unido a que prácticamente no existen estudios de esta naturaleza sobre el caso español es lo que nos anima en este trabajo a contrastar el papel de los dividendos como señal de las ganancias futuras.

### 3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1. Muestra y fuentes de información

Las empresas seleccionadas para realizar el estudio son las que cotizan en el mercado continuo español a diciembre de 2004. En ese momento eran 112 las empresas cotizadas sin tener en cuenta las entidades financieras, las sociedades de cartera ni las extranjeras. Y el periodo de estudio elegido ha sido el comprendido entre 1995 y 2004, que es lo suficientemente amplio como para poder apreciar el valor informativo de los dividendos, si es que lo tienen. Además, en ese tiempo se han vivido etapas de recesión y de expansión económica, lo que muy probablemente ha llevado a las empresas a revisar su política de dividendos<sup>6</sup>.

Las empresas con diez años de cotización son 87, si bien la muestra final considerada se ha reducido debido a que tan sólo treinta y dos empresas tienen beneficios y reparten dividendos en todos los años analizados. No obstante, en aras de aumentar la representatividad de nuestra muestra hemos suavizado la exigencia del número de años disponibles hasta un mínimo de 6 años consecutivos.

Por último, precisar que hemos utilizado datos anuales, porque los cambios en los dividendos se producen más ante cambios anuales de la ganancias que de otro periodo temporal inferior (Watts, 1973). Después de todas estas consideraciones nuestra muestra se compone de 45 empresas, lo que supone un total de 366 observaciones, siendo la distribución sectorial de las empresas consideradas la que aparece en la Tabla 1.

Tabla 1. Distribución sectorial de la muestra\*

Sector	Nº de empresas	% sobre el total
Bienes de Consumo	13	29 %
Materiales Básicos	16	36 %
Petróleo y Energía	7	16 %
Servicios de Consumo	6	13 %
Servicios Inmobiliario	2	4 %
Tecnología y Telecomunicaciones	1	2 %
Total	45	100 %

\*Clasificación sectorial según la Bolsa de Madrid.

Para la obtención de la información hemos recurrido a la que suministran la Bolsa de Madrid y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, normalmente accesible a través de sus respectivas páginas webs.

#### 3.2. Variables y estadística descriptiva

<sup>5</sup> A pesar de lo interesante de este debate creemos que queda fuera de los objetivos de este artículo.

<sup>6</sup> El motivo de no considerar datos de periodos posteriores a 2004, es que en el 2005 las empresas empezaron a aplicar las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), lo que podría originar distorsiones en el estudio por motivos ajenos a los cambios en la política de dividendos de las empresas.

Las dos principales variables de este estudio son las ganancias de la empresa y sus dividendos. Con relación a la definición de las variables debemos hacer las siguientes aclaraciones. En primer lugar, el beneficio considerado ha sido el consolidado después de impuestos y antes de extraordinarios, para eliminar los componentes coyunturales del resultado. Este beneficio ha sido relativizado por el valor contable de los recursos propios al principio del año del cambio del dividendo como suele ser usual en estudios de esta naturaleza (Nissim y Ziv, 2001 o Grullon, Michaely, Benartzi y Thaler, 2005)<sup>7</sup>.

En segundo lugar, el dividendo por acción lo entendemos como reparto con cargo a beneficios generados o retenidos, por lo que las cantidades entregadas a los accionistas con carácter extraordinario sin intención de continuidad, o en concepto de devolución de aportaciones no se han tenido en cuenta. Además, los dividendos por acción han sido ajustados en caso de desdoblamiento de acciones (splits) realizados por las empresas en estos años. Por otra parte, sólo tenemos en cuenta las variaciones normales de los dividendos (aumentos y disminuciones sobre un nivel dado de un periodo anterior) como suele ser habitual en la mayoría de los trabajos de este tipo. Ello implica que hemos excluido los movimientos extraordinarios, entendidos como la iniciación y la eliminación de los dividendos. Finalmente, la variación del dividendo anual la hemos definido de la siguiente manera:

$$vdpa_o = \frac{D_o - D_{-1}}{D_{-1}}$$

donde el  $D_o$  es el dividendo por acción correspondiente al ejercicio 0, y  $D_{-1}$  es el dividendo correspondiente al periodo anterior.

Nuestra muestra de 45 empresas, incluye 238 aumentos de dividendos, 54 disminuciones de dividendos y 74 casos en los que no cambian (Tabla 2). Tal como le sucedía a DeAngelo y DeAngelo (1990) y Nissim y Ziv (2001), los aumentos en los dividendos son los más frecuentes. Observando los percentiles se aprecia la misma tendencia (Tabla 3). Además, en magnitud, los aumentos de los dividendos son más grandes que las disminuciones: la media de los incrementos está en 30,3% y de las disminuciones está en -24,95%. Sin embargo, los cambios en las disminuciones han sido más bruscos que en los aumentos como se observa en los percentiles dado que el 50% de los aumentos han sido inferiores al 16,4% mientras que un 50% de las disminuciones han sido superiores al 19%.

Tabla 2. Características de la muestra

	<b>Aumentos dividendos</b>	<b>Disminución dividendos</b>	<b>No cambios</b>	<b>Total</b>
<b>Nº Casos</b>	238	54	74	366
<b>%</b>	65%	15%	20%	100%

Tabla 3. Estadísticos descriptivos vdpa

<b>Observ.</b>	<b>Media</b>	<b>Desv.Tip.</b>	<b>P10</b>	<b>P25</b>	<b>P50</b>	<b>P75</b>	<b>P90</b>
Total Variaciones de dividendos							
366	0.1602	0.459	-0.09	0	0.08	0.2	0.45
Aumentos dividendos							
238	0.303	0.4981	0.05	0.09	0.164	0.29	0.55

<sup>7</sup> Los motivos de no relativizar los beneficios por el valor de mercado de los recursos propios son que dicho valor se ve afectado por la coyuntura del mercado bursátil, por lo que sus cambios no se deberían estrictamente a decisiones corporativas, y además, que la cotización refleja, en parte, las expectativas sobre las ganancias futuras de la empresa por lo que su inclusión distorsionaría la relación que pretendemos medir.

Disminuciones dividendos							
54	-0.2495	0.2206	-0.51	-0.4	-0.19	-0.05	-0.02

La distribución del número de incrementos, decrementos y no cambios en los dividendos a lo largo de los nueve años de la muestra aparece en la Tabla 4.

Tabla 4. Frecuencia de las variaciones de los dividendos por año

Año	Aumentos dividendos	Disminuciones dividendos	No cambios	Total anual
1996	16	2	15	33
1997	20	7	8	35
1998	24	6	8	38
1999	36	2	4	42
2000	33	4	8	45
2001	24	14	7	45
2002	24	12	7	43
2003	30	4	9	43
2004	31	3	8	42
Total por categoría	238	54	74	366

### 3.3. Especificación econométrica

Según los estudios teóricos y empíricos revisados para que se cumpla la hipótesis del contenido informativo de los dividendos debe contrastarse lo siguiente: *las empresas que incrementan (decrementan) los dividendos en un año tendrán incrementos (decrementos) no esperados en las ganancias futuras*<sup>8</sup>.

Para testar la hipótesis, dado que disponemos de información de 45 empresas durante varios años, aplicaremos la metodología de datos de panel. Una de las ventajas de los datos de panel es que proporcionan más información, mayor variabilidad, menor multicolinealidad entre las variables, mayores grados de libertad y más eficiencia.

El modelo para datos de panel que utilizamos es el modelo sin efectos<sup>9</sup>. El modelo sin efectos (pooled OLS) supone que no existen efectos individuales ni temporales, y realiza la regresión lineal por mínimos cuadrados ordinarios, por lo que constituye el método más básico y simple para analizar un panel de datos con la ventaja de ganar grados de libertad. Con este modelo es necesario que los residuos no presenten problemas de autocorrelación, muy normales cuando se trabaja con series temporales como es nuestro caso, ni de heterocedasticidad. Cuando la regresión realizada sea múltiple, se debe también estudiar los posibles problemas de multicolinealidad entre las variables independientes involucradas. Por último, y en función de la significatividad individual de los coeficientes de regresión se contrasta el grado información que contiene la variación de los dividendos sobre los cambios en los beneficios. Los test que se han realizado para alcanzar los objetivos han sido el de Durbin y Watson para identificar problemas de autocorrelación; el test de White para contrastar la presencia de heterocedasticidad en la perturbación aleatoria; el test de la t de Student para contrastar la significatividad individual de los coeficiente de regresión; el test de la F de Fisher para contrastar la

<sup>8</sup> En nuestro estudio asumimos que las ganancias siguen un movimiento aleatorio por lo que cualquier cambio en las mismas mide la rentabilidad no esperada.

<sup>9</sup> Los modelos estáticos para datos de panel también los hemos aplicado a nuestro panel de datos. Sin embargo, los resultados obtenidos niegan la importancia de la heterogeneidad inobservable (efectos individuales inobservables propios de cada empresa), es decir, los test realizados revelan que los modelos de efectos fijos y aleatorios no son consistentes. Por tanto, el modelo sin efectos (pooled OLS) es el que resulta más apropiado para el análisis del panel de datos del que partimos.



significatividad de la relación entre la variable dependiente y el conjunto de las independientes; y por último, el coeficiente de determinación ajustado se ha empleado como medida descriptiva de la bondad del ajuste del modelo.

Para contrastar la hipótesis de la información son tres las especificaciones econométricas que definimos.

*a) Modelo básico (modelo 1)*

Para estudiar la relación entre los cambios en los dividendos y las ganancias futuras, partimos del planteamiento más básico, y analizamos la correlación entre el ratio de cambio del dividendos por acción en el año cero y el cambio en las ganancias en los años cero, uno, y dos, que aparecen deflactadas por el valor contable de los recursos propios al comienzo de año para el cual se estima la variación del dividendo, tal como ya hicieron Benartzi et al. (1997) y Nissim y Ziv (2001).

En definitiva, el análisis de regresión que debemos realizar para cada uno de los tres periodos de estudio es el siguiente:

$$(B_t - B_{t-1}) / VCRP_{t-1} = \alpha + \beta vdp_{a0} + \epsilon_t$$

Este modelo asume que la relación entre los cambios en los dividendos y los cambios futuros en las ganancias son lineales. Debemos tener en cuenta que nosotros analizamos las variaciones de los dividendos desde el año 1995 al 2004, por lo que para el año  $t=0$ , la muestra incluye variaciones de los dividendos que ocurrieron entre 1996 y 2004, para  $t=1$ , entre 1996 y 2003, y para  $t=2$ , entre 1996 y 2002. Según la hipótesis de la información que estamos intentando contrastar  $\alpha$  y  $\beta$  deberían ser positivos.

*b) Modelos mejorados*

*Modelo 2:* Debemos tener presente que si solo consideramos el efecto informativo de los dividendos sobre las ganancias, los cambios en las ganancias podrían ser cero si tal hipótesis no se confirmara. Sin embargo, en presencia de más variables esto posiblemente no sea cierto. Por ejemplo, según Fremman, Ohlson y Penman (1982) un importante predictor de los cambios en las ganancias es la rentabilidad financiera retardada ( $ROE_{t-1}$ ), por lo que vamos a introducir dicha variable en el modelo.

$$(B_t - B_{t-1}) / VCRP_{t-1} = \alpha + \beta_1 vdp_{a0} + \beta_2 ROE_{t-1} + \epsilon_t$$

- Este análisis de regresión será para  $t=1$  y  $t=2$ .
- $ROE_{t-1} = B_{t-1} / VCRP_{t-1}$ , teniendo presente que ese beneficio es antes de extraordinarios.

En esta ecuación y siguiendo a Nissim y Ziv (2001) para que salga el valor informativo de los dividendos las dos betas deben ser significativas; la primera con signo positivo y la segunda con signo negativo.

*Modelo 3:* Por último, vamos a hacer una regresión que nos permite diferenciar entre los incrementos y las disminuciones de los dividendos dado que los efectos de los mismos pueden ser bien distintos sobre las variaciones de los beneficios. La estadística descriptiva ya nos ha indicado que los cambios en los dividendos no son simétricos para incrementos y disminuciones de los dividendos, por ello diferenciamos ambos movimientos mediante la inclusión de variables dummies.

$$(B_t - B_{t-1}) / VCRP_{t-1} = \alpha + \beta_{1p} DPC_0 vdp_{a0} + \beta_{1n} DNC_0 vdp_{a0} + \beta_2 ROE_{t-1} + \epsilon_t$$

- Este análisis de regresión será para  $t=1$  y  $t=2$ .
- DPC (DNC) es una variable dummy, que será igual a 1 si el dividendo incrementa (decrementa) y cero en el resto de los casos.

La estimación de los modelos planteados se realiza utilizando el paquete econométrico STATA 10.

#### 4. RESULTADOS EMPÍRICOS

La Tabla 5 presenta los resultados del modelo 1 a través del análisis pooled OLS desarrollado.

Tabla 5. Estimación del modelo 1

$(B_t - B_{t-1}) / VCRP_{t-1} = \alpha + \beta vdp_{a0} + \epsilon_t$			
Conceptos	T= 0	T= 1	T=2
Constante	0.0168819*** (0.0045382)	0.0277145*** (0.0060115)	0.0341648*** (0.0075217)
$\beta$	0.0254738 *** (0.0093284)	-0.0027722 (0.0138111)	-0.0268687 (0.0178037)
R <sup>2</sup> ajustado	0.0174	-0.0030	0.0046
F	7.46***	0.04*	2.28
Test White Heteroc.	5.7789**	1.068***	0.02***
Test Durbin Watson	2.164	1.87	1.83
N	366	321	276

Nota aclaratoria: \*, \*\* y \*\*\*, significativo al nivel del 10, 5 y 1% respectivamente.

Como podemos observar en dicha tabla tan sólo para  $t = 0$  se aprecia una relación significativa entre los cambios en los dividendos y los cambios en las ganancias, en el sentido de que los incrementos (disminuciones) de los dividendos indican que las ganancias corrientes serán superiores (inferiores) a las del periodo precedente. Sin embargo, para los periodos posteriores no se aprecia una relación significativa entre ambas variables.

Estos resultados son consistentes con la investigación previa realizada por Nissim y Ziv (2001) y Benartzi, Michaely y Thaler (1997) para muestras de empresas norteamericanas en el sentido de que  $\beta$  es positivo y altamente significativo para  $t = 0$ , pero no es significativo para  $t = 1$  y  $2$ .

Las Tablas 6 y 7 muestran los resultados de los modelos mejorados para expresar la relación entre las variaciones de las ganancias y los cambios pasados en los dividendos.

La Tabla 6 presenta los resultados del modelo 2. Según podemos apreciar la única variable que tiene una relación significativa con la variable dependiente es el ROE retardado tanto para  $t = 1$  como para  $t = 2$ , aunque el signo del coeficiente es positivo en lugar de negativo como era de esperar. Para terminar con los resultados obtenidos en esta tabla comentar que si bien con la introducción del ROE retardado el modelo de regresión ha ganado algo de calidad y se refuerza la relación lineal entre la variable dependiente y las independientes, los cambios en los dividendos siguen sin ser significativos para explicar los cambios futuros en las ganancias.

Tabla 6. Estimación del modelo 2

$(B_t - B_{t-1}) / VCRP_{t-1} = \alpha + \beta_1 vdp_{a0} + \beta_2 ROE_{t-1} + \epsilon_t$		
Conceptos	T= 1	T=2
Constante	0.0073011 (0.0091901)	0.0058225 (0.0112046)
$\beta_1$	-0.003895 (0.0136575)	-0.039516 ** (0.0178779)

$\beta_2$	0.1564061*** (0.0537144)	0.2282726 *** (0.0678741)
R <sup>2</sup> ajustado	0.0200	0.0407
F	4.26**	6.84***
Test White Heteroc.	3.871***	3.553***
Test Durbin Watson	1.926	1.916
N	321	276

Nota aclaratoria: \*, \*\* y \*\*\*, significativo al nivel del 10, 5 y 1% respectivamente.

Por último, la Tabla 7 presenta los resultados de la estimación del modelo 3 a través del análisis pooled OLS. La ventaja fundamental de esta especificación es que diferenciamos entre los incrementos y las disminuciones de los dividendos, dado que el valor informativo de los mismos puede ser distinto.

En este modelo, como era de esperar, el ROE retardado sigue teniendo una relación significativa con los cambios en las ganancias para los dos momentos del tiempo analizados. Por lo que se refiere a los incrementos en los dividendos (que son los más frecuentes en nuestra muestra) son significativos para  $t=2$ , es decir, que los aumentos en los dividendos dan información sobre los cambios que tendrán lugar en los beneficios de dentro de dos años, aunque con un signo contrario al esperado. Por otro lado, la disminución de los dividendos no parece tener una relación significativa en ningún periodo con los cambios futuros en las ganancias.

Estos resultados están en concordancia con la evidencia previa por lo que se refiere a los decrementos, ya que en el trabajo de Nissim y Ziv (2001) los decrementos son menos significativos que los incrementos, especialmente en  $t=2$ , y en Grullon, Michaely, Benartzi y Thaler (2005) los decrementos en los dividendos no están relacionados con los cambios futuros en las ganancias. No ocurre lo mismo con los incrementos de los dividendos, para los que en  $t=1$  no observamos una relación significativa con las ganancias, y en  $t=2$ , por el contrario, se aprecia que las ganancias disminuyen a los dos años siguientes al aumento del dividendo, lo que contradice totalmente la hipótesis de la información.

Con relación a estos resultados debemos precisar que al hacer la distinción entre incrementos y disminuciones de dividendos se reduce de manera considerable el número de datos, especialmente para el caso de las disminuciones, por lo que resulta más complicado extraer conclusiones significativas a partir de los mismos.

Tabla 7. Estimación del modelo 3

$(B_t - B_{t-1}) / VCRP_{t-1} = \alpha + \beta_{1p} DPC_0 vdp_{a_0} + \beta_{1n} DNC_0 vdp_{a_0} + \beta_2 ROE_{t-1}$		
Conceptos	T= 1	T=2
Constante	0.008805 (0.009684)	0.0064089 (0.0119346)
$\beta_{1p}$	-0.007285 (0.0152752)	-0.0408968** (0.0202961)
$\beta_{1n}$	0.017214 (0.0445445)	-0.0323334 (0.0527976)
$\beta_2$	0.155975*** (0.053785)	0.2280862*** (0.068008)
R <sup>2</sup> ajustado	0.0269	0.0373
F	2.92**	4.55***

Test White Heteroc.	3.9656***	4.3261***
Test Durbin Watson	1.921808	1.917356
N	321	276

Nota aclaratoria: \*, \*\* y \*\*\*, significativo al nivel del 10, 5 y 1% respectivamente.

En definitiva, según los resultados obtenidos no encontramos evidencia de que los cambios en los dividendos proporcionen información sobre los cambios futuros en las ganancias de las empresas españolas.

## 5. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos intentado contrastar la hipótesis de la información de los dividendos. Para ello, no hemos seguido la línea de investigación más habitual en este campo, que consiste en analizar la reacción del precio de las acciones ante los anuncios de cambios en los dividendos, sino que hemos optado por estudiar si los cambios en los dividendos son seguidos por cambios en las ganancias en la misma dirección. El motivo de nuestra elección ha sido que la evidencia obtenida en estudios de esta naturaleza es mixta, y además, en el mercado español es prácticamente inexistente un estudio de esta naturaleza.

El estudio empírico se centra en todas las empresas cotizadas en el mercado continuo español a finales de 2004 y en el periodo comprendido entre 1995 y 2004. Para testar la hipótesis de la información partimos de los modelos que recientemente se han aplicado, y utilizamos la metodología de datos de panel puesto que disponemos de datos de muchas empresas para varios años; en concreto aplicamos el modelo sin efectos (pooled OLS) porque es el que resulta más apropiado para el análisis del panel del que partimos.

Los resultados obtenidos muestran que para  $t = 0$  se aprecia una relación significativa entre los cambios en los dividendos y los cambios en las ganancias, en el sentido de que los incrementos (disminuciones) de los dividendos indican que las ganancias corrientes serán superiores (inferiores) a las del periodo precedente. Sin embargo, para los dos periodos posteriores no se aprecia una relación significativa entre ambas variables, independientemente del modelo utilizado, aunque para  $t=2$  las ganancias disminuyen a los dos años siguientes al aumento de los dividendos lo que contradice totalmente la hipótesis de la información.

Por tanto, según los resultados alcanzados no encontramos evidencia de que los cambios en los dividendos proporcionen información sobre los cambios futuros en las ganancias de las empresas españolas, todo lo más sobre los cambios presentes. En definitiva, nuestro estudio se alinea con la evidencia empírica, más predominante en los últimos tiempos, que no apoya la hipótesis de la información, como la de Watts (1973) y Grullon, Michaely, Benartzi y Thaler (2005).

## BIBLIOGRAFÍA

- Aharony, J. y Dotan, A. (1994): “Regular dividends announcements and stockholders returns: an empirical analysis”, *Journal of Finance*, vol. 35, pp. 1-12.
- Allen, F. y Michaely, R. (2003): “Pay out policy”, en Constantinides, G., Harris, M. y Stulz, R. (ed.), *Handbook of the economics of finance*, vol. 1A, Amsterdam, Elsevier.
- Asquith, P. y Mullins, D. (1983): “The impact of initiating dividend payments on shareholders’ wealth”, *The Journal of Business*, vol. 56, n°1, pp. 77-96.

- Bajaj, M. y Vijh, A.M. (1990): "Dividend clienteles and the information content of dividend changes", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 193-219.
- Bhattacharya, S. (1979): "Imperfect Information, Dividend Policy and the bird in the hand Fallacy", *Bell Journal of Economics*, vol.10, nº 1, pp. 259-270.
- Benartzi, S.; Michaely, R. y Thaler, R. (1997): "Do changes in dividends signal the future or the past?", *Journal of Finance*, vol. 52, nº 3, pp. 1007-1034.
- Brickley, J.A. (1983): "Shareholder wealth, information signalling and the specially designated dividend", *Journal of Financial Economics*, vol. 12, pp. 187-209.
- Charest, G. (1978): "Dividend information, stock returns and market efficiency", *Journal of Financial Economics*, vol. 6, pp. 297-330.
- DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (2007): "Payout policy pedagogy: what matters and why", *European Financial Management*, vol. 13, nº 1, pp. 11-27.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L. y Skinner, D. (1996): "Reversal of fortune: dividend signalling and the disappearance of sustained earnings growth", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, March, pp. 341-371.
- Espitia, M. y Ruiz, F.J. (1996): "El efecto informativo del anuncio de dividendos en el mercado de capitales español", *Investigaciones Económicas*, vol. 20, septiembre, pp. 411-422.
- Espitia, M. y Ruiz, F.J. (1995): "El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el mercado de capitales español", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 20, septiembre, pp. 411-422.
- García-Borbolla, A. y Larrán, M. (2005): "Factores explicativos de la política de dividendos: evidencias empíricas en mercados bursátiles europeos", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. 60, nº 185, pp. 209-227.
- Giner Bagués, E. y Salas Fumás, V. (1995): "Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles", *Investigaciones Económicas*, 19, nº 3, pp. 329-348.
- Gonedes, N. (1978): "Corporate signalling, external accounting, and capital market equilibrium: evidence on dividends, income and extraordinary items", *Journal of Accounting Research*, vol. 16, spring, pp. 26-79.
- González Rodríguez, F. (1995): "La reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos: la evidencia empírica en el mercado español de valores", *Investigaciones Económicas*, vol. 19, mayo, pp. 249-268.
- Grullon, G.; Michaely, R.; Benartzi, S. y Thaler, R. (2005): "Dividend changes do not signal changes in future profitability", *Journal of Business*, vol. 78, nº 5, pp. 1659-1682.
- Grullon, G.; Michaely, R.; y Swaminathan, B. (2002): "Are dividend changes a sign of firm maturity?", *Journal of Business*, vol. 75, July, pp. 387-424.
- Healy, P.M., y Palepu, K.G. (1988): "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", *Journal of Financial Economics*, vol. 21, pp. 149-176.
- John, K. y Williams, J. (1985): "Dividends, dilution, and taxes: a signalling equilibrium", *Journal of Finance*, nº40, September, pp. 1053-1070.
- López Iturriaga, F.J. y Rodríguez Sanz, J. A. (1999): "La decisión de dividendos en la empresa española: un contraste de teorías alternativas", *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*, nº 3, pp. 29-94.
- Lintner, J. (1956): "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes", *The American Economic Review*, vol. 46, nº 2, pp. 97-113.

Michaely, R.; Thaler, R. y Womack, K. (1995): "Price reactions to dividend initiations and omissions: