

LA POLÉMICA DE LA SEÑALIZACION: BENEFICIOS VS. DIVIDENDOS

Esteban Fernández González. Universidad de Cantabria
Universidad de Valencia

RESUMEN

El objetivo del presente trabajo es comprobar como reaccionan los inversores que actúan en el mercado de valores español ante las noticias que aparecen acerca de las empresas, dado que la teoría indica que los dividendos es la señal que contribuye en mayor grado a reducir la asimetría informativa existente entre la dirección y los accionistas, es decir, que mejor muestra la situación actual y perspectivas de las empresas, mientras que los anuncios de beneficios no han sido considerados tradicionalmente como una noticia tan relevante para los inversores. Nuestro análisis llega a conclusiones contrarias a las esperadas, dado que el análisis de los cambios de las cotizaciones ante los anuncios de dividendos y beneficios de una muestra de setenta empresas que cotizan en el mercado de valores español entre 1990 y 1996 nos muestra una respuesta más intensa de los precios ante los anuncios de beneficios que ante los de dividendos.

INTRODUCCION

En la mayoría de los modelos teóricos se supone un escenario de información perfecta y gratuita, que origina en todos los inversores expectativas homogéneas sobre los flujos de caja que la empresa generará en el futuro. Sin embargo, en la realidad existe un coste de obtener información que altera ese escenario ideal y que permite distinguir entre dos grupos de inversores según el conocimiento que posean acerca de la empresa. Por un lado, tenemos a los accionistas próximos a la dirección de la empresa que poseen mejor información que el resto de inversores externos a la gerencia, accionistas no directivos y acreedores principalmente, sobre la calidad real de los proyectos actuales y las oportunidades futuras de inversión, aunque solo sea como resultado del seguimiento directo que realizan de tales proyectos. Como consecuencia de la asimetría de información existente entre los accionistas internos y el resto de inversores aparece el problema de que el valor de mercado y el valor intrínseco de la empresa son distintos, ya que el mercado descuenta una determinada percepción de los flujos de caja futuros derivada de una información incompleta, valor de mercado, mientras que la mayor información disponible por los accionistas próximos a la dirección les permite estimar mejor el valor intrínseco, al anticipar de forma más exacta los flujos que realmente se obtendrán. Así pues, para garantizar una correcta valoración de las sociedades cotizadas es necesaria la transferencia de información que permita diferenciar la calidad de las oportunidades de inversión disponibles por cada empresa (Akerloff, 1970; Leland y Pyle, 1977).

La existencia de asimetría informativa acerca de la capacidad de la empresa para generar flujos de caja en el futuro hace que el establecimiento de una política de transmisión de información beneficie tanto a los accionistas internos a la dirección como a los externos, al permitir que sólo los proyectos rentables de inversión sean financiados. Sin embargo, la existencia de riesgo moral impide la validez de la transferencia directa de información, al tratar los internos de cada empresa de exagerar las cualidades o aspectos positivos, y minimizar u ocultar sus circunstancias negativas. En esta línea, las declaraciones de la dirección o la publicación de estados contables pueden ser poco eficaces para reducir la brecha informativa existente, al ser fácilmente imitables por los internos de cualquier empresa. Por tanto, los inversores exigen a los directivos que comuniquen la información de forma eficiente, es decir, de manera que no perjudique la situación competitiva de la empresa, y de la forma menos costosa y más creíble posible. La solución consiste en que la parte informada tome la iniciativa de adoptar un comportamiento, que adecuadamente interpretado por la otra parte, transmita información relevante para los inversores. Esta estrategia recibe el nombre de "señales".

Las señales informativas, para ser creíbles y por tanto útiles como tales, deben tener un coste significativo para la empresa que las envía y sus directivos, en caso de no ser ciertas, que desincentive su utilización cuando las expectativas no sean realmente positivas. El beneficio derivado de emitir una señal informativa se refleja principalmente en el aumento del valor de la empresa en el mercado, frente al que le es asignado cuando no hay información para distinguir su verdadera situación, en cuyo caso todas las empresas serían valoradas a un precio intermedio, como consecuencia del efecto de selección adversa. Para que la señal se envíe, y además permita una aproximación a la situación real, los directivos han de

tener un incentivo que les incline a utilizar sus decisiones como tales. Este incentivo puede vincularse a que una parte no irrelevante de su remuneración dependa del valor de la empresa tras el envío de la señal, y/o más en general a que la función objetivo de los gerentes dependa de la valoración a posteriori del mercado y, por tanto, de la veracidad de la información transmitida.

El resto del trabajo presenta la siguiente estructura: en primer lugar se muestran los argumentos teóricos y los principales análisis empíricos que muestran la relevancia de los dividendos y los beneficios en la valoración de las empresas, a continuación se indica la metodología empleada para comparar el impacto de tales anuncios en las cotizaciones de los títulos de las empresas negociadas en el mercado de valores español y, por último, se comentan los resultados obtenidos.

SEÑALES RELEVANTES: DIVIDENDOS FRENTE A BENEFICIOS

La polémica relativa a si los dividendos y beneficios son señales complementarias o sustitutivas puede considerarse clásica en la literatura, discutiéndose acerca de cual de estas variables es más relevante para los inversores. La corriente más aceptada es la que propone que los dividendos aportan más información, ya que su reparto puede ser decidido discrecionalmente por los directivos, y éstos únicamente varían su cuantía cuando se produzca un cambio en sus expectativas acerca de la evolución futura de la empresa. No obstante, una de las críticas que se realiza a esta señal es que el directivo puede actuar en un horizonte de corto plazo y repartir un volumen inadecuado a las perspectivas de la empresa.

Por otra parte, la señal transmitida con los beneficios tiene la ventaja de que informa de manera objetiva acerca de la situación actual de la empresa, aunque presenta el inconveniente de ser poco informativa acerca de las expectativas futuras. Además, en algunos casos se ha cuestionado la validez de la cifra transmitida debido a que, aunque existe una normalización en materia contable que es de obligado cumplimiento para todas las empresas que actúan en un mismo mercado de valores, en muchas ocasiones la dirección puede emplear criterios que provoquen una variación sustancial en la cantidad resultante.

En los trabajos pioneros que intentaban justificar el reparto de dividendos, aparece la hipótesis del contenido informativo de los mismos, sugerida inicialmente por Miller y Modigliani (1961) para explicar la respuesta del precio de las acciones ante anuncios de cambios en los dividendos. Según dicha hipótesis, los directivos modifican la cuantía del dividendo para transmitir sus expectativas futuras acerca de la evolución de la empresa, de manera que incrementan los dividendos cuando los beneficios futuros permiten mantener esos mayores pagos, mientras que únicamente los reducen cuando carecen de recursos suficientes para mantener los niveles anteriores. En concreto, la obtención de pérdidas es condición necesaria para tomar decisión de reducir dividendos, si bien no se toma de manera inmediata con los primeros resultados negativos, sino que intenta retrasarse hasta la confirmación de la crisis, de manera que si las pérdidas son de carácter transitorio se mantiene el reparto (DeAngelo, DeAngelo y Skinner, 1992).

El empleo de cambios en la cuantía de los dividendos para transmitir las expectativas de la dirección frente a la posibilidad de utilizar otras decisiones financieras, como cambios en el nivel de endeudamiento o anuncios de inversiones, se debe a las características que presenta esta decisión frente a sus alternativas. En este sentido, cabe señalar que los dividendos imponen una salida de recursos de la empresa y, por tanto, ésta necesita poseer la suficiente liquidez para poder pagarlos, con lo que aumenta la credibilidad de la señal enviada, ya que sólo las empresas que mantengan esta característica a medio o largo plazo pueden realizar políticas estables de reparto de dividendos, limitándose de esta manera su uso para transmitir información falsa, ya que si se produce un intento de engañar al mercado únicamente puede mantenerse a corto plazo, pues el carácter periódico del pago de dividendos impide ocultar malas noticias, lo que supone una ventaja de esta señal sobre el carácter esporádico de algunas alternativas. Por otra parte, la mayor discrecionalidad que tienen los directivos a la hora de decidir el pago de dividendos frente a las señales alternativas, que requieren en muchos casos de la aprobación de la Junta General de Accionistas antes de su ejecución, hace que cambios en los dividendos puedan recoger más rápidamente las nuevas expectativas de la dirección.

La utilidad de los dividendos como señal depende de la existencia de otras alternativas para comunicar información al mercado como son el anuncio de beneficios, las decisiones de inversión, la recompra de acciones, las ampliaciones de capital y otros cambios en la estructura financiera, todas ellas influidas a su vez por la posible participación de los directivos en la propiedad de la empresa. En consecuencia, se hace necesario el análisis de todas las decisiones dentro del amplio conjunto de señales que pueden ser utilizadas por los directivos para transmitir información, teniendo en cuenta que el valor de la empresa en el mercado depende del efecto que sobre él tengan todas las señales percibidas por los inversores. En tal caso, pueden presentarse situaciones en las que no se mantenga la relación positiva entre el cambio anunciado en el reparto de dividendos y el rendimiento extraordinario que el mismo provoca en

las acciones, como así puede suceder cuando el anuncio de beneficios transmita información en sentido contrario, los inversores perciban que la empresa dispone de alternativas de inversión rentables que hagan preferible la reinversión de los beneficios obtenidos, y/o se adviertan modificaciones en la participación de los directivos en la propiedad de la empresa.

El hecho de que los accionistas consideren que la información que transmiten los dividendos es distinta a la que comunica el anuncio de beneficios, explica la decisión de los directivos de distribuir dividendos a pesar de tener un coste mayor como señal. Algunos motivos por los que el anuncio de beneficios puede tener una menor utilidad como señal son: que los directivos pueden manipular los datos contables publicados, y aprovecharse de la asimetría de información para comunicar únicamente información favorable; así como que ofrecen información histórica, que muestra los resultados pasados mientras que el mercado evalúa las perspectivas de futuro de la empresa. Además, el proceso de análisis que exige seleccionar la información relevante de los estados contables representa un coste para el usuario que incentiva la búsqueda de mecanismos alternativos de información. Otro problema añadido es que los anuncios de beneficios no permiten identificar la parte del resultado que es debida a factores aleatorios, y así poder estimar su evolución futura, especialmente cuando razones de competitividad aconsejan a los directivos no revelar dichas informaciones.

No obstante, una postura de apoyo a los beneficios frente a los dividendos es mantenida por Patten y Wolfson (1984), para quienes el que los anuncios de dividendos induzcan mucha menos actividad que los de beneficios significa que la información de ambos es distinta, quizás debido a que la mayoría de los anuncios de beneficios aparecen en grandes publicaciones que contienen mucho potencial informativo, no únicamente la cifra del resultado, mientras que los anuncios de dividendos solo contienen ese dato y, como mucho, la información que ofrecen es relevante si se produce un cambio en su cuantía, porque se espera que exista una estabilidad. También Brooks (1996) apoya que el anuncio de beneficios contribuye a reducir la asimetría informativa en mayor grado que el de dividendos, e incluso tras constatar la existencia de un mayor diferencial de información para las pequeñas empresas, sigue manteniendo que el anuncio de beneficios contiene información para las grandes empresas, pero que el de dividendos no es significativamente informativo ni para las pequeñas.

El ahorro de costes fiscales, de transacción o de alejamiento de la política óptima de inversión, entre otros, que supone utilizar el anuncio de beneficios en lugar del anuncio de dividendos para transmitir al mercado la información privada de los internos, ha llevado a estudiar el grado de sustituibilidad informativo entre ambos mecanismos. Si bien el anuncio de dividendos y el de beneficios comunican información diferencial, no se puede dudar que la señal transmitida por ambas decisiones está interrelacionada, dependiendo la utilidad de cada una de ellas de que sea corroborada por la otra. Así, si tras anunciar un aumento en los beneficios contables, que en principio supone un efecto positivo sobre el rendimiento de las acciones, se procede a realizar un reparto de dividendos que no satisfaga las expectativas creadas, ello motiva que el anuncio de dichos dividendos transmita una señal negativa, provocando un rendimiento anormalmente negativo en las acciones.

Aunque la disminución significativa y permanente de la reacción del precio de las acciones ante anuncios de beneficios observada por Healy y Palepu (1988) y Venkatesh (1989) después de anunciar el inicio de un pago periódico de dividendos sugería una cierta sustituibilidad entre ambos tipos de señales, ésta no era perfecta, pues en la muestra de Venkatesh los anuncios de beneficios que siguen a los de dividendos producían mayores reacciones en el precio que en el caso de que los precedan, indicando el posible efecto de corroboración del anuncio efectuado en segundo lugar. Análogamente, Kane, Ki Lee y Marcus (1984) también encuentran un efecto corroboración entre ambos tipos de anuncios, al observar que un incremento en los dividendos acompañado de una mejora en los beneficios producía reacciones más positivas en el precio de las acciones que incrementos en los dividendos acompañados de mantenimientos o disminuciones de los beneficios, lo que apoya la existencia de una sustitución sólo parcial entre la información transmitida por los dividendos y los beneficios.

Si los anuncios de dividendos transmiten información sobre la verdadera rentabilidad de la empresa, debiera existir una relación positiva entre cambios no esperados de dividendos y cambios no esperados en los beneficios futuros. Healey y Palepu (1988) analizan casos de inicios y omisiones de dividendos que van seguidos, respectivamente, de incrementos y disminuciones significativas de los beneficios durante al menos un año después del inicio o del cese del reparto, confirmándose que los cambios experimentados por los beneficios con posterioridad al inicio o cese del pago de dividendos están positivamente relacionados con la reacción anormal de las cotizaciones en torno a los días del anuncio de dividendos, indicando que tales cambios de dividendos transmiten información sobre los beneficios futuros de la empresa. Además, la disminución significativa de las rentabilidades anormales de las acciones ante anuncios de cambios en los beneficios realizados en el año siguiente al inicio o cese en el pago de dividendos también sugiere que estos cambios en los beneficios son parcialmente anticipados con el anuncio de dividen-

dos. No obstante, la evidencia empírica en este aspecto es contradictoria, pues mientras Watts (1973), Gonedes (1978) y Riding (1984) no encuentran una relación estadísticamente significativa entre dividendos y posteriores beneficios, los trabajos de Ezzell (1974), Pettit (1976), Penman (1983), Brickley (1983) y los citados Healy y Palepu (1988) obtienen resultados consistentes con la hipótesis informativa de los dividendos. En el caso particular de las empresas españolas, Espitia y Ruiz (1995) muestran la existencia de una relación significativa entre los cambios en los dividendos actuales y variaciones en los beneficios futuros, y los mismos autores en un trabajo posterior Espitia y Ruiz (1996), muestran que se inicia el pago de dividendos cuando se han obtenido beneficios significativos tanto en el ejercicio de inicio como en el precedente, mientras que las empresas que suspenden el pago de dividendos son aquellas que sufren una fuerte caída en los beneficios respecto a los del periodo anterior.

Los resultados que sugieren una mayor independencia entre el anuncio de dividendos y el de beneficios son los de Pettit (1972) y Aharony y Swary (1980). El primero no observa que las rentabilidades anormales significativas, producidas ante anuncios de cambios no esperados en los dividendos, difieran según que vayan precedidas de incrementos o de disminuciones en los beneficios. Para Aharony y Swary, los anuncios de dividendos proporcionan información distinta a la comunicada por los beneficios, al observar que la reacción de las cotizaciones ante anuncios de cambios no esperados en los dividendos realizados en días diferentes que los de beneficios es independiente de que estos precedan o se realicen con posterioridad al de los dividendos.

La comunicación de nueva información al mercado con el anuncio de beneficios ha sido ratificada por varios estudios empíricos, al encontrar una relación positiva entre el cambio de beneficios y la reacción del precio de las acciones durante la fecha del anuncio de éstos. Los resultados de Beaver (1968) son los primeros que muestran una gran reacción del precio y del volumen a los anuncios de beneficios, lo que confirma su contenido informativo. Respecto al mismo, se puede esperar que al comunicar información acerca de las actividades de las empresas, tales anuncios resuelven algunas incertidumbres incluso sobre los flujos de caja futuros, que son los valorados por el mercado, puesto que en muchas ocasiones la información transmitida sirve para confirmar la tendencia seguida por la empresa y con ella crearse expectativas sobre la evolución futura. Tal incremento en el flujo de información originará un aumento en la variabilidad de los rendimientos de las acciones durante los anuncios, por la reacción del precio, existiendo evidencia de que existen rendimientos anormales los días previo y el del anuncio, incluso después de controlar el incremento del riesgo, aunque tales rendimientos anormales son pequeños en magnitud (Ball y Kothari, 1991). También Ball y Brown (1968) investigaron la relación entre el comportamiento del precio de las acciones y el signo de los beneficios inesperados durante los meses anteriores al anuncio, demostrando que la información contenida en la cifra de beneficios anuales es útil para los inversores, de modo que si el beneficio real es superior al esperado, lo cual es considerado como una buena noticia, el precio de las acciones reacciona positivamente, mientras que si es inferior, en cuyo caso es considerado como una mala noticia, la reacción del precio es de signo negativo.

El contenido informativo de los anuncios de beneficios anuales para los inversores en la Bolsa española es analizado empíricamente por Arcas (1994), quien centra su estudio en el sector bancario. Sus resultados son que el ajuste es distinto según si el aumento en los beneficios por acción es mayor o menor que la media del sector. Así, en aquel grupo en el que los beneficios aumentan más que la media no se produce una reacción en el precio de las acciones, mientras que en el grupo donde los beneficios crecen menos que la media el ajuste de los precios es negativo, lo que indica que en este caso, la publicación de los beneficios aporta información a los inversores, lo que les lleva a revisar sus expectativas. Respecto al momento en que se produce el ajuste, el impacto ocurre una semana después de la publicación de los beneficios.

Otro trabajo realizado en nuestro país se debe a Regojo (1993), quien estudia la relevancia de la información financiera trimestral que enviaron al mercado, entre los años 1985 a 1989, ochenta y siete empresas admitidas a cotización en las Bolsas españolas. Sus resultados indican que la información anunciada no es relevante, o al menos que no provoca rentabilidades anormales significativas en los títulos estudiados. Entre las justificaciones propuestas por el autor, válidas para los años objeto de estudio, en los que aún no se había producido la reforma del mercado de valores, indica la falta de tradición en España del análisis de estados contables para tomar decisiones de inversión en títulos, el que la información enviada no estaba auditada, el escaso cumplimiento de las normas contables que provoca deficiencias en los estados contables, etc.

Una vez vista la polémica existente acerca de la capacidad informativa de beneficios y dividendos, y con el fin de profundizar en este análisis, hemos realizado un contraste acerca de la valoración que de tales señales realizan los inversores que actúan en el mercado de valores español. Es decir, se trata de investigar la reacción de las cotizaciones ante los anuncios de dividendos y compararlo con su reacción

ante el anuncio de beneficios. Como acabamos de ver, es difícil a priori plantear que una señal es más informativa que la otra, dado que, como hemos indicado, existe evidencia en ambos sentidos.

DATOS Y METODOLOGÍA EMPLEADOS

Con el fin de realizar el contraste empírico de la hipótesis planteada, se utiliza una muestra de setenta empresas que cotizan en el mercado de valores español, la mayoría de las cuales forman parte del I.G.B.M., en un periodo comprendido entre el 1 de Enero de 1990 y el 31 de Diciembre de 1996 (ver anexo). Los datos que hemos empleado son las cotizaciones diarias de dichas empresas, obtenidas de la Sociedad de Difusión de Información de la Bolsa de Madrid, así como los anuncios de dividendos y beneficios que han realizado durante el periodo de análisis. En particular, los medios de los que hemos obtenido los anuncios han sido:

- Fecha del anuncio de dividendos: se ha obtenido de los boletines oficiales de cotización de la Bolsa de Madrid, que tienen una periodicidad diaria. No obstante, debe matizarse su origen en función del tipo de dividendo. Para el caso de los dividendos a cuenta se toma como fecha del anuncio aquella en que aparece en el citado boletín, mientras que si el dividendo es complementario la fecha de referencia es aquella en la que se celebra la Junta General de Accionistas de la Sociedad. La distinción se debe a que el dividendo complementario se aprueba en la Junta, por lo que es un dato conocido desde ese instante por los inversores, mientras que los dividendos a cuenta son aprobados por el Consejo de Administración, pero no son conocidos por los inversores hasta su publicación en el Boletín de cotización. Aquellos dividendos complementarios en los que no se conoce la fecha de celebración de la Junta han sido eliminados.
- Fecha de anuncio de los beneficios: se obtiene a partir de la consulta a la base de datos *Baratz*, que contiene un resumen de las noticias publicadas en la prensa económica. En nuestro caso hemos elegido como fuente de tales noticias el diario económico "Expansión", tomando como fechas de anuncio todas aquellas en las que se publicaba únicamente el beneficio de una empresa, independientemente de las demás de su sector. Los anuncios tomados son tanto de beneficios anuales, como de mensuales o trimestrales.

Para que los títulos se mantengan en la muestra han tenido que superar unos requisitos mínimos en cuanto a frecuencia de contratación, que sea superior al 80% de los días y que no hayan atravesado por situaciones especiales, como por ejemplo Banesto o Argentaria. Además se han eliminado aquellos anuncios de una empresa que son precedidos en menos de dos semanas por otro anuncio diferente de la misma empresa. Como resultado de la búsqueda, poseemos 723 anuncios de dividendos y 447 de beneficios.

Para contrastar la hipótesis planteada empleamos la metodología del estudio de sucesos o acontecimientos. La misma consiste en el cálculo de rentabilidades anormales o en exceso, definidas como la diferencia entre la rentabilidad realmente observada y la estimada a partir de un modelo de valoración, en nuestro caso el modelo de mercado. El empleo de tales rentabilidades nos parece apropiado porque las mismas representan la intensidad de la respuesta correspondiente al anuncio realizado por una empresa, es decir, el hecho de producirse rentabilidades anormales elevadas supone la confirmación de que la noticia posee un alto contenido informativo, no produciéndose tales rentabilidades en los momentos en que no se generan noticias acerca de una empresa. El aspecto concreto objeto de estudio consiste en conocer si se producen rentabilidades anormales con igual intensidad ante ambos tipos de anuncios, lo que nos estaría indicando que la cantidad de información que posee cada una de estas señales es la misma. En caso de que una de las señales posea un efecto informativo superior a la otra, puede esperarse que ante su ocurrencia la reacción del mercado sea superior, es decir, aparezcan unas rentabilidades en exceso significativamente mayores.

Una vez que hemos indicado la variable a emplear, la siguiente cuestión que se plantea es la manera de medir la diferencia entre el contenido informativo de la serie de rentabilidades anormales correspondiente a los beneficios y la correspondiente a los dividendos. Para ello, empleamos la variación en tales rentabilidades en exceso como medida relevante, pues de acuerdo con el planteamiento expuesto, un mayor contenido informativo está asociado con la aparición de unas elevadas rentabilidades anormales. Si medimos la variación de éstas mediante la varianza, podemos comprobar si ambas series, beneficios y dividendos, poseen el mismo contenido informativo a través de la realización de un test que nos indique si

ambas series presentan una distribución semejante¹. La expresión que puede darse a la hipótesis nula es la siguiente:

$$H_0 : \sigma_b^2 = \sigma_d^2$$

donde σ_b , σ_d representan la desviación estándar de las series de rentabilidades anormales de beneficios y dividendos, respectivamente.

Para realizar el análisis tomamos los datos de rentabilidades anormales de los veintiún días en torno a cada anuncio, el propio día del anuncio y los diez anteriores y posteriores, y se forman dos series, por una parte la correspondiente a todas las rentabilidades anormales en torno a los anuncios de dividendos y, por otra, la correspondiente a los anuncios de beneficios. A continuación describimos el test empleado.

Si para comprobar la significación de los resultados se usan test paramétricos, estamos suponiendo que ambas muestras son aproximadamente normales en su distribución, y que son además aleatorias e independientes. No obstante, como es frecuente la no normalidad de los datos financieros, realizaremos como primer paso un test de normalidad para comprobar que se cumplen tales supuestos. Para su realización empleamos el test de Kolmogorov-Smirnov de una muestra, que compara la función de distribución de la muestra con la función de distribución que hipotéticamente debe presentar una distribución normal. En caso de confirmarse la no normalidad de las series deberemos emplear algún test de tipo no paramétrico.

RESPUESTA DEL MERCADO ANTE LOS ANUNCIOS: RESULTADO DEL ANALISIS EMPIRICO

Una vez aplicada la metodología expuesta a los anuncios de dividendos y beneficios de las setenta empresas de la muestra, presentamos a continuación los resultados obtenidos, comentando su implicación para la hipótesis a contrastar, relativa al contenido informativo de las señales objeto de estudio, buscando cual de ellas es valorada como más relevante por parte de los inversores que participan en el mercado de valores español.

La variable relevante para conocer su contenido informativo es la varianza de las rentabilidades en exceso ocurridas en los días alrededor del anuncio. En la tabla 1 se observa como la varianza de la serie correspondiente a los anuncios de beneficios presenta un valor superior a la serie correspondiente a los dividendos. Tal resultado indica que los beneficios son valorados por los inversores como tanto o más informativos que los dividendos. El siguiente paso debe consistir en conocer si la diferencia entre las varianzas es estadísticamente relevante, para ello realizamos un test de significación.

Como ya indicamos, es bastante habitual en las series financieras la ausencia de normalidad, para comprobar si se cumple en los datos que estamos empleando, realizamos una prueba acerca de tal propiedad, en particular, el test realizado es el de Kolmogorov-Smirnov, que nos permite rechazar la normalidad de ambas muestras con un nivel de confianza del 99%. Los resultados del mismo pueden observarse en la tabla 1. La principal causa del rechazo se debe a que las series presentan leptocurtosis, muy acusada sobre todo en la primera de ellas. A la vista de tales valores, deberemos emplear test no paramétricos para realizar el contraste.

TABLA 1: RESUMEN DE LOS DESCRIPTIVOS Y TEST DE NORMALIDAD.

ESTADÍSTICO	TAMAÑO MUESTRAL	MEDIA	VARIANZA	ASIMETRÍA	CURTOSIS	TEST DE NORMALIDAD	P – VALOR
DIVIDENDOS	15183	7,384E-5	0,000238	0,69	10,203	11,442	0,000
BENEFICIOS	9387	3,15E-4	0,000414	0,485	12,529	10,91	0,000

¹ Tal metodología está inspirada en el trabajo de Regojo (1993), que analiza si ante los anuncios de beneficios aumenta el contenido informativo de los precios, empleando un test de igualdad de varianzas. Compara tal magnitud en periodos de llegada de nueva información frente a periodos sin este tipo de sucesos.

TEST NO PARAMÉTRICOS

Como hemos señalado que ninguna de ambas series sigue una distribución normal, esto nos obliga a realizar pruebas de tipo no paramétrico. Estos test son menos potentes que los paramétricos cuando la población analizada se ajusta a una normal, pero son más potentes cuando la población no presenta normalidad. En concreto, la prueba no paramétrica realizada es la de Kolmogorov-Smirnov para dos muestras.

Este test se aplica cuando poseemos dos muestras aleatorias independientes, procedentes de dos poblaciones, y deseamos contrastar si las funciones de distribución asociadas a las dos poblaciones son idénticas o no. Su empleo resulta especialmente apropiado para rechazar la hipótesis nula cuando tenemos dos poblaciones con medidas de dispersión desiguales, como ocurre en este caso (ver en la tabla 1 las diferencias existentes en la varianza, la asimetría y la curtosis).

Los valores obtenidos al realizar la prueba no paramétrica se muestran en la siguiente tabla:

TABLA 2: TEST DE KOLMOGOROV-SMIRNOV

MAYORES DIFERENCIAS EXTREMAS			Z DE K -S	P- VALOR
ABSOLUTAS	POSITIVAS	NEGATIVAS		
0,031	0,031	-0,026	1,666	0,008

A la vista de los resultados del test anterior y de las demás medidas calculadas², hemos confirmado que la reacción de las cotizaciones, recogida en forma de rentabilidades anormales o en exceso, es significativamente superior para el caso de los anuncios de beneficios que para los anuncios de dividendos, es decir, que se puede afirmar que los inversores reaccionan más intensamente a la publicación de los resultados que al anuncio de los dividendos. Este hecho es equivalente a afirmar que los anuncios de beneficios proporcionan a los inversores una información más valiosa que la ofrecida por los dividendos. Estos resultados están de acuerdo con los trabajos de Patell y Wolfson (1984) y Ball y Kothary (1991) que apoyan la validez informativa de los anuncios de beneficios, indicando sirven para que los inversores realicen la valoración de la empresa, permitiéndonos incluso afirmar para el caso español que tal noticia presenta una utilidad superior a los dividendos, lo que se manifiesta en unas rentabilidades anormales significativamente superiores.

CONCLUSIONES

Para finalizar cabe hacer hincapié a que en el presente trabajo se han pretendido contrastar empíricamente los fundamentos teóricos de la teoría de señales que propone a los dividendos como señal más relevante para transmitir a los inversores la situación actual y perspectivas de las empresas, mientras que tradicionalmente se ha relegado el papel informativo de los dividendos. En nuestro análisis hemos conseguido demostrar que los inversores no solamente reaccionan a los anuncios de beneficios, sino que lo hacen incluso con una intensidad superior a la ocasionada por los anuncios de dividendos. Tal hecho viene a confirmar que en los últimos años la modernización de las técnicas de información ha provocado que el flujo de ésta por los mercados sea mucho más fiable y rápido, lo que provoca confianza en los inversores acerca de la veracidad de los datos transmitidos, lo que provoca esa respuesta positiva que hemos determinado ante su aparición. No obstante, y de cara a futuras investigaciones, cabe la posibilidad que existan otras variables cuyo conocimiento sea valorado por los inversores como noticia con superior contenido informativo, como podría ser el caso de los cash-flow, aunque se presenta el problema de la escasa publicidad dada a los mismos.

² Realizamos paralelamente al test citado otras dos pruebas cuyo resultado es también que la diferencia se puede considerar como estadísticamente significativa. Son el clásico test de la F (test paramétrico) y el test de Levene (éste menos dependiente de la asunción de normalidad de los datos). En ambos casos se acepta con un nivel de confianza del 99% el que los beneficios provocan una mayor variación en las rentabilidades anormales que la producida por los dividendos.

BIBLIOGRAFIA

- AHARONY, J.; SWARY, Y. (1980): "QUARTERLY DIVIDEND AND EARNINGS ANNOUNCEMENTS AND STOCKHOLDERS RETURNS: AN EMPIRICAL ANALYSIS". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 35, PP. 1-12.
- AKERLOF, G. (1970): "THE MARKET FOR "LEMONS": QUALITY UNCERTAINTY AND THE MARKET MECHANISM". *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, VOL. 84, PP. 488-500.
- ARCAS, M. J. (1994): "REACCIÓN DEL PRECIO DE LAS ACCIONES A LA PUBLICACIÓN DE LOS BENEFICIOS ANUALES: ANÁLISIS EMPÍRICO EN EL SECTOR BANCARIO". *REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD*, VOL. 23, 78, PP. 181-201.
- BALL, R.; BROWN, P. (1968): "AN EMPIRICAL EVALUATION OF ACCOUNTING INCOME NUMBERS". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*, VOL. 6, PP. 159-178.
- BALL, R.; KOTHARI, S. P. (1991): "SECURITY RETURNS AROUND EARNINGS ANNOUNCEMENTS". *THE ACCOUNTING REVIEW*, VOL. 66, 4, PP. 718-738.
- BEAVER, W. (1968): "THE INFORMATION CONTENT OF ANNUAL EARNINGS ANNOUNCEMENTS". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*, VOL. 6, PP. 67-92.
- BRICKELY, J. A. (1983): "SHAREHOLDER WEALTH, INFORMATION SIGNALLING AND THE SPECIALLY DESIGNATED: AN EMPIRICAL STUDY". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 12, PP. 187-209.
- BROOKS, R. M. (1996): "CHANGES IN ASYMMETRIC INFORMATION AT EARNINGS AND DIVIDEND ANNOUNCEMENTS". *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE & ACCOUNTING*, VOL. 23, 3, PP. 359-378.
- DE ANGELO, H.; DE ANGELO, L.; SKINNER, D. J. (1992): "DIVIDENDS AND LOSSES". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 47, PP. 1837-1863.
- ESPITIA, M.; 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*, Nº 82, PP. 201-220.
- ESPITIA, M.; RUIZ, F. J. (1996): "EL PAGO DE DIVIDENDOS Y LOS BENEFICIOS EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL". *BOLETÍN DE ESTUDIOS ECONÓMICOS*, Nº 157, PP. 165-178.
- EZZELL, J. (1974): "THE INFORMATION CONTENT OF DIVIDENDS HYPOTHESIS: SOME EMPIRICAL EVIDENCE". *JOURNAL OF BUSINESS RESEARCH*, VOL. 2, PP. 99-105.
- GONEDES, N. J. (1978): "CORPORATE SIGNALLING EXTERNAL ACCOUNTING, AND CAPITAL MARKET EQUILIBRIUM: EVIDENCE ON DIVIDENDS, INCOME AND EXTRAORDINARY ITEMS". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*, VOL. 16, PP. 26-79.
- HEALY, P.; PALEPU, K. (1988): "EARNINGS INFORMATION CONVEYED BY DIVIDEND INITIATIONS". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 21, PP. 149-175.
- KANE, A.; LEE, Y.; MARCUS, A. (1984): "EARNINGS AND DIVIDEND ANNOUNCEMENTS: IS THERE A CORROBORATION EFFECT?". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 39, PP. 1091-1099.
- LELAND, H.; PYLE, D. (1977): "INFORMATIONAL ASYMMETRIES, FINANCIAL STRUCTURE, AND FINANCIAL INTERMEDIATION". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 32, PP. 371-388.
- MILLER, M.; MODIGLIANI, F. (1961): "DIVIDEND POLICY, GROWTH, AND THE VALUATION OF SHARES". *JOURNAL OF BUSINESS*, OCTUBRE, PP. 411-433.
- MILLER, M.; ROCK, K. (1985): "DIVIDEND POLICY UNDER ASYMETRIC INFORMATION". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 40, 4, PP. 1031-1051.
- PATELL, J. M.; WOLFSON, M. A. (1984): "THE INTRADAY SPEED OF ADJUSTMENT OF STOCK PRICES TO EARNINGS AND DIVIDEND ANNOUNCEMENTS". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 13, PP. 223-252.
- PENMAN, S. H. (1983): "THE PREDICTIVE CONTENT OF EARNINGS FORECASTS AND DIVIDENDS". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 38, PP. 1181-1199.
- PETTIT, R. (1972): "DIVIDEND ANNOUNCEMENTS, SECURITY PERFORMANCE AND THE CAPITAL MARKET EFFICIENCY". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 27, PP. 993-1007.
- PETTIT, R. (1976): "THE IMPACT OF DIVIDEND AND EARNINGS ANNOUNCEMENTS: A RECONCILIATION". *JOURNAL OF BUSINESS*, VOL. 49, PP. 86-96.
- PINCUS, M. (1983): "INFORMATION CHARACTERISTICS OF EARNINGS ANNOUNCEMENTS AND STOCK MARKET BEHAVIOUR". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*, VOL. 21, 1, PP. 155-183.
- REGOJO, P. (1993): "EL CONTENIDO INFORMATIVO DE LOS ESTADOS CONTABLES QUE PUBLICAN LAS COMPAÑÍAS ADMITIDAS A COTIZACIÓN EN EL MERCADO ESPAÑOL". *REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD*, VOL. 22, 74, PP. 71-103.
- RIDING, A. L. (1984): "THE INFORMATION CONTENT OF DIVIDENDS: AN OTHER TEST". *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE & ACCOUNTING*, VOL. 11, PP. 163-176.
- VENKATESH, P. (1989): "THE IMPACT OF DIVIDEND INITIATION ON THE INFORMATION CONTENT OF EARNINGS ANNOUNCEMENTS AND RETURNS VOLATILITY". *JOURNAL OF BUSINESS*, VOL. 62, PP. 175-197.
- WATTS, R. L. (1978): "SYSTEMATIC ABNORMAL RETURNS AFTER QUARTERLY EARNINGS ANNOUNCEMENTS". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 6, PP. 127-150.

ANEXO

TABLA A.1: MUESTRA DE EMPRESAS

Banco Bilbao Vizcaya	Banco de Alicante	Banco de Andalucía
Banco Central Hispano	Banco Guipuzcoano	Banco de Crédito Balear
Banco Pastor	Banco de Valencia	Banco Popular Español
Banco Zaragozano	Banco Santander	Bankinter
Sevillana de Electricidad	Iberdrola	Gas Natural
ERZ	Gas y Electricidad	ENHER
ENDESA	Salto del Nansa	Unión Eléctrica Fenosa
Hidroeléctrica del Cantábrico	FECSA	Electra de Viesgo
Estacionamientos Subterráneos	Europistas	Iberpistas
ACESA	AUMAR	Azucarera de España
Campofrio	Tabacalera	Ebro Agrícolas
Viscofan	Pescanova	Zabalburu
Metrovacesa	Filo	Vallehermoso
FCC	Obrascon	Construcciones Lain
Dragados y Construcciones	Ocp Construcciones	Uralita
Cristalería Española	Portland Valderrivas	Asland
Uniland Cementera	TAFISA	Sarrio
ENCE	Unipapel	Repsol
CEPSA	Amper	Azcoyen
CAF	Zardoya Otis	Prosegur
Grupo Anaya	Aguas de Barcelona	Acerinox
Corporación Financiera Alba	Telefónica	Corporación Mapfre
Renault España	Carbuos Metálicos	Pryca