
¿Es la percepción de dividendos un factor a tener en cuenta para el inversor en acciones de renta variable?

José A. Díaz Campos

Resumen: En este artículo se da un repaso a determinadas teorías sobre dividendos expuestas por algunos de los autores con mayor relevancia en este campo, para tratar de arrojar luz sobre la cuestión de si el dividendo realmente es un factor a tener en cuenta para el inversor en acciones de renta variable. El trabajo parte de una reflexión del papel de los dividendos. Posteriormente se exponen las principales doctrinas acerca del dividendo, para llegar al tercer apartado, donde se aportan datos empíricos. Por último, se extrae una conclusión que liga la cuestión del dividendo con la eficiencia de los mercados.

Palabras clave: Inversión en renta variable; acciones de dividendo; dividendos; mercados; eficiencia; psicología del inversor.

Códigos JEL: G11; G12; G35.

“The dividend is such an important factor in the success of many stocks that you hardly go wrong by making an entire portfolio of companies that have raised their dividends for 10 or 20 years in a row”
(Peter Lynch)

1. Introducción

La frase con la que se inicia este trabajo se puede encontrar en el libro *Beating the Street*, de Peter Lynch, que fue el gestor del fondo *Fidelity Magellan* entre 1977 y 1990. En ese período obtuvo una rentabilidad anualizada del 29,2%. Se trata del “fondo de inversión que obtuvo un mejor resultado en el mundo entre 1977 y 1990”¹.

Aunque los postulados de Peter Lynch tienen una gran aceptación entre la comunidad inversora, su afirmación está formulada de una manera casi absoluta y, además, respecto a una cartera que estaría compuesta únicamente por acciones de dividendo. A día de hoy, especialmente tras la crisis financiera de 2008, dicha cita es, cuando menos, debatible. ¿Por qué Peter Lynch mencionaba solo acciones de este tipo? ¿No es la diversificación entre clases y tipos de activos un factor a tener en cuenta a la hora de construir una cartera? ¿Acaso no es posible construir una cartera ganadora de acciones de calidad que no repartan dividendo, atendiendo a otras métricas como, por ejemplo, el flujo de caja libre?

En aras de maximizar la rentabilidad, todo inversor debería preguntarse cada cierto tiempo si la estrategia que sigue es la adecuada o no, para evaluar si se necesita cambiarla o acometer ajustes menores que lo acerquen al objetivo que persigue. En definitiva, la única manera de avanzar, de mejorar la estrategia seguida, es cuestionándose siempre lo que se hace y por qué se hace.

A continuación, se ofrece un repaso por algunas de las teorías expuestas en artículos académicos que se considera tienen una relevancia destacada en la cuestión que se plantea en este artículo. Al final, en las conclusiones, se reflexiona sobre dicha cuestión.

¹ Datos extraídos de Ross (2019).

2. La cuestión de los dividendos: panorama doctrinal

Miller y Modigliani (1961) muestran que, sin tener en cuenta costes de intermediación e impuestos, un inversor debería ser indiferente entre percibir un dólar en forma de dividendos o un dólar procedente de la venta de acciones, ya que, al ser pagado el dividendo por la entidad emisora, la acción descuenta del precio el dividendo pagado.

Lo anterior puede apreciarse a través del siguiente ejemplo:

	Empresa A	Empresa B
Número de acciones en posesión del inversor	1.000	1.000
Valor contable por acción	5 €	5 €
Beneficio por acción	1 €	1 €
Dividendo	0,5 €	- €
Cotización ²	5,5 €	6 €
Dividendo + valor de mercado (cotización x número de acciones)	6.000 €	6.000 €

Como puede observarse en la tabla anterior, se plantea el caso de dos inversores que tienen 1.000 acciones cada uno en dos empresas, la A y la B. En ambos casos, todos los datos son iguales, con la única diferencia de que la empresa A reparte un dividendo de 0,5 euros por acción, mientras que la empresa B no. El inversor en la empresa A percibe 500 euros de dividendo, por lo que su posición a precio de mercado es de 5.500 euros. El inversor en la empresa B no percibe dividendo³, pero su posición a precio de mercado es de 6.000 euros, que es equivalente, en términos globales, a la del inversor A.

No obstante lo anterior, Miller y Modigliani (1961) van más allá, afirmando que los dividendos no tienen efecto en la valoración de una empresa: “[...] cuando una empresa ha adoptado una política de estabilización del dividendo [...] con un objetivo de *ratio payout*, es probable que los inversores interpreten un cambio en el dividendo como un cambio en la visión de los gestores de la empresa sobre la perspectiva de las previsiones de beneficio futuro de la misma. En otras palabras, el cambio en el dividendo proporciona la ocasión para el cambio en la cotización de la acción, aunque no es su causa, ya que la cotización es solamente el reflejo de las posibilidades de crecimiento futuras”.

Por tanto, para Miller y Modigliani, los dividendos que distribuye una empresa no afectan a la valoración de sus acciones o a los posibles retornos que obtendría el inversor en acciones de la empresa, ya que, cuanto más alto sea el dividendo pagado, menor será la apreciación del capital invertido en la empresa, y viceversa.

No obstante, esta teoría expuesta por Miller y Modigliani es de aplicación siempre que no haya costes de transacción, no existan impuestos y se suponga que el mercado es eficiente. Sin embargo, aunque los mercados tienden hacia la eficiencia, existen ocasiones en las que no lo son, al menos, en un sentido fuerte. Por otro lado, no todos los inversores toman sus decisiones de inversión de una

² A efectos de simplificación del ejemplo, se supone que el precio de cotización es equivalente al valor contable.

³ Este inversor podría haber optado por vender un número tal de acciones que igualase el dividendo percibido por el inversor en la empresa A, obteniendo de este modo un efecto idéntico al del dividendo.

manera plenamente racional, ya que en la decisión pueden entrar en juego también sesgos psicológicos, expectativas, que pueden ser más o menos acertadas, y preferencias del inversor⁴.

Además, Miller y Modigliani también tratan la eficiencia de los mercados, al afirmar que, teniendo en cuenta los dividendos, lo que importa “no es la imperfección [del modelo en sí] sino lo que pueda llevar al inversor a tener una preferencia sistemática entre un dólar de dividendos y un dólar de apreciación de capital”.

En la misma línea se expresa Black (1996) al reafirmar el teorema de Miller y Modigliani que se acaba de exponer, y para ello plantea el siguiente juego:

“Suponga usted que le ofrecen la siguiente disyuntiva:

Puede tener 2 dólares hoy y un 50%-50% de posibilidades de obtener 54 o 50 dólares mañana.

O puede no percibir nada hoy y tener un 50%-50% de posibilidades de obtener 56 o 52 dólares mañana.

¿Preferiría una de estas dos opciones sobre la otra?⁵”.

La solución a este juego es bastante sencilla: en el caso de ser racional e ignorando posibles costes e intereses de tener los dos dólares durante un día, la persona que lo resuelva debería ser indiferente entre las dos opciones, ya que en el primer caso obtendría, como máximo, 56 dólares, y, como mínimo, 52 dólares, que es exactamente el mismo resultado que en el segundo caso.

Aquí lo que se establece es un paralelismo entre ese juego y las acciones que distribuyen dividendo y las que no, estando las primeras representadas por el primer caso, donde los 2 dólares serían el dividendo. Como puede observarse, las posibilidades de obtener el dinero mañana se incrementan en 2 dólares en la segunda hipótesis, señalando que en ese caso no se descuentan de las mismas.

En contraposición a Miller y Modigliani, y a Black, hay otros autores que sí consideran la política de dividendos como algo relevante para el inversor. Es el caso de Benjamin Graham, padre la escuela de la inversión en valor, o el de John Lintner.

Graham (1973) distinguía entre dos tipos de inversores: el inversor defensivo y el inversor emprendedor. El inversor defensivo sería aquel que se inclina más hacia la inversión pasiva, que no tiene tiempo o no está dispuesto a hacer el esfuerzo que supone un análisis en profundidad de los valores en los que invierte. El inversor emprendedor, por el contrario, es aquel que “investiga, selecciona y supervisa continuamente una combinación dinámica de acciones, obligaciones o fondos de inversión”. Pues bien, para ambos tipos de inversores, Graham considera que el dividendo es un criterio fundamental a tener en cuenta. En concreto, en el capítulo 14 de su libro “El inversor inteligente”, Graham expone los criterios a través de los cuales el inversor defensivo debería seleccionar acciones:

- i. Tamaño adecuado de la empresa.
- ii. Un estado financiero suficientemente sólido.
- iii. Estabilidad del beneficio.
- iv. Historial de dividendos.**

⁴ Un cliente de una empresa puede estar tan satisfecho de sus productos o servicios que se plantee invertir en la misma simplemente por ello.

⁵ Fischer Black (1996, págs. 8 y 9).

-
- v. Crecimiento del beneficio.
 - vi. PER moderado.
 - vii. Ratio moderada de precio sobre activos⁶.

En el capítulo 15 del mismo libro se exponen los criterios de selección de acciones para el inversor emprendedor, que son los siguientes:

- i. Un multiplicador bajo del beneficio reciente.
- ii. Una elevada rentabilidad por dividendo.**
- iii. Un historial muy prolongado de pago de dividendos.**
- iv. Un gran volumen de la empresa.
- v. Una sólida posición financiera.
- vi. Un precio bajo.
- vii. Una cotización reducida en relación con el anterior máximo de cotización.
- viii. Una calificación de elevada calidad otorgada por Standard & Poor's⁷.

Para Lintner (1956), la política de dividendos de una empresa cotizada es un factor a tener en cuenta por el accionista. Lintner propone que el objetivo de la empresa que paga dividendos es mantener una *ratio payout* constante en el tiempo, a modo de una especie de “señal” que transmita a los accionistas que esa empresa está en una buena situación financiera. Es evidente que existe una asimetría de información entre los directivos de una empresa cotizada y los accionistas de la misma, ya que los directivos siempre conocerán a fondo y de primera mano los problemas y riesgos a los que la empresa se enfrenta, y los accionistas, en especial los minoritarios, tendrán un acceso más restringido a según qué información, como es lógico, teniendo como fuente principal de información los estados financieros de la empresa.

De ahí que los inversores en busca de un mayor conocimiento de la empresa en la que invierten, no solamente presten atención a los estados financieros, sino también a cualquier otra señal que los directivos envíen al mercado. Una de estas señales es el dividendo. Por tanto, mantener una *ratio payout* constante en el tiempo, o incluso aumentar el dividendo anual durante un número determinado de años, envía una señal clara e inequívoca al mercado: esa empresa no sólo dice generar beneficios en sus estados financieros, sino que también tiene un flujo de caja libre suficiente que le permite ir incrementando el dividendo, reflejo de lo que debería de ser una buena situación financiera.

Aunque, llegados a este punto, también conviene indicar que la variable del dividendo no debe aislarse del resto de variables y fuentes de información que permiten al inversor tomar una decisión, ya que hay casos de empresas que han mantenido en el tiempo una determinada *ratio payout*, o incluso han incrementado sus dividendos anualmente y, al cabo de unos años, han experimentado dificultades financieras.

Por otro lado, la cuestión del dividendo no solamente tiene una vertiente puramente financiera, sino que la psicología de los inversores también tiene implicaciones en esta cuestión. En esta línea, Thaler y Shefrin (1981) exponen su teoría del “autocontrol”. Según se ha expuesto anteriormente en el caso de Miller y Modigliani, un inversor debería ser indiferente entre la percepción de dividendos y/o

⁶ El inversor inteligente, págs. 376 y 377.

⁷ El inversor inteligente, pág. 417.

la venta de un número tal de acciones que le hiciera percibir la misma cantidad que ese dividendo, por lo que la percepción de dividendos y la venta de acciones deberían ser sustitutos perfectos, siempre que no haya costes de transacción, no existan impuestos y se suponga que el mercado es eficiente. Sin embargo, Thaler y Shefrin, en base a su teoría del autocontrol, exponen que dichas opciones no son sustitutas perfectas, ya que la venta de acciones para financiar el consumo puede provocar que la cartera del inversor se agote más rápidamente de lo previsto en sus objetivos de largo plazo. Es decir, la fuerza de voluntad del inversor disminuiría una vez realizada la primera venta para financiar el consumo, cosa que no ocurriría con la percepción de dividendos, al no tener que vender acciones para obtener liquidez.

En esta línea se pronuncian también Shefrin y Statman (1983). En su artículo proponen el siguiente caso:

“Compare usted los dos siguientes casos:

Vd. toma 600 dólares recibidos como dividendos para comprar un televisor.

Vd. vende 600 dólares de acciones que son usados para comprar un televisor.

Justo después, el precio de la misma acción se incrementa significativamente. ¿En qué caso sentiría más remordimiento?”.

Según estos autores, si la percepción de dividendos y la venta de acciones son sustitutos perfectos, la respuesta a la pregunta anterior debería ser que el nivel de remordimiento sería el mismo en cualquiera de los dos casos. Sin embargo, como ya apuntaron Kahneman y Tversky (1982), para la mayoría de la gente, la venta de acciones causa un mayor remordimiento. Lo que Shefrin y Statman afirman es que el consumo financiado con dividendos es preferible a aquel financiado con la venta de acciones para las personas que son aversas al remordimiento.

Por último, aunque no es el objeto principal de este artículo, es necesario mencionar que los aspectos tributarios también tienen una influencia destacada en la toma de decisiones por los inversores a la hora de seleccionar acciones.

El inversor deberá tener en cuenta la tributación de los dividendos, la posible exención de los mismos o la posible obtención de un crédito fiscal en el impuesto sobre la renta, lo que claramente favorecería la inversión en este tipo de acciones.

Del mismo modo, el inversor deberá tener en cuenta la retención y posible tributación no sólo en su país de origen, sino también la posible doble retención que se pueda originar como consecuencia de ser titular de acciones emitidas por sociedades domiciliadas en un país distinto al país de residencia del inversor.

Las plusvalías por la venta de acciones, por norma general, no están sujetas a retención pero sí a tributación, lo que puede influir a la hora de invertir en según qué acciones.

3. Análisis de la evidencia empírica

Si los dividendos son irrelevantes y ningún inversor debería tenerlos en cuenta en su proceso de inversión, ¿por qué hay empresas que llevan repartiendo dividendos, durante más de 60 años, en algunos casos, con incrementos anuales? Esta no es una cuestión baladí. Está claro que hay una apetencia por parte del público por los dividendos. y por eso hay empresas cotizadas que no solo los mantienen, sino que los incrementan año tras año, tratando de satisfacer esta demanda de acciones de dividendo.

Además, los dividendos parecen proporcionar al inversor una sensación de mayor seguridad o control. El valor de las acciones puede llegar a ser muy volátil, pero al invertir en acciones de dividendo, el inversor se asegura obtener un rendimiento, ya que puede ser muy extraño ver cómo una empresa que ha repartido dividendos durante un largo periodo de tiempo modifica esta política.

En el caso concreto de empresas con dividendos crecientes, no podemos dejar de pensar en el pago del mismo como una señal que indica que la situación financiera de la empresa es, cuando menos, buena. Lo que parece evidente es que, dado el seguimiento que tienen en el mercado, las acciones de estas empresas siempre cotizarán con una prima —que podrá ser mayor o menor, en función de las condiciones del mercado— con respecto a aquellas otras acciones cuyo reparto de dividendos sea más errático en el tiempo.

Tras la exposición de las diferentes teorías y posiciones acerca de los dividendos como una variable a ser tenida en cuenta, se hace necesario aportar algunos datos. A continuación, se recoge un gráfico con la evolución del índice de renta variable por excelencia para el mercado en España, el IBEX 35:

Gráfico 1



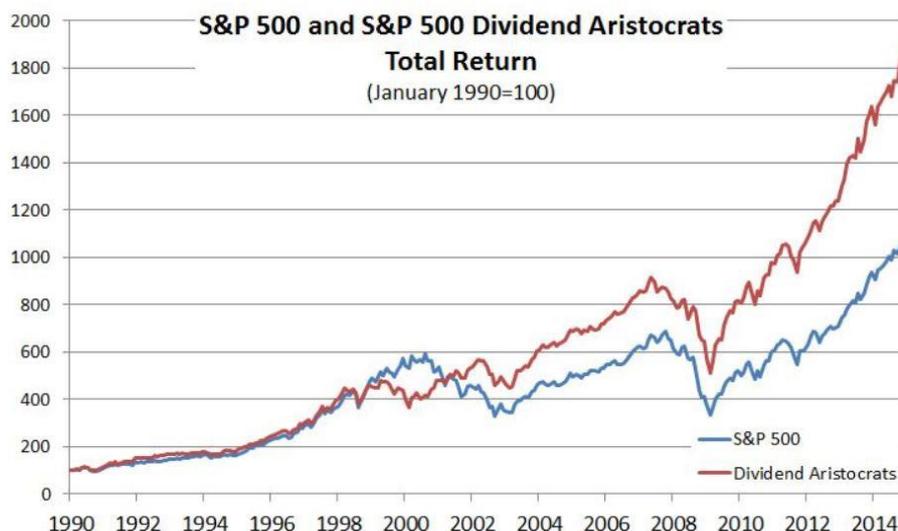
Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (2017).

En el gráfico anterior puede verse la evolución de las empresas del IBEX 35 sin y con pago de dividendos entre 1992 y 2017. Con datos del estudio de Bolsas y Mercados Españoles (2017): puede apreciarse que la rentabilidad anual de las empresas que no abonaron dividendos fue de un 5,2% en el periodo, mientras que la de las que abonaron dividendos fue del 9,3%.

La diferencia de rendimientos es abismal y lo bastante amplia y sostenida en el tiempo como para cuestionarse si no hay algo que se escape al afirmar que los dividendos no tienen efectos en la valoración de las empresas ni en los rendimientos que estas otorgan a los inversores.

Lo mismo ocurre para el caso del mercado de renta variable estadounidense, representado por el índice S&P 500:

Gráfico 2



Fuente: David Blitzler (2014).

En rojo se representa el índice S&P 500 Dividend Aristocrats⁸ y, en azul, el índice S&P 500. Aunque el gráfico alcanza hasta el año 2014, sirve para ilustrar que las acciones de dividendo también lo hacen mucho mejor que el principal índice de renta variable de Estados Unidos.

4. Conclusiones

Más allá de lo anterior y, tratando de responder a la pregunta que da título a este artículo, es preciso señalar que los dividendos deben ser tenidos en cuenta por aquellos inversores que los consideren relevantes en su proceso de inversión, como un elemento más que les ayude a tomar decisiones, del mismo modo que no deberán tenerse en cuenta por aquellos otros inversores que invierten siguiendo otros estilos de inversión, como la inversión en empresas de crecimiento, por ejemplo.

Las empresas que llevan incrementando dividendos durante bastantes años suelen ser empresas líderes mundiales en sus sectores y, por tanto, son empresas maduras con necesidades de capital contenidas y con líneas de negocio muy establecidas, por lo que, antes de embarcarse en nuevos proyectos que supongan una diversificación con previsible peores resultados, deciden devolver parte de los beneficios que generan a sus accionistas en forma de dividendos.

Las empresas de crecimiento suelen estar en etapas iniciales o de reestructuración, tienen necesidades de capital muy altas y, por tanto, o bien no pueden permitirse la distribución de dividendos, o bien el rendimiento que generarían a sus accionistas por utilizar su caja de esta manera sería inferior al que obtendrían reinvertiendo ese dinero en la empresa.

Sin embargo, más allá de los datos aportados en el apartado anterior, hay que preguntarse si lo que subyace tras la cuestión del dividendo está relacionado con la eficiencia del mercado y en qué sentido.

⁸ Los “aristócratas del dividendo” son empresas que pertenecen al índice S&P 500 y que han incrementado sus dividendos anuales un periodo de, al menos, 25 años consecutivos.

Aunque parezca obvio, es preciso afirmar que si hay compañías que reparten dividendos es porque hay demanda. Esta demanda de dividendos ha existido durante siglos y, a día de hoy, todavía se mantiene, con picos y valles, en función de cuál sea la situación de mercado. Si hay inversores que seleccionan acciones de dividendo es porque estos consideran que pueden batir al mercado de esta forma, ya sea obteniendo un rendimiento superior al del mercado o el mismo rendimiento que el mercado con un menor riesgo. De lo anterior se deduce que necesariamente estos inversores consideran que los mercados no son eficientes o, si lo son, lo serán en una forma débil, por lo que para este tipo de inversores el dividendo será un factor fundamental para determinar el rendimiento de una acción y hacer valoraciones sobre la acción de una empresa. Sin embargo, se ha establecido que para que el mercado sea eficiente, es necesaria la existencia de participantes que crean que no lo es⁹.

Partiendo de los datos empíricos de los que disponemos como, por ejemplo, los aportados por el estudio de BME señalado anteriormente, el índice con reparto de dividendos otorga una rentabilidad muy superior al que no incluye dividendos, lo que incita a pensar que invertir en acciones de dividendos llevará a obtener una rentabilidad superior sobre las acciones que no los reparten. Lo anterior no se debe a la simple reinversión de los mismos, ya que las empresas que no los reparten, capitalizarán ese dinero que no distribuyen en inversiones, reducción de deuda, etc., lo que, a largo plazo, debería tener reflejo en la cotización.

Por otro lado, si suponemos que los mercados son eficientes en un sentido fuerte, los precios de las acciones deben reflejar en todo momento toda la información disponible, lo que daría lugar a que, si el inversor decide reinvertir el dividendo, lo estaría haciendo a un precio eficiente, que incorpora toda la información disponible, de lo que no se podrá derivar una rentabilidad superior a la del mercado. Esto no concuerda con lo que señalan los datos del estudio de BME o lo que se recoge en el gráfico 2.

¿Es, por tanto, la existencia de dividendos una prueba de que el mercado no es eficiente? ¿O sucede justo lo contrario: que la existencia de dividendos es una prueba más de la eficiencia del mercado? Como se puede comprobar, finalizamos este artículo con más preguntas que cuando lo iniciamos. Lo único cierto en cuanto a los dividendos es que, tras siglos acompañándonos en la práctica de las sociedades de capital, todavía no es evidente cuál es el papel que juegan.

Ya lo dijo Fischer Black: “the harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don’t fit together”¹⁰.

⁹ La paradoja de Grossman-Stiglitz establece que si los mercados son eficientes y todos los inversores actúan en consecuencia, es decir, intentando no seleccionar valores ya que saben que es una tarea inútil (porque toda la información disponible está contenida en el precio), los precios dejarían de reflejar esa información, de lo que se deduce que, para que los mercados sean eficientes, deben existir inversores que consideren que los mismos son ineficientes.

¹⁰ Black (1996, pág. 8).

Referencias bibliográficas

- Black, F. (1996): “The dividend puzzle”, *The Journal of Portfolio Management*.
- Blitzer, D. (2014): “Inside the S&P 500: the dividend aristocrats”, *IndexologyBlog*, S&P Dow Jones Indices.
- Bolsas y Mercados Españoles (2017): “Los dividendos marcan diferencias”, *Servicio de Estudios*.
- Graham, B. (1973): “El inversor inteligente”, Ediciones Deusto.
- Grossman, S., y Stiglitz, J. (1980): “On the impossibility of informationally efficient markets”, *American Economic Review*.
- Kahneman, D., y Tversky, A. (1982): “The psychology of preferences”, *Scientific American*.
- Lintner, J. (1956): “Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes”, *The American Economic Review*, no. 46.
- Miller, M., y Modigliani, F. (1961): “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, *The Journal of Business*, The Graduate School of Business of the University of Chicago.
- Lynch, P. (1993): “Beating the street”, *Simon&Schuster Paperbacks*.
- Ross, S. (2019): “Where does Peter Lynch keep his money?”.
- Shefrin, H., y Statman, M. (1983): “Explaining investor preference for cash dividends”, *Journal of Financial Economics*.
- Thaler, R., y Shefrin, H. (1981): “An economic theory of self-control”, *Journal of Political Economy*, 89.

