

# Estudio del dividendo como predictor del rendimiento total en acciones cotizadas

Joan Coll Solà<sup>1</sup>, Jordi Olivella Nadal<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Grupo de Investigación INNOVA PQ. Departamento de Organización de Empresas. Universidad Politécnica de Catalunya. juan.coll@upc.edu; jorge.olivella@upc.edu

**Palabras clave:** Análisis de inversiones, Valoración, Políticas de dividendo

## Resumen

*El precio de las acciones depende de factores diversos. Entre ellos el dividendo toma fuerza. Tras un período en el que las expectativas se valoraron por encima de la situación presente, actualmente predominan planteamientos más conservadores. El análisis de los principales valores españoles corrobora estos hechos. Un análisis diferenciado, por su parte, pone en evidencia particularidades individuales de diversos sectores.*

## 1. Introducción

El análisis fundamental sostiene que a largo plazo, el precio de las acciones depende del valor. Y sostiene también que el valor de un activo financiero (y, por ende, su precio) no es otro que el que se obtiene de descontar a la tasa de rentabilidad requerida por el riesgo asumido los flujos financieros futuros que de dicho activo se vayan a obtener. Y, en las acciones, estos no son otros que los dividendos.

En los años locos, los profetas de la nueva economía y beneficiarios de opciones sobre acciones, denostaron el dividendo por obsoleto y limitador de la ambición de crecimiento. Era la época de los splits, de las liberadas, y de otras entelequias retributivas que, propuestas fuera del mercado bursátil, hubieran sido recibidas con más estupor que desprecio por parte de cualquier inversor real (lamentablemente no fue así por buena parte de los agentes del mercado).

Tras el severo correctivo sufrido, la sensatez parece haberse instalado de nuevo en el mercado bursátil. En los peores momentos, Endesa y Santander han mantenido el dividendo. Telefónica vuelve a pagarlo, y la mayor parte de las compañías españolas vuelven a centrar en la clarificación de su política de dividendos futuros sus mejores argumentos para ganar la voluntad del inversor.

El análisis que se desarrolla ha de corroborar la fuerza del dividendo como indicador de salud de la empresa y por ende de rendimiento total.

## 2. Métodos de valoración basados en el rendimiento

Se han establecido estudios y modelos basados en las correlaciones entre las políticas de distribuciones de beneficios en forma de dividendos "pay-out" y el crecimiento de los beneficios futuros de la empresa (Moro, 1.993). El modelo Molodovsky (Brilman & Maire, 1.990), aplicado con éxito en la bolsa americana, proporciona un precio para las acciones en función de unos beneficios que evolucionarían de la siguiente forma:

- Tipo de crecimiento constante durante n años, siendo g una progresión exponencial del beneficio.
- Finalizado el período anterior. Tipo de crecimiento decreciente durante n' años, siendo g' un crecimiento exponencial frenado del beneficio.
- A continuación. Tipo de crecimiento nulo de beneficios desde la finalización del período anterior, es decir, beneficio constante.

El modelo no deja de estar sujeto a las distintas posibilidades sobre predicciones y tasas de actualización. El hecho es que, con uno u otro modelo, las distintas decisiones que deben tomarse para la valoración de los flujos futuros pueden dar lugar a resultados muy discutibles.

Otro elemento a considerar basado en el dividendo es el Yield Ratio. Mide la rentabilidad por dividendos actual de toda una Bolsa o la de un título en particular. Su importancia deriva de la ecuación  $K = D/P + G$ , con D/P rentabilidad por dividendo y G tasa de crecimiento de dividendos a largo plazo. De la descripción de los componentes de la tasa de crecimiento sostenible, parece poco razonable suponer que esta cifra sufra alteraciones importantes en períodos cortos. Así, el ajuste fundamental en la rentabilidad esperada tiene que venir por la rentabilidad por dividendo. Y precisamente de aquí deriva su gran valor. Las modificaciones en la rentabilidad por dividendo afectan directamente a la rentabilidad esperada a largo plazo.

Este ratio tiene un movimiento cíclico y, al contrario que el PER, se contrae en fases de desaceleración económica y se expande en fases de crecimiento.

¿Qué rentabilidad exigen los inversores para invertir en bolsa? Esta pregunta tiene, a su vez una ambigua respuesta: todo depende de la rentabilidad que ofrezcan activos o inversiones alternativas. Esto es, la rentabilidad deseada es una función de la rentabilidad que, en ese momento, ofrezcan los mercados monetarios y de renta fija, de tal forma que cuanto mayor sea la rentabilidad de estos activos de menor riesgo, mayor tendrá que ser la rentabilidad ofrecida por los mercados de renta variable. Las rentabilidades de estos activos alternativos también son cíclicas. Podemos observar la fuerte correlación entre inflación, la rentabilidad de los bonos y la rentabilidad por dividendo.

### **3. Análisis de la relación entre dividendos y rentabilidad total**

La relación entre dividendos y cotizaciones es un tema polémico y sobre el que se han formulado teorías contrapuestas Fonseca-Chacharo (1997). En este trabajo se analiza el fenómeno en base a datos recientes de la bolsa española. Se trata de una aproximación empírica, que compara rendimiento por dividendos y alzas en la cotización.

Una clara correlación entre dividendos y rentabilidad total han de reforzar la creencia en la política de dividendos como una señal clara de expectativas favorables, en línea con el comportamiento del mercado actual.

Título	Cotización media										Dividendos									
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Abertis	4,65	4,61	5,96	8,02	10,61	9,06	7,74	9,5	9,96	11,39	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,42	0,43
Acciona	10,46	7,46	8,51	18,56	38,49	49,26	40,27	40,71	41,21	44,47	0,22	0,22	0,22	0,33	0,38	0,51	0,58	0,7	0,85	1,38
Acerinox	3,63	3,97	4,33	7,02	5,86	7,22	8,71	8,46	9,71	8,91	0,08	0,12	0,12	0,12	0,12	0,23	0,27	0,27	0,29	0,21
ACS	1,96	1,63	1,65	4,7	9,42	9,06	8,75	9,74	10,26	11,77	0,09	0,1	0,11	0,11	0,12	0,13	0,17	0,2	0,24	0,27
Aguas barna	5,55	5,67	8,63	10,98	14,99	15,87	14,28	15,52	11,21	11,04	0,16	0,17	0,18	0,2	0,21	0,24	0,28	0,29	0,29	0,31
Altadis	4,4	5,16	6,59	10,37	19,52	18,08	15,05	16,39	21,27	22,13	0,17	0,19	0,21	0,31	0,41	0,5	0,56	0,62	0,7	0,8
Amadeus						9,74	11,16	7,01	6,13	4,98						0	0,09	0,06	0,05	0,06
Amper	1,67	3,59	5,28	11,66	10,53	13,33	7,93	6,92	3,29	3,05	0	0	0,26	0,26	0,27	0	0	0	0	0
Arcelor									10,31	10,88									0,38	0,4
Banesto	5,16	4,58	4,59	7,36	10,72	13,43	14,04	12,45	11,72	7,65	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bankinter	11,97	10,75	14,64	23,06	29,45	37,46	50,06	37,7	29,57	29,09	0,47	0,51	0,61	0,71	0,8	0,87	0,87	0,87	0,91	0,96
BBVA	2,14	2,43	3,62	7,53	13,6	13,33	15,47	14,65	11,16	9,11	0,12	0,13	0,15	0,19	0,22	0,27	0,35	0,38	0,35	0,38
Bk andal	22,32	23,37	26,8	33,68	45,98	34,61	28,65	35,43	46,19	62	1,07	1,09	1,11	1,17	1,2	1,3	1,44	1,62	1,82	2
Bk castilla	6	6,37	6,99	10,95	20,27	16	12,36	11,2	12,15	12,71	0,33	0,36	0,36	0,38	0,38	0,39	0,41	0,43	0,47	0,49
Bk galicia	6,19	6,6	8,09	8,78	16,74	15,65	13,03	13,83	15,56	15,66	0,33	0,34	0,35	0,38	0,42	0,45	0,48	0,52	0,55	0,64
Bk guipuz	4,91	4,51	4,98	7,14	9,63	11,39	15,11	17,88	19,73	18,06	0,17	0,24	0,24	0,25	0,13	0,31	0,36	0,41	0,44	0,5
Bk pastor	6,28	5,9	7,45	10,02	17,21	15,21	14,66	15,03	17,15	21,86	0,22	0,24	0,27	0,31	0,33	0,39	0,45	0,52	0,52	0,52
Bk popular	11,75	13,9	17,2	24,81	34,9	32,56	33,16	38,62	42,48	42,47	0,64	0,70	0,78	0,85	0,98	1,06	1,19	1,36	1,5	1,61
Bk sabadell								16,93	15,32	15,44								0,5	0,5	0,5
Bk valencia	2,81	2,72	3,51	5,07	7,2	6,98	8,76	9,21	11,6	13,99	0,16	0,18	0,2	0,16	0,18	0,19	0,18	0,18	0,18	0,18
BSCH	2,79	2,46	3,14	6	9,78	9,83	11,16	10,2	7,85	7,37	0,11	0,14	0,16	0,19	0,19	0,23	0,27	0,28	0,29	0,3
Cdt balear	4,46	4,56	7,13	11,66	18,91	17,84	14,4	12,63	13,45	15,92	0,12	0,29	0,35	0,43	0,48	0,52	0,54	0,54	0,6	0,67
Cepsa	6,26	6,54	7,72	9,12	10,43	21,02	9,35	12,15	16,58	23,18	0,22	0,24	0,24	0,26	0,31	0,37	0,46	0,6	0,69	0,95
Colonial						12,73	13,08	13,63	14,16	16,24						0,47	0,54	0,63	0,76	0,87
Constr aux fer	46,77	30,52	28,38	35,66	33,6	24,72	21,39	26,96	36,43	46,83	0,95	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,09	1,09	1,09	1,09
Corp alba	5,82	6,38	10,48	15,81	18,78	25,54	28,32	24,2	21,13	20,83	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Duro Felguera	3,87	2,92	4,26	10,09	9,35	7,05	6,51	7,23	6,29	6,35	0	0	0	0,24	0,24	0,24	0,35	0,25	0,25	0
Ebro-Puleva	5,48	4,94	5,69	9,85	13,27	10,25	8,25	8,14	8,8	8,03					0,13	0,25	0,17	0,19	0,24	0,3
Enagas									5,79	6,65									0,23	0,3
Endesa	9,51	9,11	11,65	16,45	20,68	20,65	21,06	18,32	13,8	13,2	0,24	0,28	0,42	0,46	0,53	0,59	0,65	0,68	0,68	0,7
Fomento	10,93	7,84	7,96	13,44	22,92	26,88	20,07	23,37	23,79	25,22	0,1	0,11	0,12	0,13	0,16	0,16	0,47	0,52	0,55	0,71
Gamesa							8,13	7,3	5,85	6,63							0	0	0,12	0,17
Gas natural	5,56	7,12	11,84	15,13	21,12	24,51	19,2	19,3	19,15	17,9	0,08	0,1	0,13	0,15	0,18	0,25	0,28	0,33	0,4	0,6
Grupo Ferrovial						18,82	13,94	18,81	24,95	24,52						0,2	0,28	0,41	0,67	0,6
Iberdrola	5,65	5,43	7,82	10,51	14,36	13,95	13,42	15,29	13,74	14,73	0,37	0,39	0,42	0,44	0,47	0,5	0,54	0,58	0,61	0,67
Iberia								1,08	1,61	1,73							0,05	0,01	0,04	0,03
Inditex								19,62	21,9	19,78								0,11	0,14	0,14
Mapfre	5,91	6	6,54	7,82	9,22	18,27	17,06	18,02	7,3	9,31	0,15	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,19	0,19	0,19	0,21
Metrovacesa	11,73	8,9	10,13	13,6	20,9	20,54	16,95	16,61	19,29	24,24	0,32	0,33	0,35	0,36	0,39	0,47	0,59	0,87	0,94	1,32
NH Hoteles	2,55	2,44	2,35	3,92	10,4	11,4	12,49	12,72	11,05	8,89	0,06					0,22				0,25
Prisa							22,94	12,66	9,1	8,29							0,11	0,09	0,09	0,1
Prosegur	3,35	3,36	5,66	9,76	10,98	9,38	12,37	13,68	13,21	12,41	0,15	0,17	0,19	0,19	0,2	0,22	0,22	0,22	0,22	0,24
Red electr españa						6,9	10,48	10,35	10,3	11,3						0,37	0,42	0,46	0,48	0,55
Repsol	8,23	7,59	8,84	12,05	14,95	18,41	20,52	18,33	12,93	14,08	0,28	0,34	0,36	0,4	0,44	0,42	0,5	0,21	0,31	0,4
Sogecable						33,11	41,84	25,04	17,35	16,44						0	0	0	0	0
Tavex algod	2,28	1,79	1,63	2,96	3,41	2,34	2,12	2,43	3,06	3,15			0,08	0,1	0,12	0	0,1	0,13	0,14	0,1
Telefonica	2,89	2,45	3,78	6,43	10,37	13,83	21,67	15,51	10,49	10,04	0,12	0,15	0,18	0,2	0	0	0	0	0	0,2
Telf moviles							10,6	8,05	6,86	6,91							0	0	0,17	0,18
TPI						10,08	11,93	5,26	3,96	3,95						0,1	0,12	0,1	0,11	0,25
Tubacex	1,27	0,75	0,95	2,24	2,35	1,8	1,55	1,32	1,43	1,3	0	0	0	0	0	0,04	0,03	0,04	0,04	0,02
Union fenosa	3,76	3,4	4,98	7,7	12,22	14,22	20,54	19,81	15,6	13,44	0,28	0,3	0,32	0,33	0,36	0,43	0,45	0,48	0,49	0,55
Unipapel	5,34	4,6	3,5	4,49	6,74	10,1	10,36	13,08	14,29	14,86	0,09	0,03	0,03	0,04	0,04	0,2	0,06	0,08	0,08	0,2
Uralita	2,79	2,64	2,21	2,94	3,58	8,11	6,92	6,08	6,24	6,07	0	0,09	0,05	0,07	0,08	0,08	0,09	0,08	0,04	0
Urbis	2,05	1,81	1,55	3,44	6,13	6,24	4,82	4,55	5,43	6,68	0	0	0	0	0	0	0	0,15	0,2	0,25
Vallehermoso	5,04	4,19	4,86	7,46	10,74	9,13	6,64	7,57	8,73	10,11	0,1	0,11	0,11	0,11	0,12	0,16	0,2	0,24	0,3	0,36
Vasconia	2,25	2,72	4,21	6,09	11,96	10,53	8,78	8,04	8,45	8,79	0,11	0,18	0,19	0,21	0,24	0,24	0,26	0,29	0,32	0,33
Viscofan	8,17	4,72	5,19	8,99	15,92	10,33	6,89	5,05	7,11	6,56	0,09	0,06	0,08	0,05	0,05	0,1	0,1	0,1	0,08	0,08
Zardoya otis	3,43	3,22	3,63	5,18	7,95	7,58	6,41	8,17	10,64	13,6	0,17	0,18	0,19	0,23	0,23	0,27	0,31	0,35	0,43	0,53

Tabla 1

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Divi. 94a99	Coti. 94a00	Divi. 01a03	Coti. 94a03	Coti. 00a03
Abertis	8,8	8,9	6,9	5,1	3,9	4,5	5,3	4,3	4,2	3,8	44,37%	2,08	12,77%	4,19	2,01
Acciona	2,1	2,9	2,6	1,8	1,0	1,0	1,4	1,7	2,1	3,1	11,98%	4,69	7,04%	6,99	1,49
Acerinox	2,3	3,0	2,8	1,7	2,0	3,1	3,1	3,2	2,9	2,4	15,87%	2,69	8,72%	3,14	1,17
ACS	4,7	6,1	6,7	2,3	1,3	1,4	1,9	2,1	2,3	2,3	24,59%	15,81	6,87%	10,12	0,64
Aguas barna	2,8	2,9	2,0	1,8	1,4	1,5	2,0	1,9	2,6	2,8	13,15%	3,77	7,44%	3,33	0,88
Altadis	4,0	3,7	3,2	3,0	2,1	2,8	3,7	3,8	3,3	3,6	20,24%	2,84	11,07%	7,97	2,81
Amper	0,0	0,0	4,8	2,2	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,87%	4,79	0,00%	2,13	0,44
Bankinter	3,9	4,7	4,2	3,1	2,7	2,3	1,7	2,3	3,1	3,3	22,80%	5,69	8,94%	3,59	0,63
BBVA	5,4	5,4	4,2	2,5	1,6	2,0	2,3	2,6	3,1	4,2	23,13%	7,01	10,23%	5,99	0,85
Bk andal	4,8	4,7	4,1	3,5	2,6	3,8	5,0	4,6	3,9	3,2	25,81%	1,33	12,20%	3,24	2,45
Bk castilla	5,6	5,6	5,2	3,5	1,9	2,4	3,3	3,8	3,9	3,9	26,64%	2,17	12,01%	2,81	1,29
Bk galicia	5,3	5,1	4,4	4,3	2,5	2,9	3,7	3,8	3,5	4,1	27,08%	2,10	11,82%	3,30	1,57
Bk guipuz	3,5	5,4	4,9	3,5	1,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,8	23,27%	2,91	7,47%	5,17	1,78
Bk pastor	3,5	4,1	3,6	3,0	1,9	2,5	3,1	3,5	3,0	2,4	20,15%	6,77	9,13%	3,92	0,58
Bk popular	5,4	5,0	4,5	3,4	2,8	3,2	3,6	3,5	3,5	3,8	27,07%	2,36	11,24%	4,12	1,75
Bk valencia	5,8	6,7	5,7	3,2	2,5	2,7	2,1	2,0	1,6	1,3	29,69%	3,77	4,87%	9,36	2,48
BSCH	4,0	5,7	4,9	3,2	1,9	2,3	2,4	2,7	3,7	4,1	24,10%	4,40	10,88%	3,68	0,84
Cdt balear	2,7	6,3	4,9	3,7	2,5	2,9	3,8	4,3	4,5	4,2	25,29%	3,22	13,51%	4,34	1,34
Cepsa	3,5	3,7	3,1	2,9	3,0	1,8	4,9	4,9	4,2	4,1	19,25%	1,51	13,79%	4,49	2,97
Constr aux fe	2,0	3,3	3,6	2,8	3,0	4,1	5,1	4,0	3,0	2,3	20,35%	0,49	9,65%	1,45	2,99
Corp alba	2,1	1,9	1,1	0,7	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	7,08%	6,19	1,65%	4,60	0,74
Duro Felgue	0,0	0,0	0,0	2,4	2,6	3,4	5,4	3,5	4,0	0,0	8,58%	1,73	7,57%	1,87	1,08
Endesa	2,5	3,0	3,6	2,8	2,6	2,9	3,1	3,7	4,9	5,3	18,67%	2,75	14,59%	2,15	0,78
Fomento	0,9	1,4	1,5	0,9	0,7	0,6	2,3	2,2	2,3	2,8	6,10%	2,24	7,53%	3,66	1,63
Gas natural	1,3	1,4	1,1	1,0	0,9	1,0	1,5	1,7	2,1	3,4	6,95%	3,99	7,31%	4,01	1,00
Iberdrola	6,5	7,2	5,4	4,2	3,3	3,6	4,0	3,8	4,4	4,5	34,12%	2,86	13,33%	3,83	1,34
Mapfre	2,6	2,9	2,7	2,3	2,0	1,0	1,1	1,1	2,6	2,3	14,18%	2,85	6,02%	1,97	0,69
Metrovacesa	2,7	3,7	3,5	2,6	1,9	2,3	3,5	5,2	4,9	5,4	17,79%	1,74	16,38%	3,43	1,97
NH Hoteles	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	2,8	4,33%	4,85	2,81%	4,02	0,83
Prosegur	4,4	4,9	3,4	1,9	1,8	2,3	1,8	1,6	1,7	1,9	20,25%	3,82	5,30%	4,81	1,26
Repsol	3,4	4,5	4,1	3,3	2,9	2,3	2,4	1,1	2,4	2,8	22,31%	2,67	6,51%	2,71	1,01
Tavex algod	0,0	0,0	4,9	3,4	3,5	0,0	4,7	5,3	4,6	3,2	12,27%	0,99	13,67%	1,52	1,54
Telefonica	4,3	6,3	4,7	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	19,64%	12,24	1,99%	5,52	0,45
Tubacex	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	1,9	3,0	2,8	1,4	2,22%	2,44	7,38%	2,63	1,07
Union fenosa	7,4	8,8	6,4	4,3	2,9	3,0	2,2	2,4	3,1	4,1	37,64%	6,40	9,96%	5,88	0,92
Unipapel	1,7	0,7	0,9	0,9	0,6	1,9	0,6	0,6	0,6	1,3	6,79%	2,11	2,56%	3,68	1,75
Uralita	0,0	3,3	2,1	2,4	2,2	1,0	1,3	1,3	0,6	0,0	11,52%	2,86	1,97%	1,45	0,51
Urbis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	3,7	3,7	0,00%	3,06	11,11%	5,97	1,95
Vallehermoso	2,0	2,7	2,3	1,5	1,1	1,8	3,0	3,2	3,4	3,6	11,99%	1,60	10,52%	2,65	1,65
Vasconia	4,8	6,5	4,6	3,4	2,0	2,3	3,0	3,6	3,8	3,8	25,99%	3,85	11,57%	5,43	1,41
Viscofan	1,1	1,3	1,4	0,5	0,3	1,0	1,4	2,0	1,1	1,2	5,70%	1,33	4,39%	1,30	0,98
Zardoya otis	4,9	5,5	5,3	4,4	2,9	3,6	4,9	4,3	4,0	3,9	29,67%	2,95	12,74%	5,70	1,93

Tabla 2

En la Tabla 1 se incluyen las cotizaciones y dividendos de las empresas del Ibex35 y de las más significativas de la bolsa de Madrid. Se trata de analizar empresas con suficiente recorrido en el mercado como para el análisis que se va a efectuar sea posible.

En la Tabla 2 se incluyen los rendimientos por dividendos entre los años 1.994 y 2.003. Se han eliminado aquellos que no cubrían todo el periodo. Las columnas siguientes significan:

(Divi. 94a99)

Rendimiento acumulado por dividendos a interés compuesto entre los años 1.994 y 1.999.

(Coti. 94a00)

Revalorización de la cotización entre 1.994 y marzo del 2.000.

(Divi. 01a03)

Rendimiento acumulado a interés compuesto entre los años 2.001 y 2.003

(Coti. 94a03)

Revalorización de la cotización entre 1.994 y 2.003

(Coti. 00a03)

Revalorización de la cotización entre marzo del 2.000 y 2.003

El 6 de Marzo del 2.000 se marcó el máximo de una larga etapa de crecimiento de las cotizaciones. El ciclo alcista, especialmente intenso, primó las expectativas de determinados sectores frente a los títulos más estables. Se toman los datos desde 1.994 hasta ese máximo y de este hasta 31 de Diciembre de 2.003.

Los resultados respecto a la relación entre dividendos y cotización razonablemente han de ser distintos entre ambos periodos. Hay que indicar que entre 2000 y 2003 los índices de la bolsa han disminuido, pese a lo cual una gran mayoría de títulos reflejan ganancia. Ello es debido a la gran ponderación de algunos títulos con pérdidas.

La correlación entre la columna (Divi. 94a99). y la columna (Coti. 94a00) es 0,1135 y que la correlación entre la columna (Divi. 01a03) y la columna (Coti. 94a03) es 0,4628. De este modo, los dividendos explican muy escasamente la revalorización de la cotización hasta 2.000 pero la explican muy fuertemente en el periodo posterior. Si se considera el beneficio por dividendos y el beneficio por la cotización simultáneamente la ventaja de las empresas con fuerte rendimiento es muy elevada.

Incluso en el periodo del 1994 al 2000 la correlación es positiva. En ese periodo predominaron las alzas de las empresas con unas expectativas que superaban en mucho sus resultados presentes. De este modo, cabría esperar que el reparto de dividendo fuera

un signo contrario al alza de la cotización. Por el contrario, resulta ser un signo, aunque levemente, positivo.

Se puede pensar que el mercado valora tan fuertemente las expectativas frente al reparto de dividendo que los valores con una relación ventajosa entre cotización y precio superan incluso en revalorización de la cotización a los otros.

No sería correcto deducir de ello que se da una mala valoración del mercado, en tanto que, en los valores de crecimiento, se dan unas expectativas que el inversor puede valorar correctamente desde su punto de vista, aún cuando, en términos de media, su precio no este justificado. Sí existe, por el contrario, una señal clara en el periodo posterior, en que se busca la diversificación y la limitación de la variabilidad.

Hay que indicar, a este respecto, que en el periodo de la llamada “burbuja tecnológica” la valoración bursátil de las empresas de alta tecnología alcanzó cotas imposibles de explicar con los métodos tradicionales de valoración. Se produjo un movimiento alcista espectacular “Entre 1994 y comienzos del 2.000 la relación entre capitalización del mercado de las empresas no financieras y el PIB pasó de 1,3 a 3, más del 75% por encima del nivel más alto alcanzado previamente, pese a que el beneficio después de impuestos de las empresas solo crecieron un 41,2%.

Para animar a los nuevos compradores, se argumentaba que era una nueva economía y que los parámetros tradicionales no servían para aplicarlos a una situación novedosa, siguiendo a Torrero (2.005).

Existen razones, pues, para que en esta fase el mercado no operara con parámetros usuales. No se trata de falta de racionalidad, sino de un entorno con perspectivas nuevas y, por tanto, con un nuevo enfoque. Al final resultó que las ganancias de la llamada “nueva economía” se dirigieron fundamentalmente a compañías que ya de entrada presentaban mejores ratios. Esta experiencia, pues, refuerza la validez de basarse en el rendimiento presente.

#### **4. Análisis por sectores**

Las compañías siguen políticas de dividendos distintas según las circunstancias. Según se prueba en Giner y Salas (1995), en la bolsa española la política de dividendos es contingente. El análisis que aquí se efectúa sería sesgado si no se señalara este elemento diferencial entre compañías. Si bien se ha visto que globalmente el dividendo es un predictor de la revalorización de los valores, a nivel individual puede no serlo en absoluto. Se tratará pues de una señal tendencial y significativa a nivel de carteras.

Estas ideas pueden ser también analizadas con carácter sectorial. Las tablas 3, 4 y 5 y las Ilustraciones 1, 2 y 3 reflejan los resultados de este tipo de análisis.

Sector eléctrico ha cuidado siempre la retribución por dividendo de un accionariado rentista estable, al igual que el bancario. Se aprecia entonces un comportamiento muy paralelo de la retribución en dividendos sobre cotización.

SECTOR ELECTRICO				
Años	Iberdrola	Un. Fenosa	Endesa	Red Electrica
1990	8,88%	4,01%	4,82%	
1991	8,69%	7,24%	4,47%	
1992	8,78%	9,20%	3,71%	
1993	7,65%	13,79%	2,68%	
1994	6,89%	7,44%	1,21%	
1995	7,72%	8,23%	2,61%	
1996	5,63%	6,02%	2,38%	
1997	4,47%	4,15%	2,55%	
1998	3,48%	2,70%	2,22%	
1999	3,87%	2,53%	2,57%	0,00%
2000	4,32%	2,09%	2,80%	3,61%
2001	3,99%	2,27%	3,55%	4,09%
2002	4,87%	3,14%	4,93%	4,46%
2003	5,23%	3,79%	5,15%	4,25%
2004	4,01%	3,10%	4,49%	3,89%
<b>RENTAB. Media</b>	5,90%	5,31%	3,34%	3,38%

Tabla 3

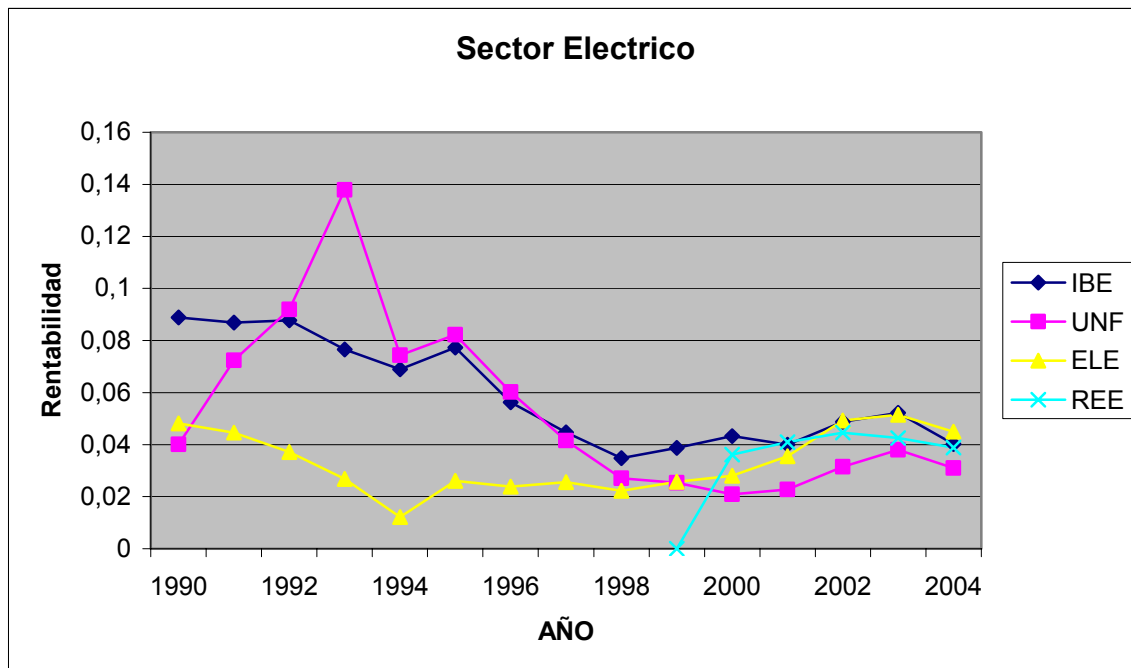


Ilustración 1

<b>BANCOS</b>						
<b>Años</b>	<b>B.Andalucía</b>	<b>BSCH</b>	<b>Bk Popular</b>	<b>BBVA</b>	<b>Bankinter</b>	<b>Banesto</b>
1990	6,09%	4,35%	6,04%	6,38%	4,45%	5,58%
1991	5,74%	4,59%	5,45%	5,29%	4,67%	5,65%
1992	6,81%	5,87%	6,43%	6,57%	6,63%	8,19%
1993	4,95%	4,08%	5,01%	5,42%	4,51%	0,00%
1994	4,74%	4,01%	5,12%	5,29%	3,76%	0,00%
1995	4,62%	3,72%	4,69%	4,97%	4,56%	0,00%
1996	4,14%	4,60%	4,16%	3,82%	3,82%	0,00%
1997	3,36%	2,77%	3,30%	2,17%	2,84%	0,00%
1998	2,78%	1,00%	3,37%	2,79%	2,95%	0,00%
1999	3,64%	2,59%	2,64%	2,40%	2,00%	0,00%
2000	4,82%	3,32%	3,33%	1,87%	1,74%	0,00%
2001	4,35%	3,04%	3,16%	2,39%	2,31%	0,00%
2002	3,59%	3,82%	3,27%	3,58%	3,79%	1,17%
2003	3,37%	4,07%	3,65%	3,84%	3,23%	3,01%
2004	2,91%	3,57%	3,55%	3,52%	3,10%	2,97%
<b>RENTAB. Media</b>	<b>4,39%</b>	<b>4,29%</b>	<b>4,21%</b>	<b>4,02%</b>	<b>3,62%</b>	<b>1,77%</b>

Tabla 4

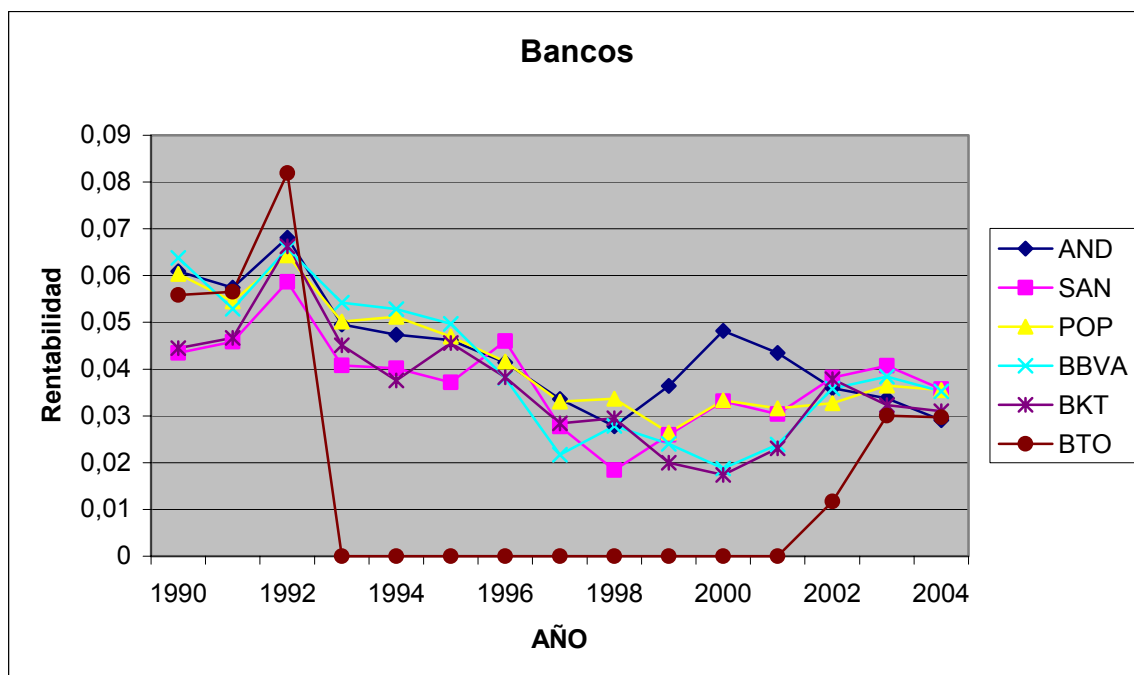


Ilustración 2



CONSTRUCCIONES INMOBILIARIAS								
Años	Inm. Colonial	Sacyr-Valle	Metrovac esa	ACS	In.Urbis	Ferrovial	Acciona	FCC
1990			1,57%	0,98%	4,04%		1,51%	
1991			1,71%	2,05%	3,51%		1,35%	
1992			2,84%	4,24%	7,54%		3,01%	0,36%
1993			4,46%	2,31%	7,24%		3,03%	0,97%
1994			1,17%	3,01%	0,00%		2,10%	0,87%
1995			2,77%	5,55%	0,00%		2,95%	1,27%
1996			2,55%	5,95%	0,00%		2,58%	1,37%
1997			2,07%	2,30%	0,00%		1,19%	0,86%
1998			1,80%	1,88%	0,00%		0,17%	0,50%
1999	0,00%		3,32%	0,00%	0,00%	0,00%	0,35%	0,73%
2000	3,88%		2,77%	1,49%	0,00%	2,37%	0,60%	0,80%
2001	4,26%		6,15%	1,71%	0,00%	2,98%	1,45%	3,17%
2002	4,66%		4,45%	1,95%	2,76%	1,84%	1,70%	2,19%
2003	4,93%	4,08%	3,88%	2,04%	2,99%	2,81%	2,70%	1,31%
2004	3,75%	2,64%	3,93%	4,39%	2,66%	1,84%	2,60%	3,52%
<b>R. Media</b>	<b>3,58%</b>	<b>3,36%</b>	<b>3,03%</b>	<b>2,66%</b>	<b>2,05%</b>	<b>1,97%</b>	<b>1,82%</b>	<b>1,38%</b>

Tabla 5

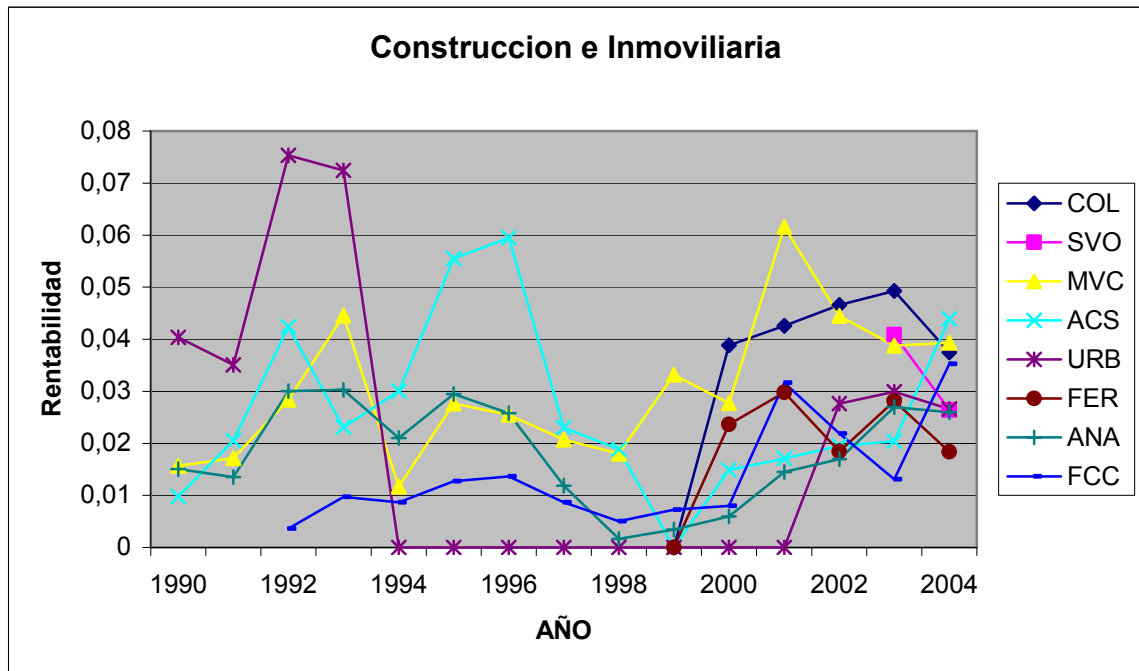


Ilustración 3

En el constructor, en función de las perspectivas de crecimiento futuro en construcción servicios y medio ambiente a nivel nacional e internacional, han adoptado las empresas muy diferentes políticas de dividendo.

## **Conclusiones**

El peso del dividendo como predictor de un alto rendimiento total y, incluso, de rendimiento por cotización, queda claramente reflejado por los datos estudiados. El periodo previo al marzo del 2.000 registró grandes revalorizaciones de valores basados en expectativas, pero a pesar de ello el dividendo sigue reflejando una relación positiva con la cotización. En el periodo siguiente, al relación es muy clara.

Estos resultados son válidos a nivel global y, por tanto, a nivel de cartera, pero deben ser matizados a nivel individual por las muy distintas políticas que se siguen entre sectores y también entre empresas de un mismo sector.

## **Referencias**

- Ahorro Corporación. Informe de coyuntura: Mercados y Fondos de Inversión (quincenal).
- Ahorro Corporación. Informe mensual de fondos de inversión (mensual).
- Asset Pricing Model). Análisis Financiero, Instituto Español de Analistas Financiero, 78, pp. 76-8  
Barcelona.
- Black, Fischer (1.999). Estimación del rendimiento esperado, Análisis Financiero, Instituto
- Brilman, J.; Maire, C. (1.990). Manual de valoración de empresas. Madrid: Díaz de Santos.
- Español de Analistas Financiero, 78, pp. 30-34.
- Fonseca-Chacharo, I. (1997) Actúan los dividendos como señal? Un contraste basado en los cambios de la fiscalidad en España (1985-1995). (With English summary.). Investigaciones Economicas, Vol 21, No.1, pp.93.
- Giner, E.; Salas, V. (1995) Explicaciones alternativas para la política de dividendos: Análisis empírico con datos empresariales españoles. (With English summary.). Investigaciones Economicas, Vol 19, No.3, pp.329.
- Marín, José M.; Rubio, Gonzalo (2.001). Economía Financiera. Antoni Bosch, editor.
- Villalba Nogales, Enrique (1.999) "El CAPM generalizado. GCAPM (Generalized Capital
- Torrero Mañas, Antonio (2.005). Burbujas e inestabilidad: El estado de la cuestión. Análisis Financiero nº 96 Tercer Trimestre 2.004.