

MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO

IBEX Top Dividendo: Análisis de políticas de dividendos de empresas no financieras

IBEX Top Dividend: The dividend policy of non-financial companies's analysis

Autores: D^a Naira Amador de la Rosa (54113730C)

D. Eloy Díaz Naranjo (45980671Z)

Tutor: D. Guillermo Luis Méndez Suárez

Grado en ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO

Curso Académico 2016 / 2017

LUGAR Y FECHA

San Cristóbal de La Laguna, a 5 de julio de 2017

ÍNDICE

Resumen (Abstract)	4
1. INTRODUCCIÓN	5
2. MARCO TEÓRICO	6
2.1. Los dividendos	6
2.1.1. Concepto de dividendo. Tipología	6
2.1.2. Formas de pago de dividendos	7
2.1.3. Políticas de distribución de dividendos	9
2.1.4. Fechas para procedimientos de pago de dividendos	10
2.1.5. Relevancia de la política de dividendos	11
2.2. Índices IBEX	13
2.2.1. Composición	13
2.2.2. IBEX Top Dividendo	13
3. ANÁLISIS DE EMPRESAS	17
3.1. Criterios de selección de empresas	17
3.2. Pago de dividendos	18
3.3. Rentabilidad por dividendo	21
3.4. Pay-out	25
3.5. Scrip dividend	27
3.5.1. Iberdrola	28
3.5.2. Repsol	29
3.5.3. Telefónica	30
3.5.4. Comparativa de políticas de scrip dividend	31
4. CONCLUSIONES Y LIMITACIONES	32
5. BIBLIOGRAFÍA	33

ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS

Figura 1. Esquema de la composición de los índices de la familia IBEX	13
Tabla 1. Coeficiente a aplicar en función del capital flotante	15
Tabla 2. Coeficiente de tamaño a aplicar en función del índice de pertenencia	15
Tabla 3. Composición del IBEX Top Dividendo al cierre de la sesión del 12/04/2007	16
Tabla 4. Selección de empresas IBEX Top Dividendo	17
Tabla 5. Pago de dividendos de las empresas seleccionadas en el período 2012-2016	18
Figura 2. Cuantía total de dividendo por acción (DPA) en el periodo 2012-2016	20
Figura 3. Cuantía total de dividendo por acción (DPA) en el año 2016	21
Tabla 6. Rentabilidad por dividendo de empresas seleccionadas en el período 2012-2016	22
Figura 4. Evolución de la rentabilidad por dividendo en el período 2015-2016	23
Tabla 7. Variación de dividendo por acción (DPA) y cotización de REE, REP y TEF en el período 2015-2016	24
Figura 5. Evolución de la rentabilidad por dividendo en el período 2012-2016	24
Tabla 8. Ratios de pay-out de las empresas seleccionadas en periodo 2013-2016	25
Figura 6. Variaciones del ratio de pay-out en el período 2013-2016	27
Tabla 9. Principales características del programa “Iberdrola Dividendo Flexible”	28
Tabla 10. Principales características del programa “Repsol Dividendo Flexible”	29
Tabla 11. Principales características del programa “Telefónica Dividendo Flexible”	30

Resumen

Este trabajo analiza las distintas políticas de dividendos de las empresas no financieras que pertenecen al IBEX Top Dividendo. Se trata de un estudio descriptivo en el cual se analizarán, además de lo anterior, distintos ratios que servirán para conocer todos los aspectos relacionados con la retribución al accionista de estas empresas. Además, se profundizará en el scrip dividend o dividendo flexible, una modalidad que ha llegado en los últimos años a nuestro país, y que por lo tanto no ha sido tratado en gran medida en otros estudios. Como resultado de esta investigación, se ha podido comprobar que las empresas estudiadas presentan una política de dividendos donde sí se retribuye al accionista, pero de una forma inestable y con una baja rentabilidad.

Palabras clave: dividendo, IBEX Top Dividendo, scrip dividend, política de dividendos.

Abstract

This paper analyses the different dividends policies of non financial companies that belongs to the IBEX Top Dividend. This is a descriptive study in which there will be analyse different ratios that will be usefull to know all the aspects related with the rewarding of the shareholders of companies. Besides, we are go in depth on scrip dividend policy, a modality that has arrived into our country in the last years. In conclusion, this investigation release that the companies studied have dividends policies that rewards the shareholders, but in an unstable form and with a low profitability.

Key words: dividend, IBEX Top Dividend, scrip dividend, dividend policy.

1. INTRODUCCIÓN

La crisis económica y la caída de las bolsas han convertido a los dividendos en una gran fuente de rentabilidad bursátil. Que las empresas retribuyan a sus accionistas con dividendos, podría parecer un hecho normal; sin embargo, en los años 90, esta situación era totalmente distinta, pues la tendencia era confiar en las ganancias de capital. De esta forma, era preferible que las empresas acumularan sus beneficios para así poder hacer frente a las distintas opciones de inversión, logrando con ella un mayor crecimiento y una creación de valor. Así, el dividendo era visto como algo secundario, ya que el accionista obtenía rentabilidad a partir del valor creado con la venta de las acciones.

Por tanto, en la actualidad el peso de la financiación de los mercados bursátiles ha aumentado y con ello, han surgido nuevas modalidades de compensación al accionista, recompra de acciones, el reparto de primas o la reducción de capital, y destacando la aparición del conocido scrip dividend o dividendo flexible, el cual ha llegado recientemente a nuestro país.

El principal objetivo de este trabajo es analizar las políticas de dividendos de las empresas no financieras pertenecientes al índice IBEX Top Dividendo. Este índice apareció por primera vez en el año 2007 en el mercado bursátil español, encargándose de recoger la evolución de precios de los valores con mayor rentabilidad por dividendo de la Bolsa Española y sirviendo a su vez como subyacente de productos de inversión.

De esta forma, con este estudio descriptivo, se tratará con detalle el análisis del pago de dividendos, así como los ratios de rentabilidad por dividendo y pay-out. También serán analizadas las políticas de scrip dividend de aquellas empresas que las ejecuten.

Para ello, se ha llevado a cabo una selección de las empresas a estudiar en base a una serie de criterios previamente establecidos con el objetivo de centrar el análisis en aquellas empresas de mayor relevancia. También, se ha recurrido a diversas fuentes de información para obtener así los datos necesarios, entre los que destacan los distintos informes anuales recogidos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), así como fuentes de información secundaria.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. LOS DIVIDENDOS

2.1.1. Concepto de dividendo. Tipología

Los dividendos son la principal remuneración que obtienen los accionistas de una empresa, por lo que es la parte de los beneficios que se reparten entre ellos. De esta forma, su cantidad puede ser variable por la cantidad de beneficios que obtenga la empresa. Además, tienen distintas formas de ser retribuidos, ya sea en efectivo o en nuevas acciones, y son propuestos por el consejo de administración y aprobados por la Junta General de Accionistas.

La tipología de los dividendos se expone a continuación:

- *Dividendo ordinario.* Es aquel que se reparte a los accionistas por los beneficios normales del ejercicio anterior de una determinada empresa. En muchas ocasiones, el dividendo ordinario se reparte en varios pagos.
- *Dividendo extraordinario.* Es el pagado por la empresa cuando se producen beneficios extraordinarios, pues estos tendrían que ser entregados a los accionistas. Cabe destacar que este tipo de dividendo no debe ser tenido en cuenta para valorar a una empresa, porque no se trata de un pago que se realice con frecuencia, sino en circunstancias especiales. Aun así, es posible que una empresa tenga beneficios extraordinarios en varios ejercicios, sin que exista la posibilidad de que aunque se de en varias ocasiones dejen de ser beneficios extraordinarios y así, dividendos extraordinarios.
- *Dividendo a cuenta.* Es el pago de dividendos ordinarios que se hace previamente a la fecha del acuerdo de distribución de beneficios. Esto se hace con el objetivo de que el pago de dividendos se de con una mayor frecuencia. El dividendo a cuenta solo podrá realizarse cuando sea aprobado por la junta general de accionistas, siempre y cuando se cumpla que los administradores certifiquen que hay una liquidez suficiente para su reparto, y que la cuantía de los dividendos no supere la cifra de los beneficios obtenidos por la empresa desde el fin del último ejercicio.
- *Dividendo complementario.* Es la parte que se le añade al dividendo a cuenta cuando ya se ha decidido la cantidad final que se va a repartir a los accionistas en concepto de dividendo, por la junta general de accionistas. De modo que es la diferencia entre el dividendo ordinario y el dividendo a cuenta.
- *Dividendo bruto.* Es el importe del dividendo antes de aplicarle las correspondientes retenciones fiscales.
- *Dividendo neto.* Es el dividendo activo pagado una vez deducida la parte retenida como pago a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) o del Impuesto de Sociedades (IS), este último en el caso de que el accionista sea una sociedad.

- *Dividendo activo*. Es el dividendo que la Junta General de Accionistas aprueba pagar a los poseedores de acciones de la sociedad después del cierre del ejercicio.
- *Dividendo pasivo*. Es la parte pendiente de pago de la suscripción de acciones al no haber sido totalmente desembolsada en el momento de su suscripción.
- *Dividendo acumulativo*. Es aquel cuyo cobro tiene preferencia frente al dividendo de acciones ordinarias, y que sólo puede ser cobrado por los tenedores de acciones preferentes. En caso de que no puedan ser pagados, la cuantía de estos se acumula en los ejercicios siguientes.
- *Dividendo de liquidación*. Consiste en la distribución a prorrata de efectivo u otros activos a los accionistas de una sociedad en caso de liquidación o de que se desee reducir el capital. Cabe destacar, que esto supone un retorno del capital y no una distribución de beneficios.
- *Dividendo fijo*. Es el dividendo fijado por la Sociedad independientemente del resultado obtenido por la misma.
- *Dividendo estimado*. Es aquel que se espera que reparta la sociedad con cargo al último ejercicio.
- *Dividendo mínimo*. Dividendo que las sociedades mercantiles garantizan a los accionistas en cada ejercicio económico, pudiendo entregar una cuantía superior en caso de que obtengan unas ganancias suficientes.

2.1.2. Formas de pago de dividendos

Las empresas a la hora de remunerar a sus accionistas a través de dividendos, pueden optar por las distintas modalidades que se explican a continuación:

- a) *Dividendo tradicional en efectivo*. Considerado por muchos como el formato tradicional de dividendos, consiste en el reparto de una parte de los beneficios de las empresas, es decir, dinero en “efectivo” procedentes de su tesorería que reciben los accionistas, encontrándose dicha operación sujeta a una determinada retención fiscal. Por tanto, a través de este tipo de dividendos el número de acciones de la compañía permanece invariable, al mismo tiempo que el accionista recibe dinero y su participación en el capital de la empresa no se ve modificado.
- b) *“Scrip Dividend”*. Se trata de una forma alternativa de retribuir al accionista consistente en entregar los dividendos en forma de acciones. Este formato se ha popularizado en los últimos años, debido a la problemática a la que se enfrentaban múltiples empresas a la hora de realizar los pagos de dividendos tradicionales, ya que estas habían visto caer

significativamente sus beneficios, y por tanto eran incapaces de mantener suficiente dinero en caja.

A continuación, se analizará las tres posibles situaciones que pueden surgir a raíz de la utilización del scrip dividend:

- *Acciones procedentes de autocartera.* Esta primera situación, supone una auténtica retribución al accionista dado que las acciones entregadas como dividendos han sido adquiridas por parte de la empresa en el mercado. Por tanto, mediante este tipo de operación el accionista ve incrementado su participación en el capital de la empresa; no obstante, se ve dificultada la obtención de liquidez por parte del accionista, dado que en caso de que este desee obtener las rentas de los dividendos deberá venderlas en el mercado soportando los gastos de dicha operación.
- *Amortización de acciones.* Este tipo de remuneración, es similar al caso anterior dado que la empresa puede “eliminar” acciones de su autocartera a través de la amortización de las mismas. Por tanto, ante esta situación el porcentaje de participación de cada accionista sobre el total de la empresa será mayor como consecuencia de la disminución de acciones en circulación.
- *Acciones procedentes de una ampliación de capital realizada expresamente para el pago de los dividendos.* En esta última situación, el accionista no recibe una auténtica retribución pues su porcentaje de participación en la empresa se mantiene inalterado tras recibir las acciones como consecuencia de dicha ampliación de capital. Por tanto, cada accionista contará con un mayor número de acciones, sin embargo, el número total de acciones habrá aumentado en la misma proporción.

Asimismo, cabe destacar que a través de esta operación, a cada acción antigua le corresponderá un derecho de suscripción, y estos serán canjeables por acciones en base a la proporción anunciada por la empresa. De esta forma y a diferencia del caso anterior, si el accionista en lugar de canjear los derechos de suscripción por acciones, decide venderlos en el mercado, estará diluyendo o disminuyendo su participación en el capital de la empresa.

Por otro lado, a raíz de todo lo anterior, al accionista se le presenta tres posibles vías de actuación en caso de ampliación de capital:

- *Vender los derechos de los dividendos a la compañía por el precio garantizado.* Esta acción es similar al cobro del dividendo tradicional, sin embargo en este caso el precio prefijado es el dividendo y el cobro se realiza con una retención fiscal. Cabe destacar, que en esta operación y a diferencia del dividendo tradicional la participación del accionista en la empresa se diluye en base a la proporción de nuevas acciones creadas en la ampliación.

- *Vender los derechos en el mercado.* Los accionistas, tienen la posibilidad de llevar a cabo la venta de sus derechos de suscripción en el mercado. No obstante, al igual que en el caso anterior, la participación en la empresa se verá diluida en función de la proporción de nuevas acciones creadas en la ampliación.
- *Canjear los derechos por nuevas acciones.* En este caso, una vez finalizado el periodo de cotización los derechos son canjeados automáticamente en acciones en función de la proporción establecida. Es importante señalar, que estas acciones se añaden a las ya existentes en cuenta a precio 0 € lo que disminuirá el precio medio de compra. Asimismo, el accionista no diluye su participación, sino que esta aumentará ligeramente en función a la venta de derechos por parte de otros accionistas.

2.1.3. Políticas de distribución de dividendos

A continuación analizaremos con detalle las diferentes políticas de dividendos que las empresas pueden implementar. Pero previamente es importante destacar el motivo por el cual tienen tanta importancia para las empresas.

La política de dividendos tiene influencias sobre las actitudes de los inversores, de modo que a la hora de elaborarla, la empresa debe tener en cuenta los objetivos de los accionistas para poder satisfacerlos. Por otro lado, las políticas de dividendos influyen en el plan financiero y el presupuesto de las empresas, además de que afectan a los flujos de efectivo, pues si no hay liquidez, es posible que la empresa no pueda pagar dividendos. Asimismo, estas influyen en el balance, provocando una disminución en el patrimonio neto, por lo que además puede aumentar el ratio de endeudamiento. Por último, se considera que afecta al valor de las empresas, como se verá más adelante.

Así, las principales políticas de dividendos que puede adoptar la empresa son las siguientes:

- *Se reparten todos los beneficios.* El ratio de distribución de beneficios es del 100%, atendiendo a la premisa de que en este caso a los accionistas lo único que le interesan son los dividendos. Por tanto los directivos deberán incentivar la inversión en la empresa pues esto incrementará la riqueza de los accionistas. Cabe destacar, que esta política no suele ser aplicada por parte de las empresas.
- *No se reparten dividendos.* Se trata de la situación contraria a la anterior, donde los dividendos son tanto para la empresa como para el accionista un lujo, el cual no pueden permitirse debido a la fiscalidad y los costes de transacción existentes. De esta forma, un euro vale más para la empresa que el mismo euro, una vez descontado los impuestos, para el accionista. Pese a lo anterior, esta política tampoco suele ser aplicada por parte de las empresas.

- *Tanto fijo sobre el beneficio.* En este caso, la empresa distribuye un porcentaje fijo en concepto de dividendos del total de sus ganancias anuales. Sin embargo, habitualmente las empresas no aplican este método debido a que los beneficios son considerados una variable aleatoria, y por tanto los dividendos también lo son, lo que podría afectar desfavorablemente a la cotización de las acciones.
- *Política de dividendos residual.* Según esta política, las empresas deberán llevar a cabo todas aquellas inversiones que incrementen la riqueza de sus accionistas, por lo que cualquier exceso de liquidez deberá ser devuelto en forma de pago en efectivo de dividendos o recompra de acciones. El principal problema que presenta esto, es la variabilidad a la que se someten los dividendos debido a que las oportunidades de inversión varían cada año, lo que a su vez incrementa el riesgo y la rentabilidad exigida por los accionistas. Pese a ello, son muchas las empresas que se deciden por esta vía para establecer una tasa de reparto de dividendos a largo plazo.
- *Dividendo anual constante.* Consiste en distribuir igual volumen de beneficios en forma de dividendos todos los años. Cabe destacar, que las empresas que aplican este tipo de políticas de dividendos hacen uso de las reservas para compensar los dividendos en aquellos ejercicios con menores resultados, y acumulan los excedentes de ganancias no distribuidos, en los más favorables. Por tanto, mediante esta política las empresas logran una estabilidad en su cotización, pero no debe prolongarse su uso si la tendencia al alza o a la baja de sus beneficios es duradero pues podría desembocar en una política errática o arbitraria.
- *Dividendo anual constante ajustado.* Esta política de dividendos trata de paliar la excesiva rigidez de la descrita anteriormente, no sólo como consecuencia de la variación de las ganancias de la sociedad, sino también debido a la situación de liquidez de la firma en el momento de llevar a cabo el reparto de dividendos. Por tanto, esto se consigue a través de los dividendos extraordinarios, la entrega a los accionistas de acciones liberadas etc.; sin embargo, hay que evitar que estos dividendos complementarios sean visto como normales frente a los accionistas, pues entonces no se trataría de una política constante sino errática o arbitraria.
- *Dividendo errático o arbitrario.* Este tipo de políticas, no se basa en ninguna de las descritas anteriormente y es llevada a cabo por aquellas empresas que se encuentran a merced del mercado y no han logrado estabilizarse con respecto a su competencia. Esta es considerada más bien como una “antipolítica” de dividendos que como una política de dividendos.

2.1.4. Fechas para procedimiento de pago de dividendos.

Como ya se ha mencionado, los dividendos deben ser aprobados por la Junta General de Accionistas. Para dicho proceso se han establecido una serie de fechas:

- *Fecha de aprobación.* Es aquella en la que se celebra la Junta General de Accionistas en las empresas, la cual decide cuántos dividendos se pagarán en el ejercicio, su cuantía y su tipología.
- *Fecha de la declaración.* La Junta General de la empresa notifica a los accionistas y al mercado que pagará un dividendo y su cuantía. A partir de ese momento, el pago del dividendo se convierte en obligación legal para la empresa.
- *Fecha de registro.* En la cual la empresa determina quiénes son sus accionistas, ya que estos deben figurar en el registro como titulares para que tengan el derecho de cobrar los dividendos.
- *Fecha de corte o fecha ex-dividendo.* Es aquella a partir de la cual las operaciones de acciones se realizan sin dividendo. De esta forma, si se compra una acción antes de la fecha de corte establecida, nos reportará dividendo, pero si se hace con posterioridad no se recibirá dividendo. Además, si se quiere realizar la venta de una acción pero obtener el dividendo, es necesario que se venda después de esta fecha. Esto se debe a que las adquisiciones de acciones pueden tardar tiempo en compensarse.
- *Fecha de pago.* Es aquella en la que la empresa envía el pago del dividendo al titular que se ha registrado. Con frecuencia, se suele pagar con una semana de posterioridad a la fecha de registro, con el objetivo de que la empresa pueda tener el tiempo suficiente para que se pague a todos aquellos que tienen derecho al cobro de dividendos.

2.1.5. Relevancia de la política de dividendos

En lo que respecta a la relevancia o irrelevancia de la política de dividendos podemos encontrar dos posiciones diferenciadas: la tesis de los beneficios y la tesis del dividendo.

De entre los defensores de la conocida tesis de los beneficios destacan Franco Modigliani y Merton H. Miller para quienes lo que determina el valor de una empresa y por tanto el valor de sus acciones no son los dividendos sino la propia capacidad para generar rentas de sus activos, es decir, la política de inversiones. Estos autores llegaron a demostrar que si la empresa hacía entrega de unos dividendos mayores, como consecuencia sería necesario emitir un mayor número de acciones nuevas para hacer frente a dicho pago; y además el valor pagado a los nuevos accionistas sería idéntico al de los dividendos pagados a los accionistas antiguos.

Este modelo parte de los siguientes principios básicos:

1. *Mercados perfectos o eficientes.* Según este primer principio, ningún comprador o vendedor es suficientemente importante para influir en el precio de las acciones. Asimismo, todas las personas tienen información perfecta, no existen gastos de corretaje, impuestos

de transferencias ni cualquier otro tipo de cargas, y no existen diferencias entre los dividendos y las ganancias de capital, es decir, entre los beneficios distribuidos y no distribuidos.

2. *Conducta racional de los inversores*, es decir, estos siempre preferirán más riqueza que menos y además se mostrarán indiferentes ante un incremento en el dividendo o un incremento equivalente en el precio de las acciones.
3. *Ausencia de incertidumbre*. Las inversiones no sienten aversión al riesgo.

Por tanto, si se cumple todo lo anterior y bajo el supuesto fundamental de que el precio de cada acción debe ser tal que la tasa de retorno (dividendo y ganancia de capital por euro invertido) para cada acción, sea igual para todo el mercado y para cualquier intervalo temporal, se confirma que dada la política de inversión de la empresa, la política de dividendos que se elija no afectará al precio de las acciones ni al rendimiento total de los accionistas. No obstante, cabe destacar que este modelo ha sido duramente criticado debido a que los supuestos de partida no se ajustan a la auténtica realidad, ya que los mercados no se comportan siempre de forma eficiente.

Por otro lado, encontramos la teoría del dividendo desarrollada por Lintner y M. J. Gordon, los cuales defienden que la política de dividendos sí afecta al valor de las acciones de la empresa. Según este modelo, la tasa de rendimiento de las acciones aumenta al reducirse la tasa de reparto de beneficio, ya que desde el punto de vista del inversor los pagos a través de dividendos son más seguros que aquellos realizados vía ganancias de capital. Por tanto, para el accionista es mayor el valor de un euro de dividendos que el de uno de ganancias de capital. De esta forma, si la tasa de rendimiento esperado es mayor que la rentabilidad exigida por los accionistas, el coeficiente de retención de resultados deberá ser lo mayor posible y en última instancia todos los resultados quedaran en la empresa en forma de reservas para así elevar al máximo el valor de las acciones; en el caso contrario, la empresa deberá repartir la mayor cantidad posible de dividendos o las mayores rentas de capital, ya que la rentabilidad que se podría obtener con ellas en el seno de la empresa es inferior a la del mercado. Sin embargo, al igual que ocurría en la tesis del beneficio, este modelo también ha sido criticado con el paso del tiempo debido a la puesta en entredicho de que la tasa de retención se mantenga constante. Además, también se critica al rendimiento de las inversiones (ROE), ya que estas suelen disminuir a medida que aumenta el volumen de inversión, pues la empresa llevará a cabo en primer lugar aquellas inversiones más rentables.

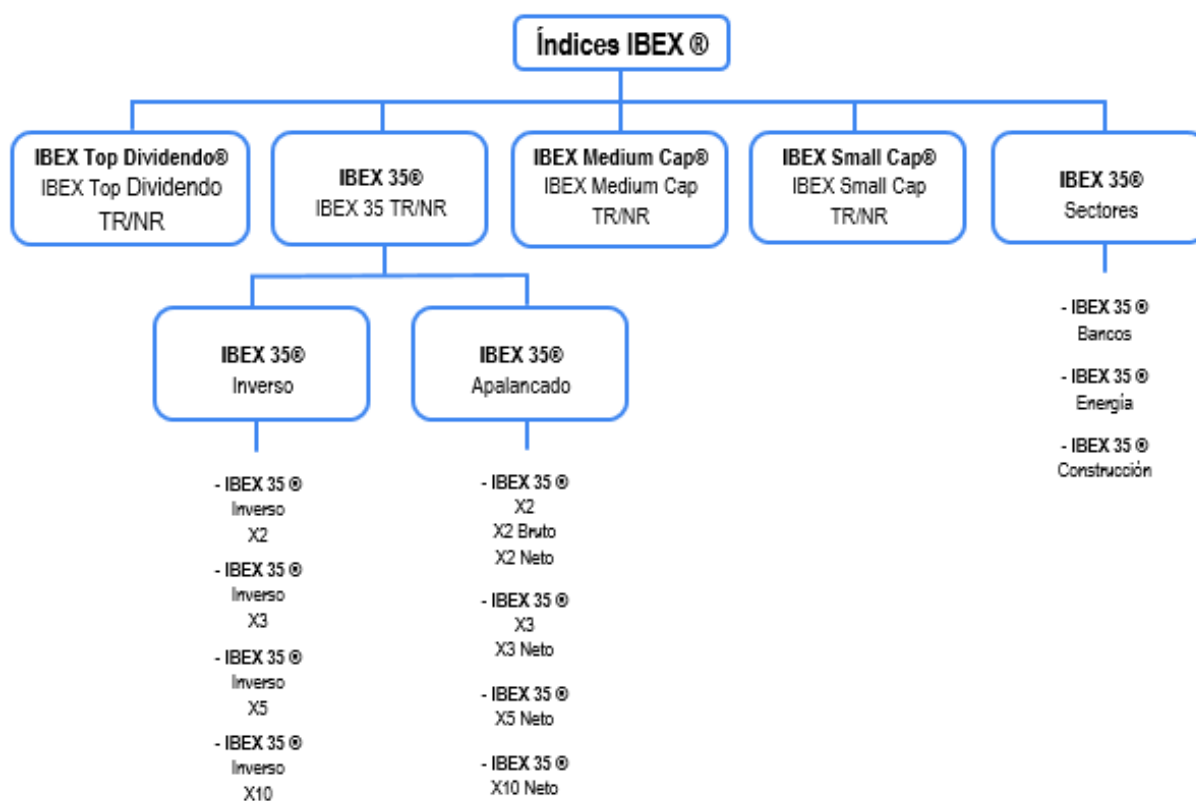
En definitiva, en la actualidad pese a los estudios analizados con anterioridad los investigadores han sido incapaces de aislar el efecto de la política de dividendos sobre el precio de las acciones. Además, la gerencia de las empresas ha situado la política de dividendos en un segundo plano, dando mayor énfasis a sus políticas de inversiones, de tal forma que las empresas no están dispuestas a renunciar a inversiones rentables para así satisfacer las demandas de sus accionistas a través del incremento de los dividendos.

2.2. ÍNDICES IBEX

2.2.1. Composición

Los índices IBEX son un promedio calculado de precios de acciones seleccionadas que representan a distintos mercados y sectores, y que reflejan la evolución de precios de los valores cotizados en la Bolsa española. Cabe destacar que estos son denominados en euros y calculados en tiempo real durante el horario bursátil europeo, por Bolsas y Mercados Españoles (BME), el cual constituye el grupo operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de España. En la siguiente figura, se puede observar la composición íntegra de los índices de la familia IBEX.

Figura 1. Esquema de la composición de los índices de la familia IBEX.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME.

Concretamente, en este estudio nos centraremos en el estudio de las empresas del índice IBEX Top Dividendo.

2.2.2. IBEX Top Dividendo

El propósito de este trabajo es analizar la política de dividendos de aquellas empresas no financieras del IBEX Top Dividendo, sin embargo para ello previamente analizaremos en este epígrafe dicho índice en mayor profundidad. El IBEX Top Dividendo fue lanzado al mercado el 9

de mayo del año 2007 y este es un índice compuesto por los 25 valores de mayor rentabilidad por dividendo cotizados en el segmento de contratación general del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) de las cuatro Bolsas Españolas: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Además, sus componentes pertenecen también a los índices IBEX 35, IBEX Small Cap e Ibx Medium Cap, siempre y cuando se cumpla el requisito mínimo de efectuar el pago de dividendos ordinarios u otras retribuciones a los accionistas asimilables al pago de dividendos ordinarios, en al menos dos años anteriores a la fecha de revisión.

Por otro lado, se efectuará una revisión anual de los componentes del índice, donde se considerará como período de control, el intervalo de los doce meses anteriores a la fecha de la revisión. Si durante el periodo comprendido entre las dos revisiones del índice, alguno de sus componentes dejase de pertenecer a los índices IBEX 35, IBEX Small Cap o IBEX Medium Cap, el valor permanecerá como un componente del IBEX Top Dividendo hasta la correspondiente revisión anual. En caso de que como consecuencia de operaciones corporativas, algún valor del índice incumpliera simultáneamente el requisito de capital flotante y de pertenencia a los índices mencionados anteriormente, se realizará un ajuste del índice IBEX Top Dividendo para la exclusión del valor del índice hasta la siguiente revisión anual del mismo.

Con respecto a la ponderación máxima admitida en las revisiones del índice para un componente, esta es de un 10%, cifra la cual podrá verse superada como consecuencia de la evolución de precios y que posteriormente será corregida coincidiendo con la revisión anual.

Atendiendo a las normas técnicas para la composición y cálculo de los índices del BME, el número de acciones con el que cada componente del índice ha de computar se rige por los siguientes factores:

- La rentabilidad pagada por dividendos ordinarios u otras retribuciones a los accionistas asimilables al pago de dividendos ordinarios.
- El capital flotante¹ del valor.
- El índice al que pertenece atendiendo a la siguiente fórmula:

$$\text{IBEX TD (t)} = \text{IBEX TD (t-1)} \times \frac{\sum_{i=1}^{25} (\text{Accs} * \text{Precio}) (t)}{[\sum_{i=1}^{25} (\text{Accs} * \text{Precio}) (t-1) \pm J]}$$

t = Momento del cálculo del índice.

Accs = Número de acciones de cada componente utilizados para el cálculo del índice.

J = Capitalización de ajuste para asegurar la continuidad del Índice.

¹ También conocido como "free float", hace referencia al porcentaje del total de acciones de una sociedad que es susceptible de ser negociado en bolsa y que no está controlado por accionistas de forma estable.

Por su parte, atendiendo a la misma normativa anterior, las rentabilidades por dividendos de los componentes se ajustan por dos factores a la hora de calcular la ponderación de un valor del índice:

- *El coeficiente flotante.* Para asegurar la suficiente liquidez de los valores, y así permitir la réplica del índice IBEX Top Dividendo, las rentabilidades por dividendo de cada valor se corregirán por un coeficiente en función de su tramo de capital flotante, a partir de lo establecido para el resto de índices IBEX. Dichos coeficientes podrán visualizarse en la tabla 1. Así, una empresa cuyo capital flotante se situó en torno al 15 %, le será aplicado un coeficiente flotante del 20 %.
- *El coeficiente tamaño.* Este coeficiente se establecerá en función del índice al que pertenezca cada componente en el momento de la revisión del IBEX Top Dividendo y permite establecer una prima de riesgo, ya que el accionista ante una misma rentabilidad por dividendo preferirá valores con mayor capitalización y liquidez. Los coeficientes a aplicar son lo que se observan en la tabla 2.

Tabla 1. Coeficiente a aplicar en función del capital flotante.

Tramo de capital flotante	Coeficiente aplicable
Menor o igual al 10%	10%
Mayor del 10% y menor o igual al 20%	20%
Mayor del 20% y menor o igual al 30%	40%
Mayor del 30% y menor o igual al 40%	60%
Mayor del 40% y menor o igual al 50%	80%
Mayor del 50%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME.

Tabla 2. Coeficiente de tamaño a aplicar en función del índice de pertenencia.

Índice	Coeficiente aplicable
IBEX 35	100%
IBEX Medium Cap	75%
IBEX Small Cap	50%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME.

Por último, es necesario indicar qué empresas conforman dicho índice; por este motivo, a continuación en la siguiente tabla se puede observar su composición en el año de su lanzamiento al mercado.

Tabla 3. Composición del IBEX Top Dividendo al cierre de la sesión del 12/04/2007.

Código	Valor	Coef. Tamaño	Coef. Flotante
A3TV ²	ANTENA3TV, S.A	100%	60%
ABE	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A	100%	80%
ALT	ALTADIS, S.A	100%	100%
BBVA	BBVA, S.A	100%	100%
BKT	BANKINTER, S.A	100%	100%
CPF	CAMPOFRÍO FOOD GROUP, S.A	50%	80%
CPL	CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A	75%	60%
DIN	DINAMIA, S.A	50%	100%
ELE	ENDESA, S.A	100%	100%
ENG	ENAGÁS, S.A	100%	100%
FCC	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A	100%	60%
GAS	GAS NATURAL FENOSA, S.A	100%	60%
IBE	IBERDROLA, S.A	100%	100%
IDR	INDRA SISTEMAS, S.A	100%	100%
MAP	CORPORACIÓN MAPFRE, S.A	100%	80%
MCM	MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL, S.A	50%	100%
POP	BANCO POPULAR, S.A	100%	100%
REE	RED ELÉCTRICA ESPAÑA, S.A	100%	100%
REP	REPSOL, S.A	100%	100%
SAB	BANCO SABADELL, S.A	100%	100%
SAN	BANCO SANTANDER, S.A	100%	100%
TEF	TELEFÓNICA, S.A	100%	100%
TL5 ³	GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A	100%	60%
URA	URALITA, S.A	50%	60%
ZOT	ZARDOYA OTIS, S.A	75%	60%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME.

Cabe destacar, que de aquí en adelante, a la hora de nombrar las empresas se hará referencia a su código.

² A partir del día 6 de marzo de 2013, la entidad Antena3TV (A3TV) cambio su denominación a Atresmedia Corporación (A3M).

³ A partir del día 13 de abril de 2011, la entidad Gestevisión Telecinco (TL5) cambio su denominación a Mediaset España (TL5).

3. ANÁLISIS DE EMPRESAS

3.1. CRITERIOS DE SELECCIÓN DE EMPRESAS

A la hora de llevar a cabo la selección de las empresas a estudiar del IBEX Top Dividendo, hemos empezado escogiendo todas aquellas empresas que formaban parte de dicho índice en el momento de su lanzamiento al mercado. Además, también hemos tenido en consideración los siguientes criterios:

- Que hayan sido pagados dividendos en el último ejercicio 2016.
- Permanencia durante más de 5 años en el índice IBEX Top Dividendo. De esta forma, aseguramos que las empresas seleccionadas mantengan una política de dividendos estable en el tiempo.
- Permanencia durante más de 5 años en el índice IBEX 35. Como se ha comentado con anterioridad, el IBEX Top Dividendo se encuentra formado por empresas que pertenecen a tres índices distintos: IBEX 35, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap. Sin embargo, hemos seleccionado el IBEX 35 como criterio de selección dado que los valores que lo conforman son aquellos que presentan una mayor liquidez en el mercado español.
- Han sido excluidas todas aquellas empresas financieras dado que no forman parte del objeto de estudio de este trabajo.

En la siguiente tabla, se pueden observar los resultados obtenidos al aplicar los criterios anteriormente expuestos.

Tabla 4. Selección de empresas IBEX Top Dividendo.

Código	Nº años	2007	2008	2009	2009 ⁴	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
A3M	8	X											
ABE	8	X			X		X	X	X	X	X	X	X
ALT	1	X											
BBVA	11	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
BKT	4	X					X		X			X	
CPF	3												
CPL	4												
DIN	5												
ELE	7	X	X			X	X	X				X	X
ENG	9	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X
FCC	7		X	X	X	X	X	X	X				
GAS	11	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X

⁴ Sesión extraordinaria realizada el 15 de julio de 2009 por el Comité Asesor Técnico de los Índices IBEX.

IBE	8	X	X		X	X	X		X	X	X		X
IDR	6	X					X	X	X	X	X		
MAP	11	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
MCM	2												
POP	7	X	X	X	X	X	X	X	X				
REE	8	X					X	X	X	X	X	X	X
REP	9	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X
SAB	6	X	X	X	X	X	X						X
SAN	11	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
TEF	11	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
TL5	6	X	X	X	X	X		X					X
URA	1												
ZOT	7												

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME.

Como se puede observar, las empresas que han sido finalmente seleccionadas para su estudio son las siguientes:

- Abertis (ABE)
- Endesa (ELE)
- Enagás (ENG)
- Gas Natural (GAS)
- Iberdrola (IBE)
- Mapfre (MAP)
- Red Eléctrica España (REE)
- Repsol (REP)
- Telefónica (TEF)
- Mediaset España (TL5)

Debemos destacar, que la empresa Indra (IDR), no ha sido seleccionada pues pese a que ha permanecido durante más de cinco años en el IBEX 35 e IBEX Top Dividendo, no ha repartido dividendos en el último ejercicio 2016.

3.2. PAGO DE DIVIDENDOS

Para comenzar nuestro estudio, es necesario analizar cómo las empresas seleccionadas han llevado a cabo el pago de los correspondientes dividendos en los últimos años. Para ello, hemos seleccionado un período de tiempo de cinco años, y los resultados obtenidos son los que se pueden observar en la siguiente tabla:

Tabla 5. Pago de dividendos de las empresas seleccionadas en el período 2012-2016.

	2012	2013	2014	2015	2016
ABE	A cta.: 0,3300 € Comp.: 0,3300 €	A cta.: 0,3300 € Comp.:0,3300 €	A cta.: 0,3300 € Comp.:0,3300 €	A cta.: 0,3300 € Comp.:0,3600 €	A cta.: 0,3700 € A cta.: 0,3600 €

ELE	-	A cta.: 1,5000 €	A cta.: 6,0000 € Extra.: 7,7950 € A cta.: 0,3800 € Comp.: 0,3800 €	A cta.: 0,4000 € Comp.: 0,6260 €	A cta.: 0,7000 € Comp.: 0,6330 €
ENG	A cta.: 0,4280 € Comp.: 0,6848 €	A cta.: 0,5030 € Comp.: 0,7636 €	A cta.: 0,5200 € Comp.: 0,7800 €	A cta.: 0,5280 € Comp.: 0,7920 €	A cta.: 0,5560 € Comp.: 0,8340 €
GAS	A cta.: 0,3810 € Comp.: 0,5030 €	A cta.: 0,3930 € Comp.: 0,5040 €	A cta.: 0,3970 € Comp.: 0,5110 €	A cta.: 0,4078 € Comp.: 0,5922 €	A cta.: 0,3300 € Comp.: 0,6700 €
IBE	A cta.: 0,0300 €	A cta.: 0,0300 € A cta.: 0,1430 € Comp.: 0,1300 € A cta.: 0,1260 € Comp.: 0,1140 €	Comp.: 0,0300 € A cta.: 0,1140 € A cta.: 0,1270 €	A cta.: 0,0300 € Único: 0,1390 € A cta.: 0,1270 € Comp.: 0,1240 €	A cta.: 0,1350 €
MAP	A cta.: 0,0400 € Comp.: 0,0700 €	A cta.: 0,0500 € Comp.: 0,0800 €	A cta.: 0,0600 € Comp.: 0,0800 €	A cta.: 0,0600 € Comp.: 0,0700 €	A cta.: 0,0606 € Comp.: 0,0859 €
REE	A cta.: 0,6764 € Comp.: 1,6887 €	A cta.: 0,7237 € Comp.: 1,8185 €	A cta.: 0,8323 € Comp.: 2,1677 €	A cta.: 0,8906 € Comp.: 2,3194 €	A cta.: 0,2382 € Comp.: 0,6205 €
REP	A cta.: 0,4730 € A cta.: 0,0400 € Comp.: 0,5450 €	A cta.: 0,4450 € A cta.: 0,4770 € Comp.: 0,4850 €	A cta.: 1,0000 € A cta.: 0,4720 € Comp.: 0,4840 €	A cta.: 0,4660 € Comp.: 0,2920 € Comp.: 0,2920 €	A cta.: 0,3350 €
TEF	A cta.: 0,2850 €	A cta.: 0,3500 € Comp.: 0,4000 €	A cta.: 0,3360 €	A cta.: 0,4000 € A cta.: 0,4000 € A cta.: 0,3450 €	A cta.: 0,3400 €
TL5	-	-	A cta.: 0,1010 € Único: 0,1055 €	A cta.: 0,4974 €	A cta.: 0,4372 € Extra.: 0,0847 €

- Aa Dividendo ordinario
- Aa Opción ⁵
- Aa Dividendo extraordinario

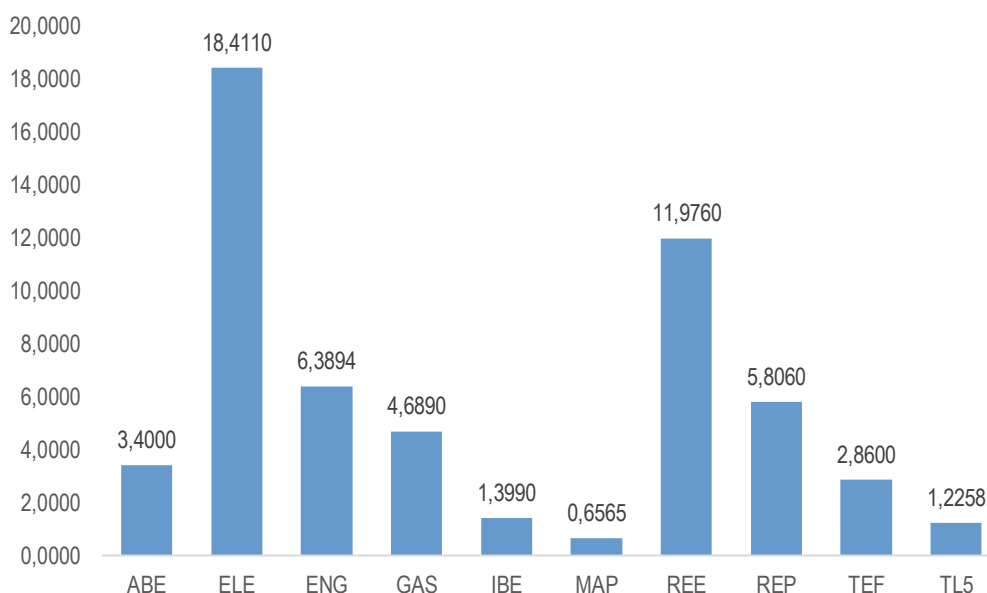
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Infobolsa.

Una vez expuestos los dividendos pagados en dichos años, cabe destacar que Endesa (ELE) no pagó dividendos a sus accionistas en el año 2012; y que Mediaset España (TL5) no pagó dividendos en los años 2012 y 2013.

⁵ Al accionista se le ofrece tres opciones de cobro: recibir nuevas acciones, recibir el dividendo en efectivo o vender sus derechos de suscripción en el mercado.

Por último, es conveniente observar cuál ha sido la cuantía total de dividendos pagados por estas empresas en dichos años, lo que se podrá observar en los siguientes gráficos:

Figura 2. Cuantía total de dividendo por acción (DPA) en el periodo 2012-2016.



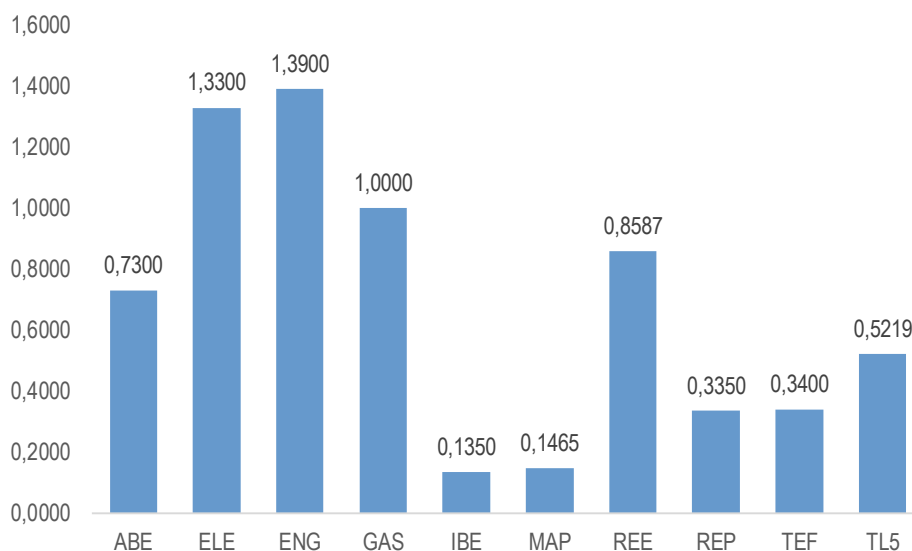
Fuente: Elaboración propia.

En este gráfico, se puede observar la cuantía media pagada de dividendos por acción de las empresas que forman parte del objeto de estudio. Esta cifra viene expresada en euros y está calculada por años en el periodo 2012-2016.

A rasgos generales se aprecia cómo es Endesa (ELE) la empresa que ha pagado un mayor dividendo por acción en el periodo estudiado, superando en un 34,95% el ofrecido por Red Eléctrica España (REE), la cual presenta el segundo mayor dividendo por acción.

Por otro lado, la media de dividendos que se ha pagado entre estas empresas es de 5,6813 € por año. De esta forma, son Mapfre (MAP), Iberdrola (IBE) y Mediaset España (TL5) las que presentan una peor retribución al accionista, no alcanzando en ninguno de estos casos la media de dividendos de todas ellas.

Figura 3. Cuantía total de dividendo por acción (DPA) en el año 2016.



Fuente: Elaboración propia.

En este gráfico, se puede observar la cuantía media pagada de dividendos por acción de las empresas que forman parte del objeto de estudio. Esta cifra viene expresada en euros y está calculada para el año 2016.

Concretamente, centrándonos en el estudio de 2016, es Enagás (ENG) la empresa que presenta un mayor dividendo por acción, seguida de Endesa (ELE) y Gas Natural (GAS).

En este caso la media de dividendos que han sido pagados por año es de 0,6787 €, encontrándose por debajo de esta Telefónica (TEF), Repsol (REP), Mapfre (MAP) e Iberdrola (IBE), y siendo esta última la que ha pagado la menor cifra de dividendos.

3.3. RENTABILIDAD POR DIVIDENDO

Dado que el IBEX Top Dividendo recoge las empresas que presentan una mayor rentabilidad por dividendo, en este epígrafe nos centraremos en el estudio de este aspecto.

La rentabilidad por dividendo, es un ratio que expresa en porcentaje la relación existente entre el dividendo por acción repartido y el valor de dicho título, es decir, su cotización. De esta forma, la rentabilidad por dividendo se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad por dividendo} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Precio de cotización}} \times 100$$

En nuestro estudio, concretamente hemos seleccionado el precio de cotización el último día efectivo del año, de forma que para los años 2012, 2013, 2014 y 2015, se ha tomado la cotización del último día del año. Así se han obtenido los siguientes resultados:

Tabla 6. Rentabilidad por dividendo de empresas seleccionadas en el periodo 2012-2016.

		2012	2013	2014	2015	2016
ABE	DPA	0,6600	0,6600	0,6600	0,6900	0,7300
	COTIZ.	12,4200	16,1500	16,4300	14,4100	13,2950
	RENT %	5,31%	4,09%	4,02%	4,79%	5,49%
ELE	DPA	-	1,5000	14,5550	1,0260	1,3300
	COTIZ.	16,8700	23,3000	16,5500	18,5250	20,1250
	RENT %	-	6,44%	87,95%	5,54%	6,61%
ENG	DPA	1,1128	1,2666	1,3000	1,3200	1,3900
	COTIZ.	16,1400	18,9950	26,1850	26,0000	24,1250
	RENT %	6,89%	6,67%	4,96%	5,08%	5,76%
GAS	DPA	0,8840	0,8970	0,9080	1,0000	1,0000
	COTIZ.	13,5800	18,6950	20,8100	18,8150	17,9100
	RENT %	6,51%	4,80%	4,36%	5,31%	5,58%
IBE	DPA	0,0300	0,5430	0,2710	0,4200	0,1350
	COTIZ.	4,1950	4,6350	5,5970	6,5500	6,2340
	RENT %	0,72%	11,72%	4,84%	6,41%	2,17%
MAP	DPA	0,1100	0,1300	0,1400	0,1300	0,1465
	COTIZ.	2,3150	3,1130	2,8130	2,3120	2,9000
	RENT %	4,75%	4,18%	4,98%	5,62%	5,05%
REE	DPA	2,3651	2,5422	3,0000	3,2100	0,8587
	COTIZ.	9,3250	12,1250	18,3025	19,2775	17,9250
	RENT %	25,36%	20,97%	16,39%	16,65%	4,79%
REP	DPA	1,0580	1,4070	1,9560	1,0500	0,3350
	COTIZ.	15,3350	18,3200	15,5450	10,1200	13,4200
	RENT %	6,90%	7,68%	12,58%	10,38%	2,50%
TEF	DPA	0,2850	0,7500	0,3360	1,1450	0,3400
	COTIZ.	10,1900	11,8350	11,9200	10,2350	8,8200
	RENT %	2,80%	6,34%	2,82%	11,19%	3,85%
TL5	DPA	-	-	0,2065	0,4974	0,5219
	COTIZ.	5,0900	8,3890	10,4450	10,0300	11,1500
	RENT %	-	-	1,98%	4,96%	4,68%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Invertia e Infobolsa.

Es necesario señalar que en los casos en los que aparece “-“, no se ha podido obtener los datos correspondientes.

En cuanto al análisis de los datos obtenidos, se puede observar como Red Eléctrica de España (REE) y Repsol (REP) son las empresas que presentan una mayor rentabilidad por dividendo en la mayoría de los años estudiados, debiendo mencionar también a Endesa (ELE), que muestra una subida pronunciada en el año 2014 de dicha rentabilidad.

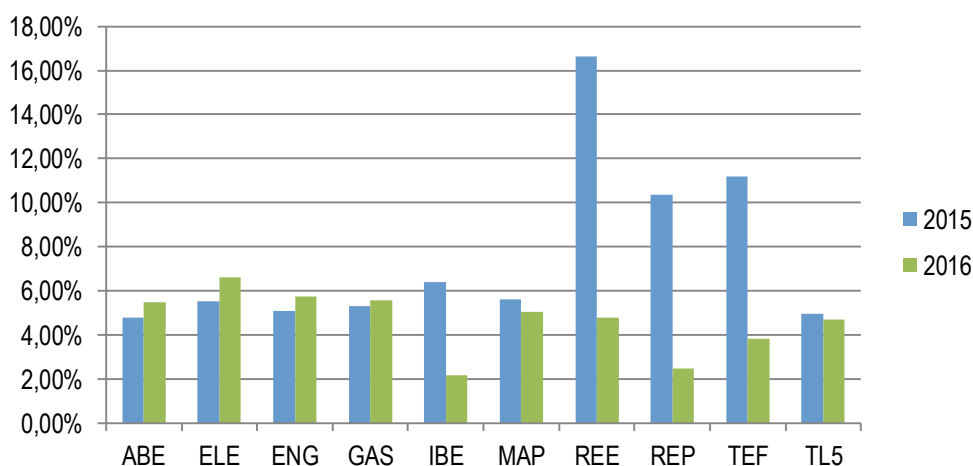
Estas cifras elevadas pueden implicar que ciertas empresas, posiblemente, puedan tener mejores oportunidades de compra, debido a que los inversores centrarán su adquisición en acciones que el mercado valora y que otorguen dividendos por un importe superior al valor de mercado de dichas acciones.

Sin embargo, se observa que las empresas que presentan una menor rentabilidad por dividendo son Abertis (ABE), Mapfre (MAP) y Mediaset España (TL5), ya que la media del periodo de ninguna de ellas supera el 5% en el intervalo de tiempo estudiado.

Por tanto, cuando las empresas presentan un bajo ratio de rentabilidad por dividendo, podrían verse infravaloradas en el mercado por parte de los inversores.

Por último, resulta conveniente realizar una comparación de estos datos. Para ello, hemos elaborado el siguiente gráfico donde se ha seleccionado como período de tiempo los dos últimos ejercicios 2015 y 2016.

Figura 4. Evolución de la rentabilidad por dividendo en el período 2015-2016.



Fuente: Elaboración propia.

Tal y como se puede observar, son muchas las empresas que han experimentado en el año 2016 un gran decrecimiento de su rentabilidad por dividendo con respecto al año 2015. Es el caso de Red Eléctrica España (REE) el más drástico, pues la rentabilidad de esta ha decrecido aproximadamente en un 12 %, pasando de un 16,83 % en el año 2015 a tan sólo un 4,79 % en 2016. A esta compañía, le siguen Repsol (REP) y Telefónica (TEF) las cuales han decrecido en menor medida, aproximadamente un 7 % y 8 % respectivamente. Esta caída, puede deberse a la reducción que se produjo en los dividendos por acción en el año 2016, pues pese a que también se produjeron disminuciones en la cotización, la reducción de los dividendos por acción fue mayor que la de la cotización. En la siguiente tabla podrán verse dichas variaciones:

Tabla 7. Variación de dividendo por acción (DPA) y cotización de REE, REP y TEF en el período 2015-2016.

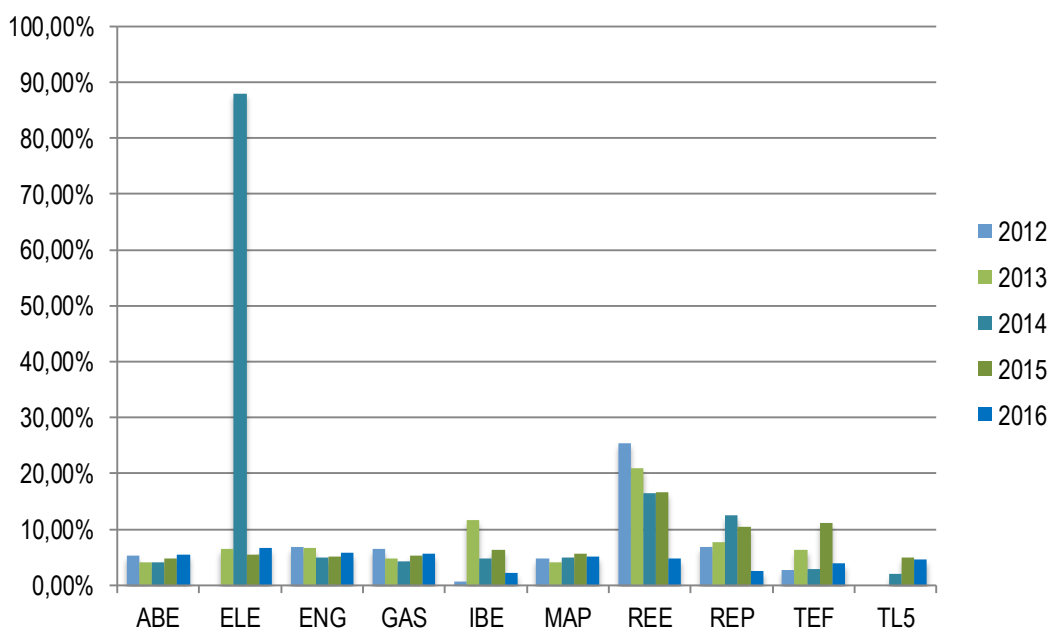
	Variación DPA	Variación cotización
REE	-73,25%	-7,02%
REP	68,10%	32,61%
TEF	-70,31%	-13,83%

Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, en el último año varias empresas han experimentado un ligero crecimiento de su rentabilidad por dividendo, siendo estas Abertis (ABE), Endesa (ELE), Enagás (ENG) y Gas Natural (GAS). En este caso, el crecimiento de todas ellas ha sido moderado ya que tan sólo Endesa superaba en un 1 % su crecimiento, encontrándose todas las demás por debajo de esta cifra.

Cabe destacar que a rasgos generales, la evolución de la rentabilidad por dividendos que presentan las empresas se muestra inestable a lo largo tiempo, siendo Abertis (ABE), Enagás (ENG), Gas Natural (GAS) y Mapfre (MAP) aquellas que experimentan menores variaciones, lo cual se podrá observar en el siguiente gráfico que recoge la rentabilidad por dividendo en un período de tiempo más amplio transcurrido entre el año 2012 y el año 2016.

Figura 5. Evolución de la rentabilidad por dividendo en el período 2012-2016.



Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico, también se puede observar claramente dos hechos significativos que experimenta Endesa (ELE) entre los años 2013 y 2015. Por un lado, en el año 2014 experimenta un gran crecimiento de su rentabilidad por dividendo, pasando esta de un 6,44 % en el año 2013 a un 87,95 % en el año 2014. Por otro lado, este gran crecimiento, se ve truncado en el año 2015 cuando su rentabilidad por dividendo se ve reducida en un 82,41 % con respecto al año anterior, debido a una gran reducción de su dividendo por acción.

3.4 PAY-OUT

El pay-out, es el ratio que expresa el porcentaje de beneficios obtenidos en el ejercicio que una empresa reparte entre sus accionistas en concepto de dividendos; dicho de otra forma es el resultado de aplicar la siguiente fórmula:

$$\text{Pay - out} = \frac{\text{Dividendo por acción (DPA)}}{\text{Beneficio neto por acción (BPA)}} \times 100$$

Por este motivo, consideramos adecuado su cálculo para comprender en mayor medida las políticas de dividendos de las empresas objeto de estudio de este trabajo. En las siguientes tablas se podrán observar los resultados obtenidos para los dos últimos años 2015 y 2016.

Tabla 8. Ratios de pay-out de las empresas seleccionadas en el periodo 2013-2016.

		2013	2014	2015	2016
ABE	DPA	0,6600	0,6600	0,6900	0,7300
	BPA	0,6500	0,6600	0,5400	0,8000
	Pay-out	101,54%	100,00%	127,78%	91,25%
ELE	DPA	1,5000	14,5550	1,0260	1,3300
	BPA	0,9300	-	1,0300	1,3300
	Pay-out	161,29%	-	99,61%	100,00%
ENG	DPA	1,2666	1,3000	1,3200	1,3900
	BPA	1,6900	1,7000	1,7300	1,7500
	Pay-out	74,95%	76,47%	76,30%	79,43%
GAS	DPA	0,8970	0,9080	1,0000	1,0000
	BPA	1,4400	1,4600	1,4900	1,3000
	Pay-out	62,29%	62,19%	67,11%	76,92%
IBE	DPA	0,5430	0,2710	0,4200	0,1350
	BPA	0,4100	0,3400	0,3600	0,4300
	Pay-out	132,44%	79,71%	116,67%	31,40%
MAP	DPA	0,1300	0,1400	0,1300	0,1465
	BPA	0,2600	0,2700	0,2300	0,2500
	Pay-out	50,00%	51,85%	56,52%	58,60%

REE	DPA	2,5422	3,0000	3,2100	0,8587
	BPA	0,9800	1,2300	1,1200	1,1800
	Pay-out	259,41%	243,90%	286,61%	72,77%
REP	DPA	1,4070	1,9560	1,0500	0,3350
	BPA	1,4100	1,2400	1,3200	0,9600
	Pay-out	99,79%	157,74%	79,55%	34,90%
TEF	DPA	0,7500	0,3360	1,1150	0,3400
	BPA	1,0000	0,7000	0,5600	0,4700
	Pay-out	75,00%	48,00%	199,11%	72,34%
TL5	DPA	-	0,2065	0,4974	0,5219
	BPA	0,1100	0,2500	0,4800	0,5100
	Pay-out	-	82,60%	103,63%	102,33%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Infobolsa y El Economista.

Es necesario señalar que en los casos en los que aparece “-“, no se ha podido obtener los datos correspondientes.

En primer lugar, centraremos nuestro estudio en los dos últimos ejercicios 2015 y 2016. Tal y como se puede observar, en el año 2016 son Endesa (ELE) y Mediaset España (TL5) las únicas empresas que presentan un ratio de pay-out superior o igual al 100 %, mientras que en el año 2015 este número de empresas asciende, encontrándose formado por las siguientes: Abertis (ABE), Iberdrola (IBE), Red Eléctrica España (REE), Telefónica (TEF) y Mediaset España (TL5).

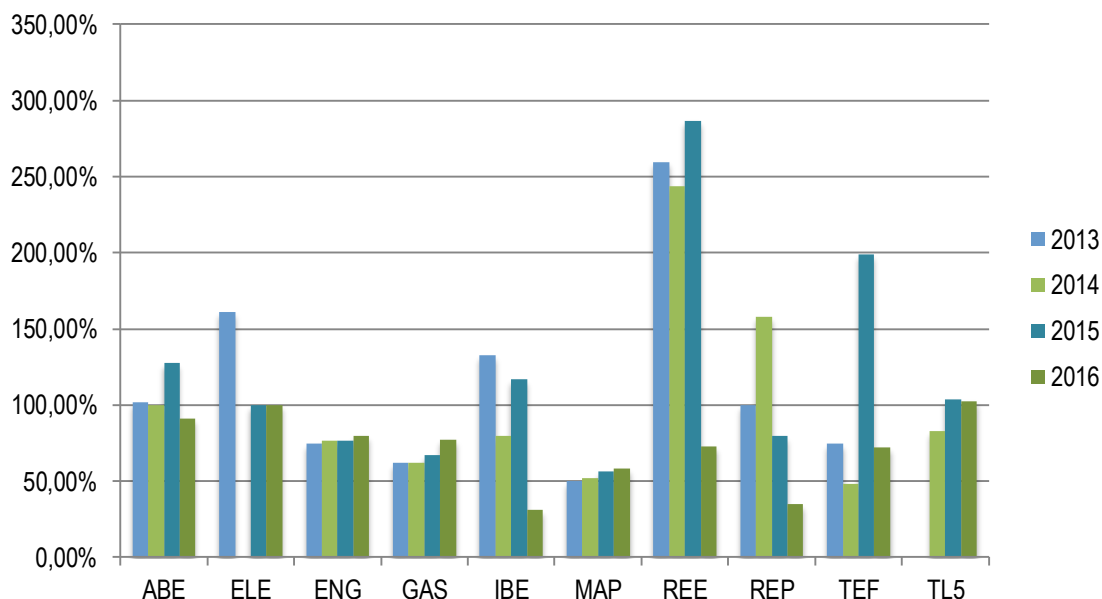
Cabe destacar, que el hecho de presentar unas cifras tan elevadas puede suponer un lastre de crecimiento para la empresa al no disponer de los suficientes recursos propios para su expansión. Asimismo, si el pay-out supera el 100 % esto puede indicar que la empresa es incapaz de afrontar el pago de dividendos, por lo que deberá recurrir a sus reservas o caja; si esta situación se mantiene en el tiempo, puede conllevar la reducción o eliminación del dividendo.

Por otro lado, son Iberdrola (IBE) y Repsol (REP) las empresas que presentan en el año 2016 un menor ratio de pay-out situándose este en torno al 30 %, mientras que en el año 2015 sólo podemos destacar, que es Mapfre la empresa que presenta un menor ratio con una cifra del 56,52 %; no obstante, debemos señalar que esta es una cifra considerable.

En estos últimos casos, presentar un ratio de pay-out bajo es favorable ya que aporta mayor seguridad y estabilidad al dividendo constituyendo un margen de seguridad muy importante.

Por último, para concluir con el análisis del pay-out resulta conveniente estudiar las variaciones que ha experimentado dicho ratio desde el año 2013 hasta la actualidad. Esto se puede observar en el siguiente gráfico:

Figura 6. Variaciones del ratio de pay-out en el período 2013-2016.



Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, se puede observar que son Iberdrola (IBE), Red Eléctrica España (REE) y Telefónica (TEF) las empresas que han experimentado una mayor reducción del ratio de pay-out, debido a que aunque se han aprobado los dividendos para el ejercicio 2016, posiblemente aún no se han abonado en su totalidad, o como consecuencia de una reducción de los mismos.

En segundo lugar, podemos destacar que el resto de empresas muestran una mayor estabilidad con el paso del tiempo, presentando todas ellas ligeros altibajos y siendo Enagás (ENG) la que presenta un ratio de pay-out más estable.

3.5. SCRIP DIVIDEND

El scrip dividend aparece por primera vez en EE.UU en la década de los 80, y se extendería posteriormente a Europa en los años 90. Sin embargo, esta nueva modalidad de retribución al accionista no llegaría a nuestro país hasta los últimos años, siendo Banco Santander (SAN) la primera empresa que lo introdujo en España en el año 2009.

El presente epígrafe se centrará en el análisis de las distintas políticas de scrip dividend de las empresas que forman el objeto de nuestro estudio y que desarrollan dicho tipo de políticas. Estas son:

- Iberdrola (IBE)
- Repsol (REP)
- Telefónica (TEF)

A continuación nos centraremos en el estudio detallado de cada una de ellas, prestando atención al último ejercicio 2016.

3.5.1. Iberdrola

Iberdrola puso en marcha en el año 2010 su sistema de retribución al accionista denominado "Iberdrola dividendo flexible". Con este los accionistas tendrían la posibilidad de recibir acciones liberadas de Iberdrola, sin limitar su posibilidad de percibir en efectivo al menos un importe equivalente al que hubiera sido el pago complementario del dividendo del ejercicio inmediato anterior.

Este sistema será instrumentado mediante un aumento de capital liberado que deberá ser objeto de aprobación por la Junta General de Accionistas de Iberdrola. Además, su ejecución deberá coincidir con la fecha en la que tradicionalmente se hubiera abonado a los accionistas el correspondiente pago del dividendo complementario. Cabe destacar que esta ampliación de capital se efectuaría libre de gastos y de comisiones para los suscriptores en cuanto a la asignación de las nuevas acciones emitidas. Asimismo, Iberdrola asumirá los gastos de emisión, suscripción, puesta en circulación, admisión a cotización y demás relacionados con la ampliación de capital.

En lo que respecta al último año, el día 3 de enero de 2017 se establecieron los extremos para la ejecución del aumento de capital liberado correspondiente al ejercicio 2016, que fue aprobado por la Junta General de Accionistas de Iberdrola, celebrada el 8 de abril de 2016. En la siguiente tabla se podrán observar dichos extremos:

Tabla 9. Principales características del programa "Iberdrola Dividendo Flexible".

Nº máximo de nuevas acciones	Proporción	Importe máximo del aumento de capital	Precio compromiso de compra ⁶
141.379.533	1 nueva por 45 antiguas	106.034.650 €	0,135 €

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de Iberdrola.

Una vez finalizado el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita, se han obtenido los siguientes hechos:

⁶ Precio irrevocable de compra al que la empresa se compromete a adquirir los derechos de asignación gratuita a sus accionistas.

- En primer lugar, los titulares de 1.956.083.947 derechos han aceptado el compromiso irrevocable de compra asumido por Iberdrola. Por lo tanto, esta adquirirá dichos derechos por un importe bruto total de 264.071.000 €.
- En segundo lugar, el número definitivo de acciones ordinarias que se emitirán será de 97.911.000 con un valor nominal unitario de 0,75 €. De esta forma, el importe nominal del aumento de capital es de 73.433.000 €, lo que supone un aumento del 1,539% del capital social de Iberdrola.
- Por último, tras el aumento de capital, el capital social de Iberdrola asciende a 4.844.992.500 €, representado por 6.459.990.000 acciones ordinarias de 0,75 € de valor nominal cada una, íntegramente suscritas y desembolsadas.

3.5.2. Repsol

Repsol puso en marcha su programa “Repsol Dividendo Flexible” en el año 2012, y al igual que en el caso de Iberdrola, los accionistas podrán contar con las tres vías que ofrece el dividendo flexible. Este sistema de retribución al accionista se instrumentará a través de ampliaciones de capital con cargo a reservas voluntarias procedentes de beneficios no distribuidos con el compromiso irrevocable de Repsol de comprar los derechos de asignación gratuita derivados de la ampliación a un precio fijo garantizado.

El 20 de mayo de 2016, la Junta General Ordinaria de Accionistas de Repsol, aprobó la ampliación de capital liberada en sustitución del que hubiera sido el tradicional pago del dividendo a cuenta del ejercicio 2016. En la siguiente tabla figuran sus principales características:

Tabla 10. Principales características del programa “Repsol Dividendo Flexible”.

Nº máximo de nuevas acciones	Proporción	Importe máximo del aumento de capital	Precio compromiso de compra
-	1 nueva por 38 antiguas	-	0,335 €

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de Repsol.

En esta ocasión, Repsol no ha establecido en sus informes anuales una cifra que delimite el importe de dicha ampliación de capital, ni del número de acciones a emitir.

En consecuencia, los hechos más significativos se detallan a continuación:

- En primer lugar, un 79,75% de los titulares han aceptado el compromiso irrevocable de compra asumido por Repsol. Por lo tanto, esta adquirirá dichos derechos por un importe bruto total de 99.000.000 €.
- En segundo lugar, el número definitivo de acciones ordinarias que se emitirán será de 30.760.751, de esta forma, el importe nominal del aumento de capital es de 392.000.000 €, lo que supone un aumento aproximado del 2,10% del capital social de Repsol.

3.5.3. Telefónica

Telefónica llevó a cabo por primera en mayo de 2012 la retribución al accionista mediante scrip dividend, lo cual se sumó al pago de dividendos en efectivo y a la recompra de acciones. Esta modalidad, fue denominada “Telefónica Dividendo Flexible” y fue desarrollada por los mismos motivos de las empresas estudiadas con anterioridad.

Este sistema de retribución se articulará a través ampliaciones de capital liberado con cargo a las reservas voluntarias, y cabe destacar, que estas se efectuarán libre de gastos y comisiones para los suscriptores en cuanto a la asignación de las nuevas acciones emitidas; además Telefónica asumirá los gastos de emisión, suscripción, puesta en circulación, admisión a cotización y demás conexos.

El día 12 de mayo de 2016, la Junta General Ordinaria de Accionistas de Telefónica aprobó la ampliación de capital liberado, cuyas principales características podrán verse a continuación:

Tabla 11. Principales características del programa “Telefónica Dividendo Flexible”.

Nº máximo de nuevas acciones	Proporción	Importe máximo del aumento de capital	Precio compromiso de compra
196.022.848	1 nueva por 1 antigua	-	0,340 €

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de Telefónica.

Debemos destacar, que Telefónica no indica en sus informes anuales un importe máximo para la cifra del aumento de capital.

Por tanto, los hechos más relevantes se detallan a continuación:

- En primer lugar, un 29,99% de los titulares han aceptado el compromiso irrevocable de compra asumido por Telefónica. Por lo tanto, esta adquirirá dichos derechos por un importe unitario de 0,340 €.
- En segundo lugar, el número definitivo de acciones ordinarias que se emitirán será de 137.233.781 con un valor nominal unitario de 1 €. De esta forma, el importe nominal del aumento de capital es de 137.233.781 €.

3.5.4. Comparativa de políticas de scrip dividend

Una vez analizadas las distintas políticas de scrip dividend llevadas a cabo por Iberdrola (IBE), Repsol (REP) y Telefónica (TEF), se estudiará cuál de ellas es más beneficiosa para el accionista.

En primer lugar, en lo que respecta al precio de compromiso de compra es Telefónica (TEF) la que ofrece un mayor precio, siendo este de 0,340 €. De esta forma, el precio que ofrece Telefónica (TEF) a sus accionistas es un 60,29 % más alto que el ofrecido por Red Eléctrica España (REE), y un 1,47 % más alto que el de Repsol (REP). Por este motivo, el accionista que se decante por la opción de recibir el dividendo en efectivo le será más favorable las condiciones ofrecidas por Telefónica (TEF).

En segundo lugar, para aquellos accionistas que se decanten por la opción de recibir nuevas acciones, es también Telefónica (TEF) la que presenta unas mejores condiciones. Esto se debe, a que dicha empresa ofrece 1 acción nueva por cada acción antigua que posea el accionista, mientras que Red Eléctrica España (REE) y Repsol (REP), ofrecen 1 acción nueva por cada 45 y 38 acciones antiguas respectivamente. Así, el accionista de Telefónica (TEF) optará a un mayor número de acciones nuevas en función de las que ya que posee.

4. CONCLUSIONES Y LIMITACIONES

A lo largo de esta investigación hemos tratado de conocer en mayor profundidad las políticas de dividendos de las empresas no financieras del IBEX Top Dividendo. Para ello hemos llevado a cabo un análisis de sus políticas, tratando de obtener información relevante como la rentabilidad por dividendo, el ratio de pay-out o la periodicidad del pago de los mismos. De esta forma, se han obtenido las siguientes conclusiones:

- En primer lugar, nuestro análisis revela que las empresas estudiadas presentan una periodicidad constante, en lo que respecta al pago de dividendos, e incluso muchas de estas remuneran a sus accionistas con más de un dividendo al año.
- En segundo lugar, se ha podido observar como la rentabilidad ofrecida por dividendo es baja, y en la mayoría de casos ha decrecido en los últimos años.
- En tercer lugar, la proporción de beneficios que las empresas estudiadas destinan a dividendos es óptima. Por tanto, este hecho incrementa la seguridad de los accionistas y al mismo tiempo refleja una mayor fortaleza por parte de la empresa.
- Por último, se ha podido comprobar que el número de empresas que presentan políticas de scrip dividend es escaso, y esto podría explicarse, tal y como ya se ha comentado, debido a que se trata de una modalidad de retribución de reciente llegada a nuestro país.

Sin embargo, se han presentado las siguientes limitaciones a este trabajo:

- En primer lugar, no se han considerado las empresas financieras como objeto de estudio de esta investigación, ya que en la tradición empresarial, estas se estudian de forma independiente, pues al tratarse de un tipo de negocio muy específico, sus políticas de dividendos se analizan de forma distinta. No obstante, el estudio de estas sería de gran interés en futuras investigaciones, ya que cuentan con una gran presencia en la economía española, y todas ellas desarrollan importantes políticas de dividendos.
- En segundo lugar, debido a la limitación temporal y de espacio de este trabajo, no ha sido posible llevar a cabo un estudio detallado de todas las empresas que conforman el índice IBEX Top Dividendo. Por tanto, pese a que sí se han abordado aquellas que presentan una mayor relevancia, no deben pasar por alto las políticas de dividendos del resto, ya que su estudio permitiría conocer su funcionamiento en el tipo de empresas que forman parte del índice IBEX Top Dividendo.
- Por último, no ha sido posible profundizar en el estudio de las políticas de scrip dividend de las empresas del IBEX Top Dividendo. Esto, se debe a la complejidad de la obtención de los datos necesarios para ello, lo que ha imposibilitado obtener las proporciones de dividendos que han sido repartidos vía acciones, y aquellas que se han repartido en forma de efectivo.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Brealey, R. and Myers, S. ed., (2014). Política de pago de dividendos. *Principios de Finanzas Corporativas*, 11ª ed. México: Editorial McGraw-Hill, pp.393-412.
- Palomo Zurdo, R. and Mateu Gordon, J. ed., (2017). La inversión en acciones (II): Las operaciones financieras con acciones. *Productos Financieros y Operaciones de Inversión*, 1ª ed. Madrid, España: Editorial I.S.T.P
- Shim, J. and Siegel, J. ed., (2004). La política de dividendos. *Dirección financiera*, 2ª ed. Madrid, España: Editorial McGraw-Hill, pp.347-352.
- Suárez Suárez, A. ed., (2017). La política de dividendos óptima. *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, 22º ed. Madrid, España: Editorial Pirámide, pp.701-711.
- Weston, J. and Brigham, E. ed., (2017). Política de dividendos. *Fundamentos de administración financiera*, 10ª ed. México: Editorial McGraw-Hill, pp.872-873.
- Cnmv.es. *CNMV - Informes financieros anuales*. Recuperado el 10 de Marzo de 2017 de: <https://www.cnmv.es/Portal/consultas/busqueda.aspx?id=25>
- Finanzas.com. (2013). *Qué es... El dividendo*. Recuperado el 25 de Marzo de 2017 de: <http://www.finanzas.com/aula-accionista/20130730/dividendo-2422267.html>
- Economia48.com. (2012). *Enciclopedia y Diccionario de Economía*. Recuperado el 28 de Marzo de 2017 de: <http://www.economia48.com/>
- El dividendo tradicional y el "Scrip Dividend". (2014). *Invertir en Dividendos*. Recuperado el 5 de Abril de 2017 de: <http://invertirendividendos.com/el-dividendo-tradicional-y-el-scrip-dividend/>
- Hernández Jiménez, G. (2015). Dividendos pagados en acciones en lugar de en efectivo. *Invertir en Bolsa.info*. Recuperado el 5 de Abril de 2017 de: http://www.invertirenborla.info/articulo_dividendos_en_acciones.htm
- Fuster, A. (2015). Todo sobre los dividendos: a cuenta, complementarios, scrip dividend y extraordinarios. *Bolsa desde cero*. Recuperado el 6 de Abril de 2017 de: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/3057087-todo-dividendos-cuenta-complementario-scrip-dividend-extraordinarios>
- Ansotegui, C. (2013). *Dividendos: La óptica de finanzas corporativas*. Barcelona. Recuperado el 6 de Abril de 2017 de: https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/4765_Dividendos__la_%C3%B3ptica_de_finanzas_corporativas
- Mascareñas, J. (2011). *La política de dividendos*. Madrid. Recuperado el 30 de Abril de 2017 de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2312666
- Bolsas y Mercados Españoles (BME) (2017). *IBEX Top Dividendo*. Madrid. Recuperado el 8 de Mayo de 2017 de: http://www.borsabcn.es/docs/SBolsas/InformesSB/FS-IbexTopDiv_ESP.pdf

- Bolsas y Mercados Españoles (BME) (2007). *IBEX Top Dividendo*. Madrid. Recuperado el 10 de Mayo de 2017 de: https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/04/056-58%20ACT-Productos_163.pdf
- Bolsas y Mercados Españoles (BME) (2008). *El mercado de renta variable en BME*. Madrid. Recuperado el 10 de Mayo de 2017 de: https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/3684_El_Mercado_de_Renta_Variable_en_BME
- Bolsas y Mercados Españoles (BME) (2017). *Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de BME*. Madrid. Recuperado el 10 de Mayo de 2017 de: http://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/NormasIndices/Normas_Indices_Ibex_esp.pdf
- Cnmv.es. *CNMV - Informes financieros anuales*. Recuperado el 10 de Mayo de 2017 de: <https://www.cnmv.es/Portal/consultas/busqueda.aspx?id=25>
- Payout, su importancia y cómo calcularlo. (2014). *Dividendogma*. Recuperado el 1 de Junio de 2017 de: <http://www.dividendogma.com/payout-su-importancia-y-como-calcularlo/>
- Vargas, I. (2015). ¿Cómo se calcula el PER, el beneficio por acción y la rentabilidad por dividendo? *Bolsa desde cero*. Recuperado el 2 de Junio de 2017 de: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/2059263-como-calcula-per-beneficio-por-accion-rentabilidad-dividendo>
- Economipedia. (2015). *Rentabilidad por dividendo*. Recuperado el 20 de Junio de 2017 de: <http://economipedia.com/definiciones/rentabilidad-por-dividendo.html>
- Escribano, G. (2016). 'Scrip dividend' de Santander: acciones o efectivo, ¿qué es más rentable? Cinco Días. Recuperado el 21 de Junio de 2017 de: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/10/21/mercados/1477070500_976289.html
- Iberdrola (2016). *Informe financiero anual. Declaración de responsabilidades de los consejeros / Ejercicio 2016*. Recuperado el día 20 de Junio de 2017 de: <https://www.cnmv.es/AUDITA/2016/16782.pdf>
- Red Eléctrica España (2016). *Red Eléctrica Corporación S.A.* Recuperado el día 20 de Junio de 2017 de: <https://www.cnmv.es/AUDITA/2016/16770.pdf>
- Telefónica (2016). *Informe de auditoría, cuentas anuales e informe de gestión de Telefónica S.A correspondiente al ejercicio 2016*. Recuperado el día 20 de Junio de 2017 de: <https://www.cnmv.es/AUDITA/2016/16765.pdf>
- Telefónica (2016). *Documento informativo. Aumento de capital liberado con cargo a reservas*. Madrid. Recuperado el día 21 de Junio de 2017 de: https://www.telefonica.com/documents/162467/0/hr_20161111.pdf/9a0df8f1-0c1d-4b52-9ccc-afdf376256d7
- Bolsas y Mercados Españoles. *Qué es BME*. Recuperado el día 2 de Julio de 2017 de: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Sobre-BME/Que-es>