



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA



Facultad de Administración y Dirección de Empresas
Universitat Politècnica de València

Grado en Administración y Dirección de Empresas
Curso 2014/2015

TRABAJO DE FIN DE GRADO

ANÁLISIS SECTORIAL DE LA EVOLUCIÓN DE LOS DIVIDENDOS EN LAS EMPRESAS DEL IBEX-35 A EFECTOS DE DECISIÓN EN INVERSORES CONSERVADORES

Sectoral analysis of the evolution of the dividends in the companies of the Ibex-35 to effects of decision in conservative investors.

Realizado por el alumno **Francisco Javier Alonso Mocholí**

Tutelado por la profesora **Maria Natividad Guadalajara Olmeda**

A mi tutora M^a Natividad Guadalajara Olmeda, por su esfuerzo para conseguir los mejores resultados hasta el último momento.

A mi familia y amigos, porque sin su apoyo y sus ánimos constantes no sería posible afrontar tan grandes desafíos.

A mi amiga y compañera Silvia Sanchis Ramis, por ser mi mayor punto de apoyo y complementarnos hasta el último de nuestros días.

Mi más profundo y sincero agradecimiento.

ÍNDICE

ÍNDICE DE TABLAS	7
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES.....	9
1 INTRODUCCIÓN.....	11
1.1 Resumen.....	11
1.2 Objetivos	13
2 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN	15
2.1 El Ibex-35.....	15
2.2 Tipología de inversores	17
2.3 Los dividendos.....	19
2.3.1 El debate académico sobre políticas de dividendos	19
2.3.2 Fórmulas de retribución a los accionistas.....	20
2.3.3 Evolución en el período 2007-2012	29
3 METODOLOGÍA Y FUENTES DE INFORMACIÓN.....	38
4 RESULTADOS	42
4.1 Resultados sectoriales.....	42
4.1.1 Bienes de Consumo	42
4.1.2 Materiales Básicos, Industria y Construcción.....	44
4.1.3 Petróleo y Energía	51
4.1.4 Servicios de Consumo	57
4.1.5 Servicios Financieros e Inmobiliarios	61
4.1.6 Tecnología y Telecomunicaciones.....	69
4.2 Resultados del conjunto de sectores del Ibex-35	73
5 CONCLUSIONES Y PROPUESTAS DE MEJORA	84
6 BIBLIOGRAFÍA.....	91
7 ANEXOS	95
7.1 Anexo 1 . Composición histórica del Ibex-35	95
7.2 Anexo 2. Cuadro resumen 19 fórmulas de remuneración al accionista	97
7.3 Anexo 3. Resultados del análisis por empresa (datos e ilustraciones)	101

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2-1 Composición del Ibex-35 en mayo de 2015	16
Tabla 2-2 Retribución al accionista por sectores en la Bolsa española desde 2008 hasta 2009	30
Tabla 2-3 Retribución al accionista en la Bolsa española desde 2000 hasta 2010	31
Tabla 2-4 Propiedad de las acciones de las empresas españolas cotizadas desde 2000 hasta 2010 ...	37
Tabla 3-1 Listado sectorial de las empresas consideradas en el diseño muestral	38
Tabla 4-1 Datos del sector Bienes de Consumo	42
Tabla 4-2 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción.....	46
Tabla 4-3 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción.....	46
Tabla 4-4 Prueba de Múltiples Rangos del "Dividendo por acción" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción.....	47
Tabla 4-5 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción.....	48
Tabla 4-6 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción.....	48
Tabla 4-7 Prueba de Múltiples Rangos de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción.....	49
Tabla 4-8 Datos del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción.....	50
Tabla 4-9 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Petróleo y Energía .	54
Tabla 4-10 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Petróleo y Energía.....	54
Tabla 4-11 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Petróleo y Energía.....	55
Tabla 4-12 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Petróleo y Energía	55
Tabla 4-13 Datos del sector Petróleo y Energía	56
Tabla 4-14 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Servicios de Consumo	58
Tabla 4-15 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Servicios de Consumo	58
Tabla 4-16 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Servicios de Consumo	59
Tabla 4-17 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Servicios de Consumo	59
Tabla 4-18 Datos del sector Servicios de Consumo	60
Tabla 4-19 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.....	64
Tabla 4-20 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios	64
Tabla 4-21 Prueba de Múltiples Rangos del "Dividendo por acción" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.....	64
Tabla 4-22 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios	65
Tabla 4-23 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.....	66
Tabla 4-24 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad para los accionistas" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios	66

Tabla 4-25 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad para los accionistas" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.....	67
Tabla 4-26 Datos del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios	67
Tabla 4-27 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Tecnología y Telecomunicaciones.....	70
Tabla 4-28 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Tecnología y Telecomunicaciones ...	70
Tabla 4-29 Prueba de Múltiples Rangos del "Dividendo por acción" del sector Tecnología y Telecomunicaciones.....	70
Tabla 4-30 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Tecnología y Telecomunicaciones.....	71
Tabla 4-31 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Tecnología y Telecomunicaciones.....	71
Tabla 4-32 Datos del sector Tecnología y Telecomunicaciones.....	72
Tabla 4-33 Comparación sectorial de la variable "Dividendo por acción".....	73
Tabla 4-34 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción". Comparación entre sectores.....	75
Tabla 4-35 Tabla ANOVA de la variable "Dividendo por acción". Comparación entre sectores.....	75
Tabla 4-36 Prueba de Múltiples Rangos de la variable "Dividendo por acción". Comparación entre sectores.....	76
Tabla 4-37 Comparación sectorial de la variable "Rentabilidad por dividendo".....	77
Tabla 4-38 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo". Comparación entre sectores.....	78
Tabla 4-39 Tabla ANOVA de la variable "Rentabilidad por dividendo". Comparación entre sectores.	79
Tabla 4-40 Prueba de Múltiples Rangos de la variable "Rentabilidad por dividendo". Comparación entre sectores.....	79
Tabla 4-41 Comparación sectorial de la variable "Rentabilidad para los accionistas".....	81
Tabla 4-42 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad para los accionistas". Comparación entre sectores.....	83
Tabla 4-43 Tabla ANOVA de la variable "Rentabilidad para los accionistas". Comparación entre sectores.....	83
Tabla 5-1 Cuadro-resumen de las conclusiones principales alcanzadas de cada sector	87

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 2-1 Evolución comparada de capitalización y remuneración al accionista en la Bolsa española desde 2000 hasta 2012	29
Ilustración 2-2 Resultado neto, EBITDA y dividendos de las compañías españolas cotizadas. Comparación de su evolución desde 2003 hasta 2011.....	32
Ilustración 2-3 Dividendos satisfechos en la Bolsa española desde 1990 hasta noviembre de 2012 ..	33
Ilustración 2-4 Retribución al accionista en la Bolsa española desde 2006 hasta 2012	34
Ilustración 2-5 Rentabilidad por dividendo (%) ESPAÑA vs EEUU vs FRANCIA vs ALEMANIA desde 1990 hasta 2013.....	35
Ilustración 2-6 Rentabilidad por dividendo vs Tipos a 10 años en España desde 1992 hasta 2013.....	36
Ilustración 4-1 Revalorización del dividendo del sector Bienes de Consumo.....	43
Ilustración 4-2 Rentabilidad obtenida en el sector Bienes de Consumo	44
Ilustración 4-3 Revalorización del dividendo del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción	50
Ilustración 4-4 Rentabilidad obtenida en el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción	51
Ilustración 4-5 Revalorización del dividendo del sector Petróleo y Energía.....	56
Ilustración 4-6 Rentabilidad obtenida en el sector Petróleo y Energía.....	57
Ilustración 4-7 Revalorización del dividendo del sector Servicios de Consumo	60
Ilustración 4-8 Rentabilidad obtenida en el sector Servicios de Consumo.....	61
Ilustración 4-9 Revalorización del dividendo del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios	68
Ilustración 4-10 Rentabilidad obtenida en el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.....	68
Ilustración 4-11 Revalorización del dividendo del sector Tecnología y Telecomunicaciones.....	72
Ilustración 4-12 Rentabilidad obtenida en el sector Tecnología y Telecomunicaciones	73
Ilustración 4-13 Evolución del dividendo por acción de las empresas del Ibex-35 en el período 2007-2012. Comparación entre sectores.....	74
Ilustración 4-14 Evolución de la rentabilidad por dividendo de las empresas del Ibex-35 en el período 2007-2012. Comparación entre sectores.....	78
Ilustración 4-15 Evolución de la rentabilidad para los accionistas de las empresas del Ibex-35 en el período 2007-2012. Comparación entre sectores.....	82

1 INTRODUCCIÓN

1.1 Resumen

Los inversores conservadores con una mínima aceptación del riesgo, buscan en el mercado bursátil la inversión en empresas maduras que les ofrezcan la posibilidad obtener unas rentas estables mediante dividendos que les permitan mantener su capacidad adquisitiva paliando el impacto negativo de la inflación y que además resulten de mayor rentabilidad, dado el riesgo asumido, que otras alternativas libres de riesgo, como son las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado español. Todo esto, buscando minimizar el impacto fiscal, hecho que desde el año 2006 ha sido más sencillo dada la exención de la que disfrutaban los primeros 1.500 euros recibidos como dividendos.

La necesidad tanto de obtener estas rentas que cumplan determinadas condiciones, como de analizar a fondo las alternativas bursátiles y el riesgo implícito de éstas, ha sido especialmente importante para estos inversores durante el período de crisis de económica y de actividad iniciado en el año 2007. No obstante, las empresas cotizadas en la Bolsa española han destacado por el esfuerzo realizado durante la desfavorable coyuntura económica, reforzando sus políticas de dividendos para satisfacer a unos accionistas que se han mostrado fieles a estas empresas. Así pues, el Ibex-35 les merece a este tipo de inversores cierto grado de confianza ya que les ofrece la oportunidad de invertir en empresas maduras, consolidadas en sus respectivos sectores, cuyo nivel de actividad y resultados les permiten retribuir a sus accionistas de manera periódica. En adición, esta retribución ha ganado en diversidad en los últimos años, ofreciendo algunas alternativas al clásico dividendo en efectivo como es la retribución en nuevas acciones (*scrip dividend*). De este modo, los accionistas pueden obtener, tanto rentas en efectivo estables como plusvalías con la revalorización de las acciones de su cartera, las cuales ven incrementadas su número sin suponerles coste alguno.

En el presente estudio se analizan los dividendos distribuidos por las empresas del Ibex-35 a nivel sectorial, a efectos de decisión de los inversores conservadores, teniendo en cuenta las necesidades y objetivos de éstos, y con el fin de encontrar las mejores alternativas de inversión considerando las diferencias existentes entre los 6 sectores que componen el índice bursátil.

Palabras clave: Dividendos, acciones, inversores conservadores, mercado bursátil, Ibex-35, crisis económica.

Abstract

The conservative investors with a minimal risk acceptance look in the stock market for the investment in mature companies that offer them the possibility to obtain a few stable revenues by means of dividends that allow them to maintain its purchasing power relieving the negative impact of the inflation and that also result from major profitability, given the assumed risk, that other free risk alternatives, as there are the obligations to 10 years expressed by the Spanish State. All this, thinking about how to minimize the fiscal, made impact that from the year 2006 has been simpler given the exemption which they enjoy the first 1.500 euros received as dividends.

The need to obtain these revenues that fulfill certain conditions, as of analyzing thoroughly the stock-exchange alternatives and the implicit risk of these, it has turned out to be especially important to these investors during the crisis period of economic and of activity initiated in the year 2007. Nevertheless, the companies quoted in the Spanish Stock Exchange have stood out for the effort realized during so unfavorable economic conjuncture, reinforcing its dividends politics to satisfy a few shareholders who have proved to be faithful to these companies. And so, the Ibex-35 deserves to this type of investors certain confidence grade to them since it offers them the opportunity to invest in mature companies consolidated in its respective sectors, whose level of activity and results they allow them to remunerate its shareholders of a periodic way. In addition, the mentioned compensation carried out by these companies has won the shareholders in diversity in the last years, offering other alternatives to the classic dividend in cash like the compensation in new shares (scrip dividend). This way, the shareholders can obtain stable rent in cash and also appreciations with the revaluation of the shares of its portfolio, which are increased in number without supposing any cost.

In the present study there are analyzed the dividends distributed by the companies of the Ibex-35 to sectoral level to effects of decision of the conservative investors, bearing in mind the needs and targets of these, in order to find the best investment alternatives considering the existing differences between 6 sectors that compose the stock-exchange index.

Key words: *Dividends, shares, conservative investors, stock market, Ibex-35, economic crisis.*

1.2 Objetivos

Existen diferentes razones que justifican la elaboración del presente trabajo, que se exponen a continuación, junto con los objetivos concretos que se pretenden alcanzar.

En primer lugar, existen numerosos estudios que tratan de analizar qué factores influyen a la hora de decidir la política de dividendos a llevar a cabo en las empresas (Azofra Palenzuela, 1986) (Bel Durán, 2014), así como también existe todo un debate académico que trata de justificar qué política de dividendos es la óptima a seguir (Lintner, 1956) (Gordon, 1959) (Miller, y otros, 1961). No obstante, son escasos los estudios orientados a los efectos que tienen las políticas de dividendos aplicadas por las empresas sobre las decisiones de los inversores a la hora de invertir en ellas, por lo que se ha considerado interesante contribuir en el estudio de un tema tan relevante pero poco tratado.

Por otra parte, la crisis económica ha afectado duramente tanto a empresas como inversores. Por un lado, las primeras han tenido que utilizar la política de dividendos como instrumento para mantener a sus antiguos inversores y atraer a otros nuevos. Por otro lado, los inversores se han encontrado con la necesidad/oportunidad de obtener rentas complementarias a su actividad económica habitual que resulten estables, les permitan mantener su capacidad adquisitiva y resulten más rentables que otros activos libres de riesgo como son las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado español, siendo una atractiva alternativa la inversión en empresas cotizadas en el mercado bursátil español.

Además, la concreción en el tipo de inversor conservador resulta de especial interés, ya que dicho perfil se encuentra bastante generalizado en los hogares españoles y, por tanto, es el perfil inversor más representativo de la población española, la cual se ha visto fuertemente afectada por los efectos de la crisis económica.

Con todo esto, se considera de especial interés a efectos del presente estudio, analizar la distribución de dividendos utilizada por las empresas del Ibex-35, principal índice bursátil de la Bolsa española, durante el período 2007-2012, abarcando desde el inicio de la crisis hasta una etapa ya castigada económicamente, y diferenciando entre los distintos sectores que componen dicho índice, con el fin de encontrar las características principales de cada uno de ellos y sus diferencias, de modo que sea posible identificar cuáles son idóneos en línea con los intereses del tipo de inversores considerado.

A partir de un planteamiento base sobre el Ibex-35, la tipología de los inversores, las fórmulas de retribución a los accionistas existentes y la evolución de la distribución de dividendos seguida por las empresas cotizadas en la Bolsa española durante el período 2007-2012 considerado, los objetivos concretos a alcanzar son los mostrados, de manera sintética, en los siguientes puntos:

- Analizar si los dividendos distribuidos durante el período 2007-2012 por las empresas del Ibex-35, agrupadas por sectores, han supuesto para los accionistas rentabilidades altas, medias o bajas, así como si han sido en efectivo o en acciones.
- Analizar si la revalorización interanual de los dividendos distribuidos ha sido superior al IPC, paliando los efectos negativos de la inflación en el poder adquisitivo de los accionistas.

- Analizar si la rentabilidad por dividendo supera a la rentabilidad del activo libre de riesgo considerado como referencia.
- Analizar si la rentabilidad global para los accionistas resulta positiva, analizando a su vez al compararla con la rentabilidad por dividendo considerada individualmente, si los accionistas se han beneficiado de rentabilidad por plusvalías, en caso de que resulte de interés por existencia de la modalidad *scrip dividend*.
- Buscar diferencias significativas y/o destacables entre las empresas que componen un mismo sector, con el fin de alcanzar las conclusiones del modo más homogéneo posible o considerar posibles excepciones.
- Definir las características principales y rasgos diferenciadores de cada uno de los 6 sectores que componen el Ibex-35.
- Alcanzar las conclusiones pertinentes en cuanto a la idoneidad como objeto de inversión de cada sector, en línea con los objetivos de los inversores conservadores.
- A partir de las conclusiones alcanzadas, sugerir una serie de propuestas de mejora para los inversores que permitan alcanzar sus objetivos y necesidades en mayor grado.
- A partir de las conclusiones alcanzadas, sugerir una serie de propuestas de mejora para los diferentes sectores del Ibex-35 que permitan incrementar el grado de atractivo como objeto de inversión.

2 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN

2.1 El Ibex-35

El Ibex-35 es el índice bursátil de referencia de la Bolsa española que tiene como valor base 3000 al cierre de mercado del día 29 de diciembre de 1989, fecha en que fue creado. Este índice, elaborado por Bolsas y Mercados Españoles, refleja en tiempo real la evolución de las 35 empresas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) con mayor liquidez durante el período de control. Puesto que se trata de un índice ponderado por capitalización bursátil, al contrario de otros índices como el Dow Jones, sus componentes no tienen el mismo peso.

El SIBE consiste en una plataforma electrónica que posee terminales en las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, y es gestionado por la Sociedad de Bolsas, participada por las cuatro bolsas anteriores. Este sistema, presente en los cuatro parqués, permite la simultaneidad de las operaciones bursátiles.

Se considerará periodo de control de los valores incluidos en el índice, el intervalo de 6 meses anteriores a su revisión, y respecto a las revisiones extraordinarias, el periodo de control será aquel que el Comité Asesor Técnico decida en cada momento.

En el momento de la revisión, el Comité analizará la evolución de los valores que componen el índice durante el periodo de control, atendiendo a los siguientes factores de liquidez:

- El volumen de contratación en euros en el mercado de órdenes.
- La calidad del volumen de contratación, atendiendo al volumen negociado durante el periodo de control, a las características y cuantía de las operaciones realizadas, a la estadística asociada a los volúmenes y características de la contratación y a las demás medidas de liquidez aplicadas a criterio del Comité.
- La suspensión de la cotización bursátil durante un periodo de tiempo que el Comité considere suficientemente significativo.

Así mismo, puesto que el Ibex-35 también es utilizado como subyacente en la negociación de productos derivados, el Comité Asesor Técnico es también encargado de valorar una suficiente estabilidad así como la publicación de la política de remuneración del accionista, atendiendo a la especial relevancia en la correcta formación de los precios de las acciones y la adecuada valoración de los instrumentos financieros referenciados al índice.

El requisito general para la incorporación de un valor en el Ibex-35 es que su capitalización media computable en el índice sea superior al 0,30% de la capitalización media del índice durante el periodo de control. Del mismo modo, el Comité puede excluir un valor del índice si su capitalización media computable fuera inferior al 0,30% de la capitalización media del índice durante 2 periodos de control consecutivos, considerando las revisiones ordinarias.

Para realizar la evaluación descrita en el párrafo anterior, se entiende como capitalización media computable en el índice la media aritmética, corregida por el coeficiente correspondiente en función de su tramo de capital flotante, resultado de multiplicar los títulos admitidos a negociación en cada una de las sesiones del periodo de control por el precio de cierre del valor en cada una de dichas sesiones.

Con objeto de reflejar el comportamiento de una cartera compuesta por las mismas acciones que el índice, éste es ajustado cuando se producen ciertas operaciones que afectan a los valores que lo componen, como ampliaciones de capital, reducciones de capital y otras cuentas de fondos propios, variación del nominal, fusiones y absorciones, segregación patrimonial o escisión societaria con retribución a los accionistas y el reparto de dividendos extraordinarios y otras retribuciones a los accionistas no asimilables al pago de dividendos ordinarios.

En cuanto a los componentes del índice, en el Anexo 1 del presente trabajo se muestra la composición inicial del Ibex-35, así como las inclusiones y exclusiones de las diferentes empresas a lo largo del periodo 1991-2014.

En la tabla 2-1 se muestra la composición actual del Ibex-35, tras la exclusión de Viscofan y la inclusión de Endesa, cuyos componentes han sido clasificados según los sectores y subsectores considerados por Bolsas y Mercados Españoles.

Tabla 2-1 Composición del Ibex-35 en mayo de 2015

ENTIDAD IBEX 35	SECTOR	SUBSECTOR
GRIFOLS	Bienes de Consumo	Productos farmacéuticos y Biotecnología
INDITEX	Bienes de Consumo	Textil, Vestido y Calzado
ACCIONA	Materiales básicos, Industria y Construcción	Construcción
ACS	Materiales básicos, Industria y Construcción	Construcción
FCC	Materiales básicos, Industria y Construcción	Construcción
FERROVIAL	Materiales básicos, Industria y Construcción	Construcción
OHL	Materiales básicos, Industria y Construcción	Construcción
SACYR	Materiales básicos, Industria y Construcción	Construcción
GAMESA	Materiales básicos, Industria y Construcción	Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo
ABENGOA CL.B	Materiales básicos, Industria y Construcción	Ingeniería y Otros
TECNICAS REUNIDAS	Materiales básicos, Industria y Construcción	Ingeniería y Otros
ARCELORMITTAL	Materiales básicos, Industria y Construcción	Mineral, Metales y Transformación
ENAGAS	Petróleo y Energía	Electricidad y Gas
ENDESA	Petróleo y Energía	Electricidad y Gas
GAS NATURAL	Petróleo y Energía	Electricidad y Gas
IBERDROLA	Petróleo y Energía	Electricidad y Gas
REE	Petróleo y Energía	Electricidad y Gas
REPSOL	Petróleo y Energía	Petróleo

ABERTIS	Servicios de Consumo	Autopistas y aparcamientos
DIA	Servicios de Consumo	Comercio
MEDIASET	Servicios de Consumo	Medios de Comunicación y Publicidad
IAG (IBERIA)	Servicios de Consumo	Transporte y Distribución
BANKIA	Servicios financieros e Inmobiliarios	Bancos y Cajas de Ahorro
BANKINTER	Servicios financieros e Inmobiliarios	Bancos y Cajas de Ahorro
BBVA	Servicios financieros e Inmobiliarios	Bancos y Cajas de Ahorro
CAIXABANK	Servicios financieros e Inmobiliarios	Bancos y Cajas de Ahorro
POPULAR	Servicios financieros e Inmobiliarios	Bancos y Cajas de Ahorro
SABADELL	Servicios financieros e Inmobiliarios	Bancos y Cajas de Ahorro
SANTANDER	Servicios financieros e Inmobiliarios	Bancos y Cajas de Ahorro
MAPFRE	Servicios financieros e Inmobiliarios	Seguros
BME	Servicios financieros e Inmobiliarios	Servicios de Inversión
AMADEUS	Tecnología y Telecomunicaciones	Electrónica y Software
INDRA	Tecnología y Telecomunicaciones	Electrónica y Software
JAZZTEL	Tecnología y Telecomunicaciones	Telecomunicaciones y otros
TELEFONICA	Tecnología y Telecomunicaciones	Telecomunicaciones y otros

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

2.2 Tipología de inversores

En cuanto a la tipología de los inversores, éstos son clasificados generalmente como arriesgados, moderados y conservadores. La clasificación en un perfil u otro depende de distintos factores tales como el horizonte previsto para la inversión, la aversión al riesgo, la situación financiera personal, el grado de cultura financiera y las necesidades esperadas de liquidez.

A continuación se describirán brevemente los mencionados tipos de inversor, profundizando en los inversores conservadores, pues son objeto de estudio del presente trabajo (Patiño, 2013).

Los inversores con perfil agresivo son, generalmente, inversores experimentados y con conocimientos técnicos avanzados del mercado, que destinan la mayor parte de su inversión en activos de riesgo alto e incorporan en su cartera novedades en cuanto a productos y mercados. Habitualmente consideran un horizonte de inversión a corto plazo, favoreciendo una alta rotación de valores de su cartera con el fin de obtener plusvalías, aunque también realizan inversiones a largo plazo en pequeñas empresas en expansión o mercados emergentes.

El perfil intermedio es el moderado, un tipo de inversor dispuesto a asumir riesgo pero dentro de unos límites, con una proporción renta fija/ renta variable de aproximadamente el 50%. De este modo, busca conseguir una rentabilidad mayor que los inversores conservadores, que explicaremos a continuación, sin asumir necesariamente un alto riesgo. El horizonte temporal de este tipo de

inversores es variable, dependiendo de los resultados obtenidos, pero en general suele ser un horizonte a medio plazo, puesto que son inversores con buenos conocimientos técnicos de los mercados que utilizan de manera conveniente las tendencias y analizan los momentos apropiados para operar.

El perfil del inversor conservador se caracteriza por su aversión al riesgo. Los inversores conservadores no buscan elevadas rentabilidades, sino que sus objetivos son combatir la inflación y reducir el impacto fiscal, de modo que puedan mantener su capacidad adquisitiva a lo largo del tiempo. De este modo, este tipo de inversores realizan inversiones estables a largo plazo fundamentalmente en productos de renta fija o mixtos, con un significativo peso relativo de la renta fija, cuya rentabilidad supere en algunos puntos la inflación.

Así pues, los conservadores con una mínima aceptación del riesgo realizan también inversiones en renta variable, que generalmente no suelen superar el 10% del capital invertido, adquiriendo acciones de grandes empresas que, por su madurez, resultan atractivas dada su estabilidad de negocio y su capacidad de generar beneficios, encontrando una fuente estable de ganancia en los dividendos. De este modo, estos inversores constituyen una renta relativamente constante dentro de la renta variable, disponiendo de un pago regular todos los años e independientemente de la evolución de las acciones en el mercado bursátil que, por otra parte, al tratarse de empresas generalmente solventes y que cotizan en el Ibex-35, no es usual que se generen desplomes importantes en sus precios.

El atractivo que ofrece la obtención de una renta estable a través de los dividendos para los inversores conservadores, representados en su gran mayoría por las familias, ha sido notable al considerar el período de crisis analizado en el presente estudio, que abarca desde el año 2007 hasta el año 2012.

En 2005 un 11'10% del valor de los activos financieros de los hogares correspondía a acciones cotizadas en bolsa, valor que descendió a un 8'8% en 2008 con un valor mediano invertido de 6500 euros (Banco de España, 2010). No obstante, con la evolución de la crisis económica y sus efectos, este valor ascendía al 9% en el año 2011 con un valor mediano invertido de 7000 euros (Banco de España, 2014).

Así pues, al considerar la tenencia de activos financieros, un 11'40% de los hogares poseía acciones cotizadas en bolsa en el año 2005, valor que descendió a un 10'40% en 2008 (Banco de España, 2010). Siguiendo la misma tendencia que en el caso anterior, con la avanzada presencia de la crisis y sus efectos, el porcentaje de hogares que poseían este activo ascendía al 11% (Banco de España, 2014).

Además, la exención de 1500 euros con la que contaban desde la promulgación de *la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio*, ha resultado un factor de alto atractivo junto a lo ya mencionado, dada la búsqueda de reducción del impacto fiscal que, como se ha comentado, es uno de los objetivos de los inversores conservadores.

Para el presente año 2015 dicha exención desaparece tras promulgar *la Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta*

de las Personas Físicas, el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias, pero esto puede no resultar un desincentivo para estos inversores dadas las diferentes modalidades de dividendos, como el cobro en nuevas acciones con los scrip dividends.

2.3 Los dividendos

2.3.1 El debate académico sobre políticas de dividendos

Desde hace décadas, existe un polémico debate teórico sobre qué tipo de política de dividendos resulta más adecuada para la empresa, su carácter informativo para el mercado y su influencia para los inversores.

Más allá de la teoría, este debate queda evidente en la realidad práctica si se tiene en cuenta la numerosa multitud de fórmulas de remuneración a los accionistas, que con posterioridad se comentan en el presente trabajo. Aunque a priori algunas de ellas parezcan casi idénticas entre sí, sus efectos las hacen completamente diferentes, bien por la procedencia de los fondos distribuidos, por su impacto fiscal o por su efecto en la estructura de la propiedad de la empresa.

Bajo el supuesto de un mercado de capitales eficiente, Modigliani y Miller llegaron a la conclusión de que la política de dividendos es irrelevante en cuanto a su efecto sobre el valor de la compañía, puesto que éste dependerá de la política de inversiones llevada a cabo y de su capacidad de generar flujos de caja, y no por la cuantía de beneficios que son repartidos o no en la empresa (Miller, y otros, 1961).

Opuestas eran las conclusiones obtenidas con anterioridad por Lintner y Gordon, que sí consideraban relevante la política de dividendos puesto que, desde el punto de vista de los inversores, los pagos en efectivo de dividendos son mucho más seguros que los que proceden de las ganancias de capital, de modo que la tasa de rendimiento requerida por los inversores aumenta a medida que disminuye la tasa de reparto de beneficios de la empresa (Lintner, 1956) (Gordon, 1959).

Considerando una perspectiva fiscal, los inversores preferirán unos dividendos mínimos para reducir el impacto tributario. De hecho, las ganancias de capital se encuentran fiscalmente aventajadas sobre los dividendos puesto que sólo se realizan a voluntad del inversor, de modo que éste puede diferir la realización de la plusvalía, y por tanto el efecto fiscal, hasta que mejor le convenga, mientras que el pago de dividendos viene dado y el accionista pagará el impuesto correspondiente al momento de su recepción.

Tomando como base la asimetría de la información entre accionistas y directivos, defiende la Teoría del Valor Informativo de los Dividendos que estos últimos pueden emplear la política de dividendos para transmitir información al mercado. De este modo, un aumento de los dividendos transmitirá al mercado expectativas de mejora en los resultados que se mantendrán en el futuro y, en caso de una reducción, transmitirá la información contraria. No obstante, existen opiniones opuestas en cuanto a la información transmitida que sostienen que un aumento en los dividendos puede indicar al

mercado que la empresa ya no tiene inversiones rentables a la vista y por ello distribuye sus beneficios, y al contrario en caso de una reducción.

La asimetría y desigualdad existentes entre la información que posee la dirección y la información de que disponen los accionistas, caracterizan el conflicto de agencia latente tras esta sugerente respuesta a la cuestión de por qué las empresas distribuyen dividendos.

Siguiendo la Teoría de la Agencia, la separación entre propiedad y dirección, consecuencia de la dispersión accionarial, puede ocasionar conflictos de intereses entre accionistas y directivos. Por un lado, los accionistas, como únicos beneficiarios del pago de dividendos, mostrarán una clara preferencia por el pago de importes elevados de éstos ante circunstancias normales. Por otro lado, los directivos, cuyos beneficios van ligados a la rentabilidad de la empresa, apostarán por bajos niveles de dividendos, de modo que maximicen el tamaño de los activos bajo su control y su flexibilidad para decidir e implantar la política de inversiones que consideren oportuna, disponiendo de recursos internos suficientes que minimicen sus necesidades de acudir al mercado de capitales en busca de financiación. En contraposición, y puesto que desean eficiencia por parte de los directivos a la hora de llevar a cabo la política de inversión, los accionistas preferirán también el pago de elevados dividendos para reducir el excedente en manos de la dirección y que se vea forzada a obtener esta financiación en el mercado de capitales, de modo que sea éste mismo quien proporcione mecanismos de control de la actuación directiva.

Sin embargo, es objetable el elevado coste que supondría utilizar la política de dividendos como instrumento para transmitir información financiera al mercado por parte de la dirección, y más aún en el caso de que la política de dividendos seguida por la empresa llevase a los obligacionistas a establecer, en sus relaciones contractuales con ésta, cláusulas restrictivas de la cuantía del dividendo, con los consiguientes costes de agencia que ello comportaría (Kalay, 1982).

2.3.2 Fórmulas de retribución a los accionistas

La remuneración al accionista por su participación en el capital de la empresa, generalmente el dividendo, es una variable de vital importancia para un gran número de inversores, tal como se pretende demostrar en el presente trabajo, y consecuentemente de gran impacto mediático.

"Los dividendos se definen como la parte de los resultados o reservas que una sociedad retribuye a sus socios por su participación en el capital social de la misma, tal y como se ha indicado anteriormente, constituyendo la participación en el reparto de las ganancias de la sociedad uno de los derechos mínimos que la ley concede al socio." (Art. 93 RDL 01/2010).

"La sociedad deberá otorgar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas y los dividendos no podrán consistir en el derecho a percibir un interés, cualquiera que fuera la forma de su determinación. En cualquier caso, la distribución de dividendos deberá ser aprobada por la Junta General de Accionistas, a propuesta del Consejo de Administración." (Arts. 96, 97 y 160 RDL 01/2010).

No obstante, a pesar de ser la forma de remuneración más generalizada, las sociedades cuentan con otros medios de remuneración a los accionistas, cuya variedad ha crecido especialmente en el periodo de crisis, como el uso de las reservas, tanto para efectuar pagos en efectivo como para emitir

nuevas acciones entregando derechos de suscripción gratuitos a los accionistas, entre otros. Las empresas han recurrido a este tipo de mecanismos variados para poder mantener las expectativas de renta periódica de muchos de sus accionistas mientras de forma paralela pueden satisfacer sus propias necesidades de desendeudarse y mejorar sus ratios de capital ya que, en numerosos casos, la empresa evita una salida de fondos de tesorería en un momento de disminución de resultados como es la crisis.

De este modo, la sociedad Bolsas y Mercados Españoles ha clasificado la tipología de remuneración a los accionistas en la Bolsa española en 19 fórmulas distintas que se detallarán a continuación. Adicionalmente, el Anexo 2 muestra un cuadro resumen elaborado por BME de los 19 tipos de remuneración explicados y sus características en cuanto a tipo de pago, origen del pago e impacto fiscal.

1. DIVIDENDO EN EFECTIVO CON CARGO A RESULTADOS DEL EJERCICIO

Mediante esta fórmula, utilizada mayoritariamente por las empresas, los accionistas reciben una determinada cantidad de efectivo correspondiente a la distribución por parte de la entidad de los beneficios generados a lo largo del ejercicio. A pesar de la dependencia de los resultados, que impide una homogeneidad total de la cuantía de los dividendos, las empresas tratan de estabilizar estos pagos con el fin de evitar bruscas subidas o bajadas.

La Junta General de Accionistas es la encargada de decidir cómo distribuir los beneficios al cierre del ejercicio una vez aprobado el balance pero, con frecuencia, las empresas no esperan a cerrar el ejercicio y aprobar las cuentas anuales para proceder al pago de dividendos, existiendo así un desfase temporal entre el momento en que los accionistas son retribuidos y el período en que efectivamente se generan estos resultados. Así, se consideran distintas modalidades tales como el *dividendo único* si se realiza un único pago anual, *dividendo a cuenta* si se realizan pagos anticipados al cierre del ejercicio, *dividendo complementario* cuando, al cierre del ejercicio, exista una diferencia entre la cantidad previamente entregada a los accionistas y la que corresponde tras la aprobación de la distribución de resultados y ésta es abonada como dividendo a cuenta; y *dividendo extraordinario* en caso de un dividendo de carácter excepcional y adicional a la retribución ordinaria.

En cuanto a efectos fiscales para el accionista, este tipo de dividendo es considerado rendimiento del capital mobiliario y está sujeto a retención, debiendo ser incluido en la Base Imponible del Ahorro por su importe bruto en el momento de realizar la declaración del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF).

Cabe mencionar la existencia de la exención tributaria de 1.500 euros anuales para las rentas percibidas en forma de dividendos vigente desde el año 2010, practicada sobre el importe bruto. Dicha exención no será de aplicación cuando se trate de acciones homogéneas adquiridas y vendidas en los dos meses anteriores o posteriores al cobro del dividendo (Art. 7 de la Ley 35/2006 del IRPF).

2. DIVIDENDO EN EFECTIVO CON CARGO A RESERVAS DE LIBRE DISPOSICIÓN

Con este tipo de dividendo, la empresa retribuye una determinada cantidad de efectivo a sus accionistas con cargo a las reservas voluntarias que figuran en su balance. Dichas reservas están constituidas por beneficios no distribuidos por la empresa, así como por fondos que inicialmente se encontraban indisponibles pero, tras cumplirse unos determinados requisitos y condiciones, pasan a ser disponibles por la entidad.

Con esta distribución de reservas, generalmente, la empresa busca aportar a sus accionistas una rentabilidad adicional a la que obtienen con los dividendos con cargo a resultados, realizando en ocasiones estos pagos en concepto de dividendo extraordinario.

Estos dividendos con cargo a reservas de libre disposición poseen idéntico tratamiento fiscal que los dividendos con cargo a resultados anteriormente comentados.

3. DIVIDENDO ELECCIÓN (*SCRIP DIVIDEND*) CON SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES

El dividendo elección, dividendo opción o *scrip dividend*, es una fórmula de retribución al accionista empleada de forma creciente en los últimos años.

La compañía entrega a los accionistas tantos derechos de asignación como acciones posea, de modo que éstos pueden utilizarlos para suscribir gratuitamente acciones de una ampliación de capital liberada. No obstante, en caso de que el número de derechos correspondientes a un accionista no le permita suscribir un número exacto de nuevas acciones, éste puede adquirir en el mercado los derechos que, junto a los que ya dispone, se lo permita; transmitir los derechos sobrantes a la entidad emisora en virtud del compromiso irrevocable de compra a un precio fijo garantizado o venderlos en el mercado a su precio de cotización.

Con este tipo de remuneración, el accionista se beneficia de determinadas ventajas fiscales como, por ejemplo, que la entrega de acciones liberadas no está considerada como dividendo por la Ley del IRPF, por lo que no constituye un rendimiento del capital mobiliario y, por tanto, no está sujeta a retención (Art. 25.1.b) de la Ley 35/2006).

Por otra parte, su consideración fiscal como ganancia de capital implica que su tributación se pospone hasta el momento en que el inversor venda sus acciones, integrándose la ganancia (o pérdida) patrimonial en la Base Imponible del Ahorro del IRPF del año en que se produzca la venta.

4. DIVIDENDO ELECCIÓN (*SCRIP DIVIDEND*) CON VENTA DE DERECHOS EN EL MERCADO)

Tal y como se ha comentado en el apartado anterior, mediante el *scrip dividend* el accionista recibe tantos derechos de asignación como acciones de la compañía emisora posee en su cartera.

En este caso, se considera la opción de que el accionista reciba el dividendo en efectivo mediante la venta de sus derechos. Una vez puestos en propiedad del accionista, los

derechos son susceptibles de negociación en el mercado bursátil durante un período de tiempo determinado, nunca inferior a 15 días naturales.

Puesto que la transacción se realiza en el mercado bursátil, la cantidad de efectivo a percibir por el accionista no está definida de antemano. No obstante, puesto que la empresa adquiere un compromiso irrevocable de compra de los derechos a un precio prefijado, éste actúa de suelo de cotización de los derechos, suponiendo una garantía para el accionista.

Fiscalmente, el importe obtenido por el accionista por la venta de los derechos disminuye el valor de adquisición de las acciones de las que proceden, de modo que no habría efectos fiscales hasta la transmisión de los títulos. No obstante, si el importe de la transacción fuese superior al valor de adquisición de dichas acciones, la diferencia sería considerada como ganancia patrimonial del período impositivo en que se produce la venta y se integraría en la Base Imponible del Ahorro del IRPF, siendo el período de generación de la ganancia el comprendido entre la fecha de adquisición de las acciones de procedencia y la fecha de la transmisión de los derechos en el mercado.

5. DIVIDENDO ELECCIÓN (*SCRIP DIVIDEND*) CON VENTA DE DERECHOS A LA EMPRESA

Como ya se ha recogido en los dos apartados anteriores, y a modo de resumen, con la fórmula del *scrip dividend* se entrega a cada accionista tantos derechos de asignación como acciones posea, de modo que podrán utilizarlos para suscribir acciones, de forma gratuita, procedentes de una ampliación de capital liberada o convertirlos en efectivo mediante su venta.

En el presente apartado se contempla la tercera opción a disposición del accionista, que consiste en decidir vender todos o parte de sus derechos a la empresa emisora, que está obligada a adquirirlos a un precio prefijado puesto que, como ya se ha comentado anteriormente, en el momento en que se aprueba la ejecución de esta fórmula de remuneración, la empresa adquiere un compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita a un precio prefijado para los accionistas que deseen optar por esta alternativa.

En cuanto a los efectos fiscales para el accionista, el tratamiento que se aplica a esta modalidad de retribución es el mismo que se aplica a los dividendos distribuidos en efectivo, es decir, son considerados rendimientos de capital sujetos a retención sobre su importe bruto y deben ser incluidos en la Base Imponible del Ahorro en la declaración del IRPF del accionista.

6. DIVIDENDO EN EFECTIVO CON CARGO A RESULTADOS CON OPCIÓN DE REINVERSIÓN EN ACCIONES PROCEDENTES DE LA AUTOCARTERA O ADQUIRIDAS EN EL MERCADO

Esta fórmula de remuneración permite al accionista optar entre recibir un dividendo en efectivo o reinvertirlo en acciones antiguas de la empresa, pudiendo ser éstas tanto parte de la autocartera de la entidad como adquiridas en el mercado secundario en el momento de la reinversión.

Para llevar esto a cabo, la compañía debe contar con un plan o programa de reinversión de dividendos que facilite a los accionistas que quieran acogerse, en el plazo establecido para ello, poder aumentar su participación en la empresa de forma sistemática y periódica.

En caso de acogerse al mencionado plan, la entidad ingresa el importe, neto de retención, del dividendo que corresponda al accionista y contra la misma cuenta bancaria de efectivo se harán los correspondientes cargos por las compras de acciones efectuadas dentro del plan de reinversión. La reinversión del dividendo se realiza según el plazo estipulado en el plan, generalmente períodos regulares de tiempo.

Fiscalmente, los dividendos distribuidos con cargo a resultados tienen el tratamiento de rendimientos de capital mobiliario, por tanto están sometidos a retención y deben integrarse en la Base Imponible del Ahorro de la declaración del IRPF del accionista por su importe bruto.

7. DIVIDENDO EN EFECTIVO CON CARGO A RESULTADOS CON OPCIÓN DE REINVERSIÓN EN ACCIONES NUEVAS

Esta fórmula de retribución es similar a la explicada en el apartado anterior, pero en este caso se ofrece a los accionistas la posibilidad de reinvertir sus dividendos en acciones de nueva emisión.

La compañía aprueba de forma paralela el pago de un dividendo y una ampliación de capital, por lo que los accionistas que deseen acogerse al programa deben cursar la orden de suscripción en el plazo establecido previo al pago del dividendo. Así, la compañía emisora ingresa en la cuenta bancaria de los inversores el importe correspondiente al dividendo neto y, posteriormente, será cargado en dicha cuenta el importe correspondiente a la suscripción de las acciones procedentes de la ampliación de capital.

Con esta modalidad de retribución no existe efecto fiscal alguno para el accionista hasta que no se transmitan las acciones objeto de la reinversión del dividendo. En cuanto a la percepción del dividendo, éste recibe el tratamiento fiscal correspondiente como renta del capital mobiliario ya explicado en apartados anteriores.

8. REDUCCIÓN DE CAPITAL MEDIANTE REDUCCIÓN DE NOMINAL CON DEVOLUCIÓN DE APORTACIONES

Esta fórmula de pago a los accionistas consiste en devolverles una parte del capital que estos tienen en la compañía a través de una reducción del nominal de las acciones en circulación. Así, la empresa ofrece a los accionistas un pago en efectivo adicional al reparto de dividendos mediante la devolución de una parte del patrimonio que poseen en ésta, sin que este hecho afecte a su grado de participación en la compañía.

La devolución corresponde a una parte de los fondos que han sido aportados a la compañía con anterioridad o que procedan del traspaso a la cuenta de capital de reservas de libre disposición nutridas a lo largo del tiempo a partir de beneficios no distribuidos, u otro tipo de

reservas creadas a través de operaciones como las ampliaciones de capital con prima. Por lo general, este tipo de retribución se realiza con carácter excepcional y en un sólo pago.

En cuanto a los efectos fiscales para el accionista, estos difieren según la procedencia del capital reducido. Si éste último procede de beneficios no distribuidos, por haberse capitalizado reservas, el importe de la devolución se considera fiscalmente rendimiento del capital mobiliario, cuyo tratamiento fiscal ha sido comentado con anterioridad. En caso de que la reducción consista en la devolución de aportaciones a los socios, las cantidades devueltas minoraran el valor de adquisición de los valores afectados hasta su anulación, de modo que no existen efectos fiscales hasta la transmisión de dichos valores. No obstante, en este último caso, si la cantidad devuelta excediese el valor de adquisición, dicho exceso sí tributaría como rendimiento del capital mobiliario.

9. REDUCCIÓN DE CAPITAL MEDIANTE AMORTIZACIÓN DE ACCIONES DE LA AUTOCARTERA

Una de las fórmulas de remuneración a los accionistas con la que cuentan las empresas es la amortización de la totalidad o parte de sus acciones propias que ha ido acumulando en su autocartera.

No obstante, puede que en el momento en el que la empresa toma la decisión de amortizar acciones, éstas no estén aún en su poder, es decir, en su autocartera. En este caso en el que la entidad debe proceder a la compra de las acciones que desea amortizar, debe hacer extensivo el ofrecimiento de compra a todos los accionistas por igual (Art. 338 RDL 01/2010), por lo que se vería forzada a realizar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) (Art. 12.1 RD 1066/2007), de modo que los inversores podrían decidir vender o no sus acciones, obteniendo liquidez en caso de proceder a su venta.

Por otro lado, si la compra se efectúa en el marco de un programa de recompra y estabilización de acciones y no excede el 10% del capital con derecho a voto, siempre que la operación se realice conforme al Reglamento de la Comisión Europea, la compañía no está obligada a formular una OPA. En este caso, la retribución al accionista vendría a través de las ganancias del capital por la revalorización de las acciones ocasionada por las compras en el mercado y de la reducción del número de títulos en circulación.

La amortización no conlleva devolución de aportaciones al ser la propia entidad la titular de las acciones amortizadas, por lo que esta operación no tiene ninguna repercusión fiscal para los accionistas.

10. REPARTO DE RESERVAS DE LIBRE DISPOSICIÓN MEDIANTE LA ENTREGA DE ACCIONES DE OTRAS EMPRESAS COTIZADAS O NO COTIZADAS

Este tipo de remuneración al accionista consiste en el reparto de reservas de libre disposición de la empresa instrumentado en acciones de una tercera compañía, cotizada o no, que forman parte de su cartera de participaciones.

La entrega de acciones procedentes de la cartera de inversión de la sociedad con cargo a reservas de libre disposición tiene la consideración de distribución de beneficios, dado que es un dividendo en acciones, por lo que recibe el tratamiento de rendimiento de capital mobiliario. Por esta razón, el pago en acciones se suele acompañar de una cantidad en efectivo que corresponde a la retención fiscal e ingreso a cuenta del IRPF.

11. DEVOLVER LA PRIMA DE EMISIÓN MEDIANTE ENTREGA DE ACCIONES DE OTRAS EMPRESAS COTIZADAS O NO COTIZADAS

En este caso, la empresa acuerda la distribución entre los accionistas de la reserva por prima de emisión, reserva de libre disposición cuyo origen se encuentra en los desembolsos de suscriptores de acciones emitidas sobre la par en una ampliación de capital, instrumentando el pago en acciones de empresas terceras, cotizadas o no, que forman parte de su cartera de participaciones.

Puesto que la distribución de la prima de emisión es una devolución de aportaciones o de precio ya pagado por las acciones, fiscalmente tiene el efecto de reducir, hasta su anulación, el valor de adquisición de las acciones de la empresa que distribuye dicha prima. Sólo en caso de haber exceso sobre el precio, éste sí tributa como rendimiento de capital mobiliario.

12. DEVOLUCIÓN DE PRIMA DE EMISIÓN MEDIANTE PAGO EN EFECTIVO

Con esta operación, la sociedad acuerda el reparto entre sus accionistas de reserva de prima de emisión, cuyo origen ha sido comentado en el apartado anterior, de modo que estos reciben parte de lo que aportaron en su día mediante la recepción el pago en efectivo de un determinado importe.

Los efectos fiscales para el accionista son los mismo que los explicados en el apartado anterior.

13. DEVOLUCIÓN DE RESERVAS DE LIBRE DISPOSICIÓN MEDIANTE ENTREGA DE ACCIONES DE LA AUTOCARTERA.

Esta fórmula de remuneración viene dada por el acuerdo de la sociedad de distribuir entre sus accionistas reservas de libre disposición, generalmente como remuneración complementaria al reparto de dividendos con cargos a resultados, instrumentando la operación mediante entrega de acciones propias que se encuentran en su autocartera.

Esta entrega de acciones propias con cargo a reservas es un dividendo en acciones, por lo que recibe el tratamiento fiscal de rendimiento del capital mobiliario, con su consiguiente retención e integración en la Base Imponible del Ahorro en la declaración del IRPF del accionista beneficiario.

14. DEVOLVER PRIMA DE EMISIÓN MEDIANTE ENTREGA DE ACCIONES PROCEDENTES DE LA AUTOCARTERA

Esta modalidad, junto con la expuesta en el apartado anterior, son las fórmulas de pago en acciones más extendidas.

Con esta operación la sociedad reparte entre sus accionistas reserva por prima de emisión, siendo instrumentada mediante la entrega de acciones propias que se encuentran en su autocartera.

Como sucedía con otras modalidades, la devolución de la prima de emisión mediante entrega de acciones procedentes de la autocartera implica una minoración, hasta su anulación, del valor de adquisición de las acciones. El exceso, en caso de que exista, tributa como rendimiento del capital mobiliario pero, en este caso, no está sujeto a retención.

15. AMPLIAR CAPITAL MEDIANTE LA EMISIÓN DE ACCIONES LIBERADAS CON CARGO TANTO A RESERVAS COMO A PRIMA DE EMISIÓN

Una de las fórmulas de pago a los accionistas es llevar a cabo ampliaciones de capital totalmente liberadas con cargo a reservas por prima de emisión o cualquier otro tipo de reserva.

La Ley de Sociedades de Capital (LSC) establece que cuando el aumento de capital se hace con cargo a reservas pueden utilizarse las reservas disponibles, las primas de emisión y la reserva legal, pero esta última sólo en la parte que exceda el 10% del capital ya aumentado (Art. 303 RDL 01/2010 apartado 1).

Al realizar esta operación, la parte proporcional del valor de la compañía del valor que corresponde a cada acción se ve reducida y, por consiguiente, el beneficio por acción. Esto sucede ya que la ampliación de capital liberada aumenta el número de acciones, y por tanto el capital social, sin que la compañía modifique su patrimonio neto.

Esta fórmula da la posibilidad de obtener liquidez a los accionistas, puesto que les son entregados tanto derechos de asignación como acciones posean, siendo estos susceptibles de negociación en el mercado bursátil.

Las ampliaciones liberadas se enmarcan dentro de la política de retribución al accionista alternativa a la distribución de dividendos en efectivo, y no comportan renta para el accionista (Art. 25b) de la Ley del IRPF). Cuando el accionista opta por suscribir las acciones liberadas, esta operación no tiene efecto fiscal alguno sobre éste hasta la transmisión de las acciones. En caso de que el accionista opte por la venta de los derechos en el mercado bursátil, el importe efectivo que obtiene minora el precio de adquisición de las acciones que posee el accionista y de las que proceden los derechos vendidos, sin que esta venta tenga efecto fiscal alguno hasta la transmisión de las acciones. En este último caso, aunque es poco habitual, si el importe de la venta de los derechos superase el precio de adquisición de las acciones, el exceso tributaría como ganancia patrimonial del período en el que se realiza la

venta si la ampliación se realiza con cargo a reservas, y como renta del capital mobiliario no sujeta a retención si es con cargo a prima de emisión.

16. AMPLIAR CAPITAL MEDIANTE LA EMISIÓN DE ACCIONES PARCIALMENTE LIBERADAS CON CARGO TANTO A RESERVAS COMO A PRIMA DE EMISIÓN

Esta operación, en la que la sociedad emite acciones bajo la par, es considerada también una fórmula de remuneración al accionista.

Con esta emisión de acciones parcialmente liberadas, los inversores reciben acciones nuevas de la empresa desembolsando en metálico solo una parte de su valor, ya que el resto del importe se carga contra reservas. Además, dada la posibilidad de negociación de los derechos de suscripción en el mercado bursátil, los accionistas pueden optar por venderlos en su totalidad, transformando un dividendo en acciones en un dividendo en efectivo o, por otra parte, pueden llevar a cabo una operación blanca, adquiriendo nuevas acciones sin tener que realizar desembolso alguno.

Respecto a los efectos fiscales para el accionista, en este caso son exactamente idénticos a los descritos en el apartado anterior en el que la ampliación se realizaba mediante la emisión de acciones totalmente liberadas.

17. ENTREGA DE LA PRIMA DE ASISTENCIA A JUNTA

En algunas ocasiones, y con objeto de incentivar la asistencia a la Junta General de Accionistas, las sociedades reparten a los accionistas asistentes una pequeña cantidad en efectivo o prima de asistencia, pudiendo establecer requisitos como la posesión de un número mínimo de acciones.

La prima de asistencia tiene las mismas características y tratamiento fiscal que un dividendo tradicional, considerándose un rendimiento del capital mobiliario sujeto a retención y que debe ser incorporado en la Base Imponible del Ahorro de la declaración del IRPF del accionista que la percibe (Art. 25.1. de la Ley 35/2006 del IRPF).

18. DIVIDENDO A ELEGIR, EFECTIVO O ACCIONES DE OTRA SOCIEDAD, CON CARGO A RESULTADOS DEL EJERCICIO

Esta fórmula de remuneración es utilizada en muy escasas ocasiones y por pocas empresas para distribuir los resultados del ejercicio y ofrece a los accionistas dos formas de cobro excluyentes entre sí. Por un lado, el accionista puede elegir entre cobrar el dividendo en efectivo y, por otro, puede optar por cobrarlo en acciones de otra sociedad tercera, cotizada o no.

Tanto si el accionista opta por el dividendo en efectivo como por el dividendo en acciones, ambas opciones tienen el mismo tratamiento fiscal para el accionista, siendo ambos casos considerados rendimientos del capital mobiliario sujetos a retención.

19. RETRIBUCIÓN A ELEGIR: EN EFECTIVO CON CARGO A RESERVAS VOLUNTARIAS O EN ACCIONES PROPIAS CON CARGO A RESERVAS POR PRIMA DE EMISIÓN

Esta fórmula de retribución de carácter novedoso, empleada por primera vez en junio de 2012, permite al accionista optar entre recibir el dividendo en efectivo o mediante acciones de la compañía ya emitidas que forman parte de su autocartera.

La novedad de este tipo de remuneración se encuentra en el diferente origen de los fondos distribuidos ya que, si el accionista cobra por el cobro en efectivo, éste se realiza con cargo a reservas voluntarias procedentes de beneficios no distribuidos y, en caso de optar por la recepción de acciones, el cargo se realiza contra la reserva por prima de emisión.

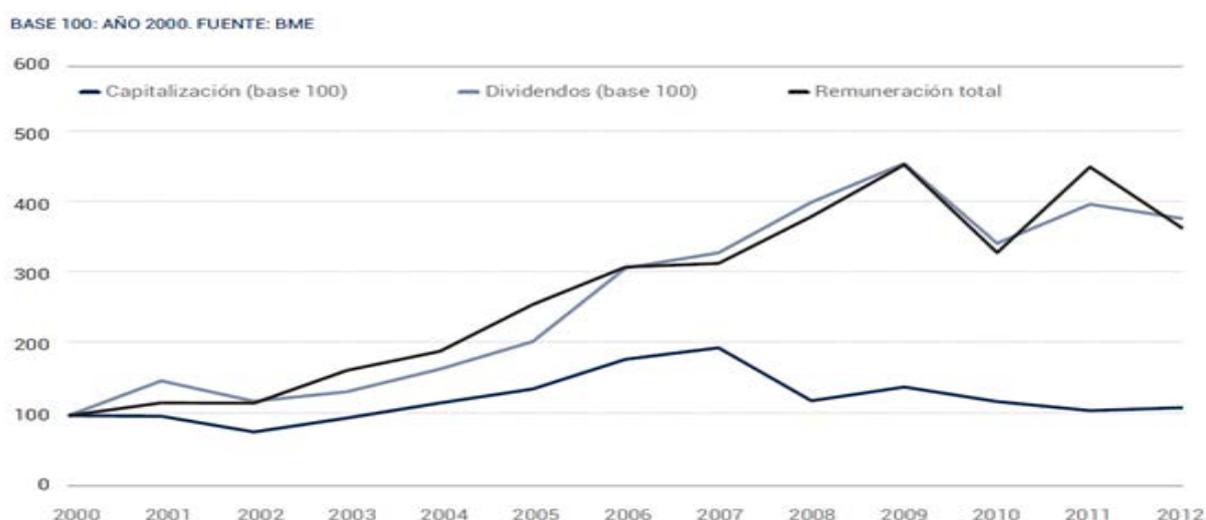
Dado el diferente origen de fondos entre ambas opciones, los efectos para el accionista difieren según su elección. Si el accionista opta por el cobro en efectivo, la retribución procede de beneficios no distribuidos y es por tanto un dividendo, de modo que recibe el tratamiento de rendimiento del capital mobiliario sujeto a retención. En el caso de que el accionista opte por la recepción de acciones con cargo a prima de emisión, la devolución de la prima implica una minoración, hasta su anulación, del valor de adquisición de las acciones. En este último caso, si existiera un exceso, éste tributaría como rendimiento del capital mobiliario no sujeto a retención.

2.3.3 Evolución en el período 2007-2012

2.3.3.1 Evolución de la remuneración a los accionistas en la Bolsa española (2007-2012)

La remuneración al accionista es un factor al que los participantes de la Bolsa española otorgan gran importancia, tal y como se ha podido observar a lo largo de la primera década del presente siglo en el que el crecimiento de los dividendos ha sido superior al crecimiento del valor de las empresas cotizadas considerando su capitalización (Ilustración 2-1).

Ilustración 2-1 Evolución comparada de capitalización y remuneración al accionista en la Bolsa española desde 2000 hasta 2012



Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2013)

La diferencia entre ambas líneas de crecimiento mencionadas en el párrafo anterior, las cuales se muestran en la Ilustración 2-1, destaca a partir del año 2007 por la influencia de dos factores. Por un lado, esta diferencia se ha visto agudizada por la corrección que han experimentado las cotizaciones por la crisis financiera mundial y la crisis de deuda soberana en la Eurozona. Por otro lado, un factor de vital relevancia han sido las políticas de elevados pagos de dividendos y equivalentes que han mantenido las empresas cotizadas, con la proliferación de fórmulas alternativas al dividendo en efectivo como el *scrip dividend*.

Las compañías cotizadas en el mercado bursátil español han mantenido la remuneración total a sus accionistas por encima de los 20.000 millones de euros con la mayor consistencia posible desde el ejercicio 2006. A partir del ejercicio 2009, a pesar de que los dividendos en efectivo siguen siendo de elevado importe, empiezan a repuntar los pagos en acciones procedentes sobre todo de estos *scrip dividend* como fórmula para complementar la retribución a los accionistas, que resultan destacablemente atraídos por este tipo de remuneración, siendo notable como éstos se decantan hacia este tipo de pago en los ejercicios 2011 y 2012.

A continuación, se describen con mayor detalle estos efectos de la crisis en la Bolsa española y, más concretamente, sobre la retribución a los accionistas durante este período de coyuntura económica tan desfavorable, desde que dichos efectos comenzaron a ser visibles hasta el año 2012.

Con el inicio de la crisis en el año 2007, cuyos efectos empezaron a ser notables a partir de los años 2008-2009, a pesar de la reducción de beneficios sufrida por las empresas que cotizan en el mercado bursátil español, éstas han realizado un gran esfuerzo por mantener la retribución al accionista e incluso incrementarla en la mayoría de casos. Este hecho ha sido un factor clave para mantener la confianza en los mercados bursátiles y, para conseguir realizarlo, ha sido destacable la proliferación del pago de dividendo en acciones que, por un lado, presenta a las empresas la ventaja de no tener que experimentar una salida de fondos de tesorería y, por otro, los accionistas se benefician de ventajas como evitar retenciones o diferir la tributación según el caso, como ya se ha comentado anteriormente en el presente estudio.

Tabla 2-2 Retribución al accionista por sectores en la Bolsa española desde 2008 hasta 2009

Sector de actividad	Ene-Nov 2008	Ene-Nov 2009	% Variación
	Importe Bruto (euros)	Importe Bruto (euros)	2009/2008
Total Sector Petróleo y Energía (*)	5.759.182.794,20	11.405.745.501,78	98,04
Total Sector Mat.Basicos, Industria y Construcción	3.675.442.918,08	2.988.286.354,43	-18,70
Total Sector Bienes de Consumo	1.642.435.046,97	1.617.260.832,55	-1,53
Total Sector Servicios de Consumo	1.393.822.201,67	762.591.058,75	-45,29
Total Sector Servicios Financieros e Inmobiliarios(**)	10.312.878.341,42	9.402.993.629,84	-8,82
Total Sector Tecnología y Telecomunicaciones	4.347.886.551,22	4.809.664.966,77	10,62
Total General	27.131.647.853,56	30.986.542.344,12	14,21

(*) 17,74% Variación Sin el Dividendo Extraord. Endesa

(**) Incluye la retribución de las SICAV cotizadas en el MAB

Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2009)

Como se observa en la tabla 2-2, con el inicio de los efectos de la crisis el importe bruto en euros retribuidos a los accionistas se incrementó en un 14'21% en el año 2009 respecto al anterior, considerando el mercado bursátil español a nivel global.

Si analizamos la situación a nivel sectorial, el incremento descrito fue principalmente resultado del significativo incremento del importe retribuido por el Sector Petróleo y Energía. En segundo lugar, y con una variación mucho menos significativa, el importe distribuido por el Sector Tecnología y Telecomunicaciones también se incrementó, destacando la empresa componente del Ibex-35 Telefónica, cuyos dividendos fueron un 10'41% superiores en 2009 respecto al ejercicio anterior.

A pesar de reducir la retribución a los accionistas en un 8'82%, el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios, y más concretamente el sector bancario, destacó por optar por el pago de sus dividendos en acciones.

Como se puede observar en la tabla 2-3, durante el ejercicio 2010, hasta el mes de noviembre, las empresas cotizadas del mercado bursátil español destinaron a la retribución de sus accionistas 21.412'81 millones de euros, de los cuales prácticamente un 99% fueron en concepto de dividendo y el importe restante fue distribuido a través de devoluciones de aportaciones por prima de emisión, reservas y reducción de nominal.

En línea con lo comentado en el párrafo anterior, durante este período fue destacable el incremento de relevancia del pago en especie, tanto con acciones procedentes de la autocartera (60% de la devolución de aportaciones) como de la emisión de acciones nuevas por ampliaciones de capital.

Tabla 2-3 Retribución al accionista en la Bolsa española desde 2000 hasta 2010

DIVIDENDOS Y OTROS PAGOS EFECTUADOS POR LAS EMPRESAS COTIZADAS. IMPORTES BRUTOS (MILLONES DE EUROS)					
	Dividendos	Devolución de Primas de Emisión	Reducción de nominal con devolución de aportaciones	Total	% (*)
2000	7.011,70	51,23	323,43	7.386,36	
2001	8.475,14	42,04	217,17	8.734,35	18,25
2002	8.446,78	28,78	223,79	8.699,35	-0,40
2003	9.411,50	2.480,76	272,96	12.165,22	39,84
2004	11.678,02	2.288,84	208,54	14.175,40	16,52
2005	14.435,72	4.463,76	223,99	19.123,47	34,91
2006	21.809,71	513,02	761,24	23.083,97	20,71
2007	23.338,92	126,62	-	23.465,54	1,65
2008	28.065,00	346,56	-	28.411,56	21,08
2009	32.298,14	1.590,26	3,83	33.892,23	
Ene-Nov 2010 (*)	21.104,70	298,79	9,32	21.412,81	-30,89

(*) Variación respecto a enero- noviembre de 2009

Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2010)

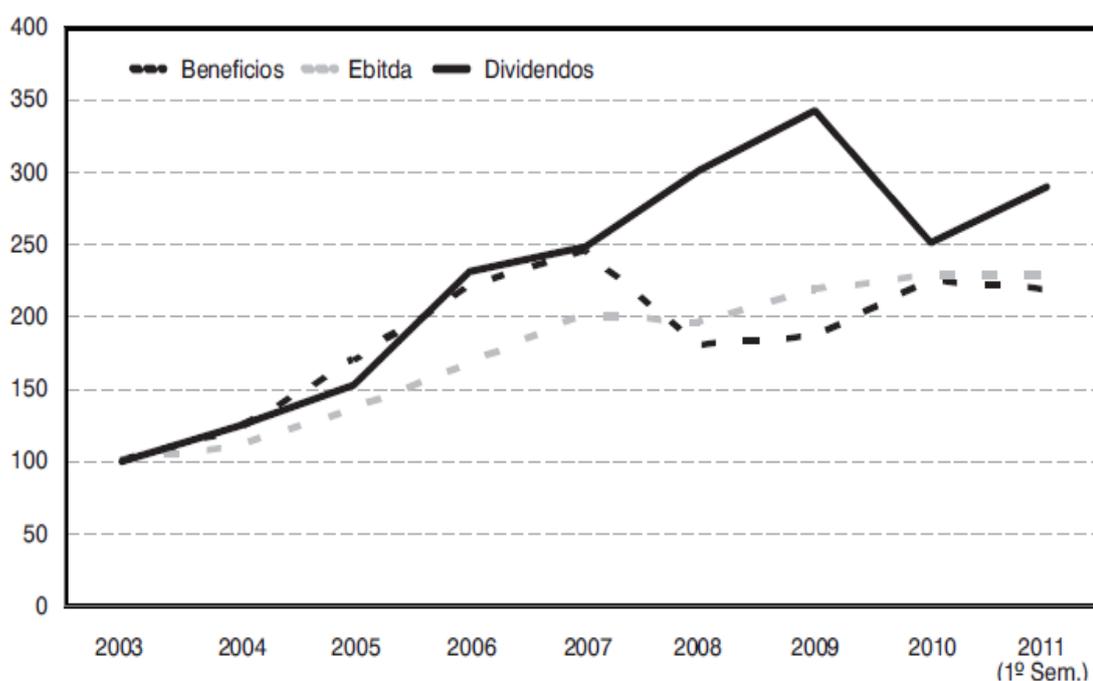
A pesar de verse reducida en más de un 30% respecto al ejercicio anterior, la cuantía de dividendos durante el ejercicio 2010 mantiene, en términos históricos, su carácter significativo. De este modo, sigue siendo evidente el compromiso de las empresas con sus accionistas a pesar del entorno de profunda crisis financiera y de actividad. Además si eliminamos hechos que podemos considerar aislados como el cuantioso dividendo extraordinario de Endesa en 2009 antes de unirse a Enel y los dividendos que algunas empresas anticiparon a sus accionistas para reducir el impacto de la reforma fiscal que entró en vigor el 1 de enero de 2010, la caída de los dividendos sería de, aproximadamente, solo el 7%.

Analizando de forma sectorial la evolución del ejercicio, el Sector Tecnología y Telecomunicaciones, en el que Telefónica mantiene su representatividad, y el Sector Bienes de Consumo, incrementaron la retribución a sus accionistas en un 25% y un 4% respectivamente. Del mismo modo, es destacable el decremento del 9% en el sector bancario por su mayor sensibilidad a los efectos negativos de la crisis.

En contraposición con el ejercicio 2010, en el año 2011 la retribución a los accionistas de las sociedades cotizadas en el mercado bursátil español se incrementó en un 45%. De este modo se muestra evidente un año más el esfuerzo de las mencionadas sociedades por fidelizar a sus inversores y tratar de transmitir la solidez de sus posiciones competitivas y sus expectativas futuras positivas, tratando de mantener una tendencia creciente en la cuantía de dividendos distribuidos a pesar del estancamiento de sus beneficios y su EBITDA desde el inicio de la crisis, como puede observarse en la ilustración 2-2.

Ilustración 2-2 Resultado neto, EBITDA y dividendos de las compañías españolas cotizadas. Comparación de su evolución desde 2003 hasta 2011.

BASE 100 = AÑO 2003

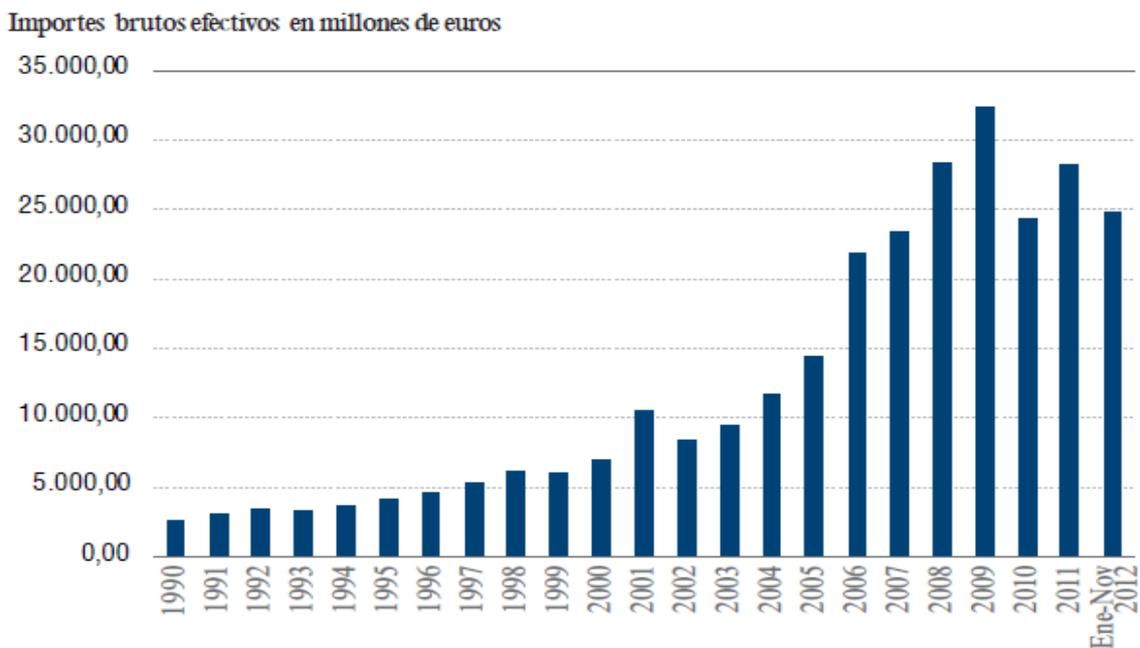


Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2011)

Hasta noviembre de 2011, las compañías españolas cotizadas habían retribuido a sus accionistas con un montante de 33.247 millones de euros a lo largo de dicho ejercicio, de los cuales un 84% fueron pagados en efectivo y el 12% fue repartido mediante la fórmula del dividendo opción o *scrip dividend*. Esta última fórmula fue adoptada por muchas empresas del Ibex-35, destacando el sector bancario en línea con lo sucedido en años anteriores (Santander, BBVA, Popular, Critería Caixabank, Bankinter, Gas Natural, Gamesa e Iberdrola), ofreciendo a sus accionistas la posibilidad de optar entre ser retribuidos con acciones, vender sus derechos de suscripción en el mercado o vender sus derechos a la propia empresa.

Por último, siguiendo la tendencia de los años anteriores que ya se han comentado, en 2012 sigue vigente el esfuerzo de las empresas por mantener una elevada remuneración a sus accionistas a pesar de la coyuntura económica tan desfavorable. Así, en la ilustración 2-3 se puede observar la evolución de los dividendos distribuidos por las entidades cotizadas en el mercado bursátil español desde el año 1990 hasta noviembre de 2012, en la que destaca tanto la tendencia creciente mantenida a lo largo de todo este período como el significativo incremento durante el período de crisis objeto de estudio del presente trabajo.

Ilustración 2-3 Dividendos satisfechos en la Bolsa española desde 1990 hasta noviembre de 2012

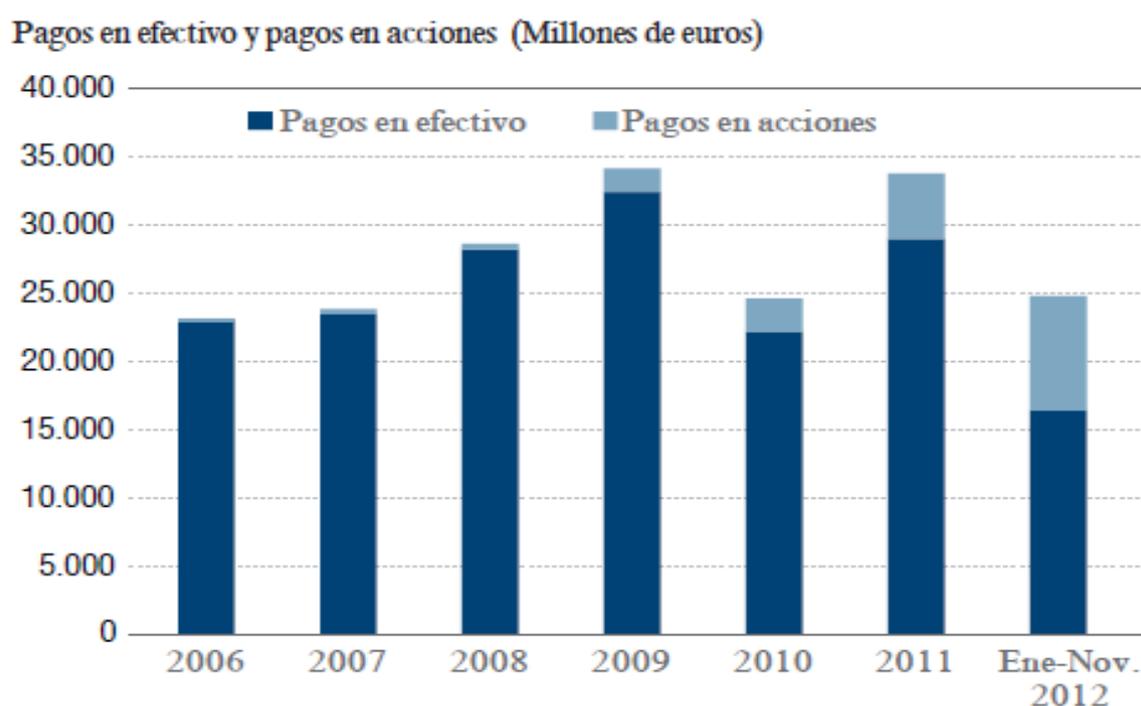


Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2012)

Como se ha comentado con anterioridad, la fórmula del dividendo elección o *scrip dividend* ha sido cada vez más utilizada a lo largo del período considerado por las ventajas que ofrece tanto a las empresas que la emplean como a los accionistas receptores. Por un lado, las empresas encuentran en esta alternativa un medio para combinar los pagos en efectivo con otros en especie que les permite reducir las salidas de fondos de tesorería en la medida que los accionistas decidan suscribir las acciones. Por otro lado, la opción de cobrar en acciones permite a los accionistas obtener la ventaja fiscal de diferir la tributación de los rendimientos percibidos hasta la transmisión de las acciones que han generado la opción de recibir los derechos de asignación.

En la ilustración 2-4 se puede apreciar fácilmente esta evolución a lo largo del período de crisis objeto de estudio, destacando el incremento de 2012.

Ilustración 2-4 Retribución al accionista en la Bolsa española desde 2006 hasta 2012



Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2012)

Durante este último ejercicio 2012 fueron distribuidos 8.216 millones de euros en acciones a través de esta fórmula de retribución, lo que en términos relativos significa un 33% de la remuneración al accionista distribuida en este mismo ejercicio.

2.3.3.2 Evolución de la rentabilidad de la Bolsa española (2007-2012)

Como se puede observar en la ilustración 2-5, la Bolsa española ha ofrecido a los inversores tradicionalmente una rentabilidad por dividendo elevada y muy por encima de sus análogas europeas, hecho aún más destacable en el período 2007-2012 considerado para el análisis del presente estudio.

Ilustración 2-5 Rentabilidad por dividendo (%) ESPAÑA vs EEUU vs FRANCIA vs ALEMANIA desde 1990 hasta 2013



Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2013)

De acuerdo con los datos de Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI), a noviembre de 2009 la rentabilidad de la Bolsa española se situaba en el 4'7%, siendo muchas las empresas que, en conjunto, ofrecían vía dividendos una rentabilidad anual superior al 3%.

Durante el ejercicio 2010, el esfuerzo de las empresas por mantener una elevada remuneración al accionista combinado con una tendencia mayoritariamente descendente de las cotizaciones, condujo a una rentabilidad por dividendo en la Bolsa española cercana al 5'5%. En total, durante este ejercicio fueron 30 las compañías que ofrecían una rentabilidad por dividendo superior al 4'6%, valor coincidente con la tasa de interés medio alcanzada por las obligaciones del Tesoro a 10 años en la última subasta que se realizó.

En 2011, siguiendo la tendencia del año inmediatamente anterior, los descensos generalizados de las cotizaciones de las compañías junto con la fuerte política de dividendos llevada a cabo por éstas, seguían manteniendo al mercado bursátil español entre los más rentables en cuanto a dividendos. En adición, en este ejercicio se produjo un importante incremento del importe distribuido para remunerar a los accionistas por lo que, según datos del MSCI, al cierre de noviembre de 2011 la rentabilidad por dividendo de la Bolsa española alcanzaba el 7'7%, cifra 4 puntos superior a la media histórica de este mismo valor en los 24 años anteriores.

A pesar de la elevada tributación de los rendimientos de capital, que penalizaba el atractivo de invertir en el mercado bursátil, los esfuerzos de las empresas consiguieron que, según Morgan Stanley Capital Internacional, la rentabilidad por dividendo de la Bolsa española al cierre de noviembre de 2012 se mantuviera en un significativo 7%.

Por último, se muestra en la ilustración 2-6 la evolución de la rentabilidad por dividendo de la Bolsa española comparada con la evolución de la rentabilidad de la Deuda Pública española a 10 años, desde el año 1992 hasta el 2013.

Ilustración 2-6 Rentabilidad por dividendo vs Tipos a 10 años en España desde 1992 hasta 2013

DATOS MENSUALES 1992 -2013. FUENTE: MSCI BLUE BOOK Y BANCO DE ESPAÑA



Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2013)

Con esto, se puede observar cómo el mercado bursátil español ha pasado, durante el período de crisis, a ofrecer rentabilidades a los inversores mucho más atractivas que otras opciones más conservadoras o consideradas de menor riesgo, como la deuda pública a 10 años.

2.3.3.3 Evolución de la propiedad del accionariado en la Bolsa española (2007-2012)

La propiedad de las acciones de las empresas cotizadas en la Bolsa española se divide en bancos y cajas, compañías de seguros, Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), Administraciones Públicas, empresas no financieras, familias y no residentes.

El inicio de la crisis se caracteriza por una reducción generalizada de la propiedad del accionariado por parte del sector financiero (bancos y cajas, IIC, seguros...), un significativo incremento de la participación de inversores extranjeros, la estabilidad de la participación de los inversores individuales o familias y un leve aumento del peso relativo de las empresas no financieras.

Es destacable el hecho de que, a pesar de la inestabilidad vivida en el mercado bursátil en el período 2007-2008 por el inicio de la crisis, las familias mantuvieron estable su participación, que incluso se incrementó en una décima. De este modo, la participación de las familias en el accionariado de las empresas cotizadas en la Bolsa española en los años 2007 y 2008 fue de un 20'1% y un 20'2% respectivamente, datos muy superiores a la media europea en el momento (Bolsas y Mercados Españoles, 2011).

En la tabla 2-4 podemos observar la evolución de la estructura de la propiedad del accionariado de las empresas españolas cotizadas con los datos calculados por el Servicio de Estudios de BME para el año 2010.

Tabla 2-4 Propiedad de las acciones de las empresas españolas cotizadas desde 2000 hasta 2010

(DATOS EN PORCENTAJE SOBRE EL VALOR DE MERCADO TOTAL AL CIERRE DEL AÑO)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bancos y Cajas	7,3	7,9	7,1	7,7	8,7	8,6	9,3	9,4	7,6	5,0	4,6
Cías de Seguros	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,2	2,0	2,1	2,0
Inversión Colectiva	4,8	4,9	5,2	5,6	6,3	6,2	7,2	6,0	5,4	5,5	5,6
Administraciones Públicas	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Empresas no Financieras	20,3	21,7	22,0	23,0	23,1	24,7	24,4	25,4	26,0	25,9	26,1
Familias	30,5	28,0	28,3	26,0	24,1	23,6	23,8	20,1	20,2	21,1	22,2
No residentes	34,7	35,0	34,8	35,1	35,2	34,2	32,6	36,8	38,5	40,1	39,2

Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2011)

Con el desarrollo de la crisis resulta destacable ver cómo la pérdida de propiedad por parte de bancos y cajas es cada vez más marcada, impulsada por las cada vez mayores necesidades de liquidez y capital.

En cuanto a las compañías de seguros y las Administraciones Públicas, su peso relativo en la estructura de propiedad se mantiene estable, del mismo modo que sucede con el resto de empresas no financieras tras su ligero incremento de participación en el período 2007-2008.

Por último, en detrimento de otros participantes, queda evidente la tendencia creciente del peso relativo en la propiedad de las entidades cotizadas de la Bolsa española de las IIC, las familias y los inversores extranjeros. A pesar de la pérdida de este peso en el período 2007-2008 por parte de las IIC, éste se ve aumentado en una décima año tras año. En el caso de las familias, se muestra clara la preferencia de los inversores por un grupo de compañías que, a pesar de la situación económica y de actividad contrarias, ofrecen a sus accionistas una política de remuneración atractiva con el reparto de importantes dividendos. Este hecho ha permitido también al mercado bursátil español dar una imagen de solidez y estabilidad a nivel internacional, tal y como queda reflejado en la participación de los inversores extranjeros que, en el transcurso del período 2007-2010, alcanzaron aproximadamente el 40% de la propiedad de estas empresas.

3 METODOLOGÍA Y FUENTES DE INFORMACIÓN

Para obtener la muestra objeto de análisis en este estudio, se ha considerado la composición del Ibex-35 durante el período 2007-2012, seleccionando las empresas que han formado parte del índice durante todo el período considerado y, además, han repartido dividendos durante los 6 años considerados.

El período abarcado por el presente estudio se inicia en el ejercicio 2007, puesto que se ha considerado de especial relevancia la crisis económica que ha afectado tan fuertemente en la actividad de las empresas y en las rentas de los inversores. De este modo, el período de crisis económica se considera un momento en el que la posibilidad de que los dividendos constituyan una renta estable para los inversores conservadores, se convierte en una alternativa de mayor peso a efectos de la toma de decisiones de éstos.

El ejercicio 2012 cierra el período analizado, puesto que un gran número de empresas suspendieron el reparto de dividendos en el ejercicio 2013 para retomarlo en 2014, de modo que según los criterios comentados en el primer párrafo del presente apartado, la muestra considerada se vería significativamente reducida. No obstante, el período 2007-2012 analizado definitivamente, se considera suficientemente representativo puesto que abarca 6 años de crisis, encontrándose esta última ya muy avanzada en el año 2012 y con efectos muy notables.

De este modo, la muestra queda compuesta por 22 empresas que cumplieran las condiciones expuestas, las cuales se muestran en la tabla 3-1 agrupadas por sectores.

Tabla 3-1 Listado sectorial de las empresas consideradas en el diseño muestral

BIENES DE CONSUMO	Inditex
MATERIALES BÁSICOS, INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN	Acciona
	Acerinox
	ACS
	FCC
	Ferrovial
PETRÓLEO Y ENERGÍA	Enagas
	Endesa
	Gas Natural
	Iberdrola
	REE
	Repsol
SERVICIOS DE CONSUMO	Abertis
	Mediaset
SERVICIOS FINANCIEROS E INMOBILIARIOS	Bankinter
	BBVA
	Popular
	Santander
	Mapfre
	BME
TECNOLOGÍA Y TELECOMUNICACIONES	Indra
	Telefónica

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Las empresas que han formado parte del Ibex-35 durante alguno de los ejercicios del período 2007-2012 pero han quedado fuera de la muestra son Altadis, Iberdrola Renovables, Bankia, Cintra, Gamesa, Iberia/IAG, Ebro Food, Dia, Inmobiliaria Colonial, Técnicas Reunidas, Antena 3 TV, Grifols, Aguas de Barcelona, Banco Sabadell, Criteria/Caixabank, Sogecable, Sacyr, OHL, Banesto, Amadeus, NH Hoteles, Abengoa, Unión Fenosa y ArcelorMittal.

Altadis, Inmobiliaria Colonial, Antena 3TV, Aguas de Barcelona, Sogecable y NH Hoteles salieron del Ibex-35 al inicio del período, siendo sustituidas en 2008 por ArcelorMittal, Abengoa, OHL, Criteria (posteriormente CaixaBank), Grifols y Técnicas Reunidas, las cuales quedan fuera de la muestra al no formar parte del índice bursátil en el primer ejercicio del período.

En el caso de Bankia, incluida en el Ibex-35 en 2011, se trata de una nueva entidad que además no ha distribuido dividendos desde su creación, teniendo previsto el reparto de su primer dividendo en el ejercicio 2015.

Algunas empresas han quedado fuera por ser fusionadas durante el período con otras que sí forman parte de la muestra, como es el caso de Cintra absorbida por Ferrovial, Banesto por el Banco Santander y Unión Fenosa por Gas Natural.

Gamesa, Iberia (posteriormente IAG), Banco Sabadell y Sacyr han quedado fuera de la muestra porque, a pesar de formar parte del índice bursátil durante todo el período 2007-2012, no han distribuido dividendos durante su totalidad.

Las fuentes de información utilizadas para obtener los datos que han permitido llevar a cabo el presente estudio han sido:

- La base de datos SABI: para la obtención de los datos de número de acciones y precio a fin de año.
- *Yahoo Finance*: para la obtención de los datos de rentabilidades necesarios para el cálculo de las betas
- El Banco de España: para la obtención de la rentabilidad de las obligaciones a 10 años.
- El Instituto Nacional de Estadística: para extraer la serie de datos histórica del IPC.
- La Sociedad de Bolsas y la información corporativa publicada por las propias empresas: para extraer el importe de los dividendos distribuidos por las compañías que componen la muestra.

Para cada compañía se ha analizado la evolución de los dividendos y se ha calculado la rentabilidad global para los accionistas, como suma de la rentabilidad por dividendos y la rentabilidad por plusvalías y la rentabilidad por dividendos. Junto con esto, se ha obtenido el parámetro beta del modelo de Sharpe para cada empresa y sector, cuyo valor es un indicador de la sensibilidad de la rentabilidad de los activos analizados a las variaciones del mercado.

Los principales elementos a tener en cuenta a la hora de invertir en renta variable son, por lo general, el rendimiento esperado y el riesgo de la inversión. Una estimación del rendimiento esperado de las acciones es la media de los rendimientos históricos en los mercados secundarios, y se han calculado las medias de las rentabilidades tanto de las empresas como de los sectores a

efectos de comparación y realizar las conclusiones pertinentes. Del mismo modo, una estimación del riesgo asociado a la inversión nos la proporciona la variabilidad de dichos rendimientos históricos, medidos por un parámetro de dispersión, siendo el parámetro empleado en el presente estudio la desviación estándar (Segura García del Río, y otros, 2014).

En el caso del importe del dividendo por acción, se ha considerado significativa y/o destacable una desviación estándar superior a 1, así como en el caso de la rentabilidad por dividendo una desviación estándar superior al 5%. Este criterio ha sido aplicado en base al rango de valores que toma la desviación estándar en relación a ambas variables comparando las 22 empresas analizadas.

Puesto que el análisis de los dividendos va enfocado a los efectos de decisión en inversores conservadores, y dada la descripción de este tipo de inversores realizada en el apartado 2.2 del presente estudio, se ha procedido a comparar la revalorización interanual de los dividendos con la evolución de los dividendos que se habría producido si la tasa de revalorización interanual fuera la tasa de crecimiento de los precios (dividendos por acción (IPC)). Para que las conclusiones que se extraigan al respecto resulten realistas, se considera la revalorización de manera interanual, de modo que si en el período 2007-2008 el accionista ha visto reducido su poder adquisitivo, resulta positivo que el dividendo se revalorice a una tasa superior al IPC en el período 2008-2009, aunque la capacidad adquisitiva de 2009 sea realmente inferior a la de 2007.

Por otro lado, se ha considerado la rentabilidad anual que obtienen los accionistas a través tanto de la rentabilidad por dividendo como de la rentabilidad por plusvalías. Se han comparado tanto la rentabilidad global para los accionistas, como la rentabilidad por dividendo de forma individual, con la rentabilidad de las obligaciones a 10 años en la última subasta de cada ejercicio. Puesto que el objetivo del presente estudio va centrado en la influencia de los dividendos, la rentabilidad global para los accionistas sólo se ha considerado realmente relevante en los sectores donde la modalidad *scrip dividend* presenta un peso importante en la retribución a los inversores.

Las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado español han sido utilizadas como referencia por ser un activo considerado libre de riesgo que ofrece una renta estable y una rentabilidad segura. A pesar de que las Letras del Tesoro a 3 meses sean el activo con menor riesgo, ya que éste último aumenta a medida que aumenta también el horizonte temporal de la inversión, se han considerado más adecuadas a efectos de comparación las obligaciones a 10 años puesto que los inversores conservadores muestran preferencia por inversiones a largo plazo.

La fórmula (1) ha sido la fórmula empleada para el cálculo de la rentabilidad anual (λ) obtenida por los accionistas, como suma de la rentabilidad por dividendos y de la rentabilidad por plusvalías (Pindado, 2012).

$$(1) \quad \lambda = \frac{F}{P_0} + \frac{P_f - P_0}{P_0}$$

El primer componente de la fórmula (1) representa la rentabilidad por dividendo, siendo F el importe del dividendo y P_0 el precio al inicio del ejercicio o precio final del ejercicio anterior. El segundo

componente representa la rentabilidad por plusvalías, siendo P_f el precio a fin de año del ejercicio para el que se realiza el cálculo.

Para el cálculo de la beta de las empresas analizadas se ha empleado el modelo de Sharpe, que se muestra en la fórmula (2), por su simplicidad frente al modelo CAPM, ya que las betas obtenidas resultan muy similares en ambos modelos. Para ello, se ha utilizado la serie histórica de la rentabilidad anual del mercado y de las acciones de las empresas consideradas en el análisis, obtenida a partir de la serie histórica de las cotizaciones de dichas acciones y del Ibex-35 durante el período 2007-2012 objeto de estudio.

$$(2) \quad R_i = \alpha + \beta * R_m + \varepsilon$$

El parámetro β obtenido a través del ajuste por regresión utilizando la expresión de la fórmula (2) permitirá conocer si la rentabilidad de las empresas analizadas, y los sectores a nivel global, son muy sensibles a las variaciones en la rentabilidad del mercado ($\beta > 1$) o si, en caso contrario, presentan una baja sensibilidad y, por tanto, las variaciones en la rentabilidad de la empresa/sector se producen en menor grado que en el mercado ($\beta < 1$) (Sharpe, 1964).

El análisis se ha realizado para cada una de las 22 empresas de la muestra, agrupadas por sectores, de modo que se han empleado los datos medios para obtener resultados acerca del sector a nivel global. La utilización de datos medios viene justificada, además de por su validez como estimación del rendimiento esperado, bajo la premisa de que existe la misma probabilidad de que el accionista invierta en cualquiera de las empresas de un mismo sector, una vez éste ha sido elegido como objetivo de inversión, por lo que se considera que todas las empresas que componen un sector son igualmente representativas. No obstante, en cada sector se ha realizado una serie de pruebas estadísticas para conocer si las diferencias entre empresas resultan significativas.

Las pruebas estadísticas aplicadas han sido la prueba-F de la tabla ANOVA para conocer la existencia de diferencias estadísticamente significativas y, en el caso de que así sea, la prueba aplicada ha sido la Prueba de Múltiples Rangos con el fin de conocer entre qué empresas existen diferencias estadísticamente significativas (Moore, 1995).

Una vez alcanzados los resultados de cada sector a nivel individual, se ha llevado a cabo una comparación descriptiva entre sectores, así como las pruebas estadísticas ya descritas anteriormente en busca de diferencias estadísticamente significativas entre los 6 sectores que componen el Ibex-35.

La metodología empleada permite analizar si con la inversión en empresas del Ibex-35, los inversores conservadores pueden obtener realmente una renta estable que le permita compensar los efectos de la inflación y además una rentabilidad superior a otras alternativas consideradas libres de riesgo como la Deuda Pública a 10 años.

4 RESULTADOS

En el presente apartado se exponen los resultados de los análisis realizados sobre los datos de la muestra de 22 empresas del Ibex-35 seleccionadas.

La primera parte se corresponde con el análisis "intrasectorial", en el que se comentan los resultados de cada empresa que compone el sector, a partir de los cuales se obtienen los resultados de dicho sector, los cuales se exponen acompañados de la correspondiente tabla de datos y las ilustraciones que facilitan la comprensión de dichos resultados.

En el Anexo 3 del presente trabajo pueden consultarse las tablas completas y las distintas ilustraciones que facilitan la comprensión de los resultados obtenidos para cada una de las empresas analizadas.

Tras los resultados del primer análisis comentado, se exponen los resultados del análisis "intersectorial" en el que, una vez hallados y comentados los resultados globales de cada sector, éstos se comparan entre sí a fin de encontrar rasgos característicos distintivos y diferencias estadísticamente significativas.

4.1 Resultados sectoriales

A continuación se procede a exponer y comentar los resultados del análisis individual de cada sector:

4.1.1 Bienes de Consumo

El sector Bienes de Consumo queda representado por una única empresa, **Inditex**, pero se considera suficientemente representativa dado que representa el 50% del sector en el Ibex-35.

Tabla 4-1 Datos del sector Bienes de Consumo

SECTOR BIENES DE CONSUMO ($\beta=0'78$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	0,84	1,05	1,05	1,2	1,6	1,8	1,26	0,37
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,85	1,06	1,08	1,23	1,65	1,17	0,30
Div - Div IPC		0,20	-0,01	0,12	0,37	0,15	0,17	0,14
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentabilidad accionistas		-10,86	4,87	72,82	38,45	37,16	28,49	32,58
Rentab por dividendo	9,66	15,67	17,57	13,15	14,50	13,49	14,01	2,67

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

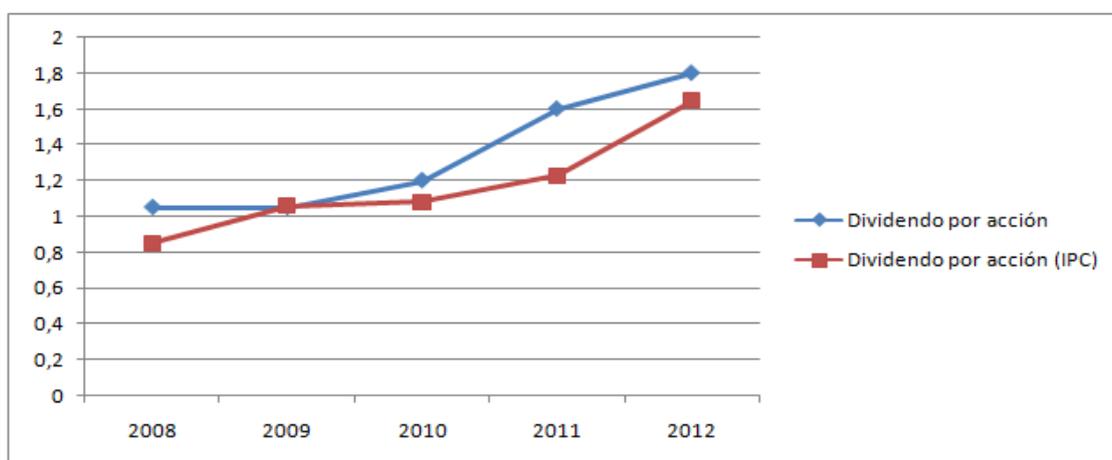
En la tabla 4-1 se diferencian 2 bloques de 4 filas cada uno, de modo que el primer bloque se centra en el análisis del dividendo por acción distribuido en el período 2007-2012 (*Dividendo*

por acción) y en la comparación de la revalorización interanual de éste con la que se habría producido si la tasa de revalorización del dividendo fuera idéntica a la tasa de crecimiento interanual de los precios, la cual se muestra en la segunda fila (IPC). De este modo, puede observarse como en el período 2007-2008 el dividendo por acción del sector creció un 25%, de 0'84 a 1'05, mientras que si hubiera crecido a una tasa equivalente a la que crecieron los precios en ese mismo período (1'40%), el dividendo por acción de 2008 sería de 0'85 euros (Dividendo por acción (IPC)), 0'20 euros inferior al realmente distribuido (Div-Div IPC).

El segundo bloque expone la rentabilidad del activo libre de riesgo (*Rentab Obligaciones 10 años*), la rentabilidad global para los accionistas como suma de la rentabilidad por dividendo y la rentabilidad por plusvalías (*Rentabilidad accionistas*) y por último la rentabilidad por dividendo considerada individualmente (*Rentab por dividendo*).

Tal y como se muestra en la tabla 4-1, el dividendo medio tiene un valor de 1'26 €, importe cercano a la media de la totalidad de la muestra. Además éste ha seguido una clara tendencia creciente en el periodo, de modo que se ha revalorizado a una tasa superior a la tasa de crecimiento de los precios (Ilustración 4-1).

Ilustración 4-1 Revalorización del dividendo del sector Bienes de Consumo



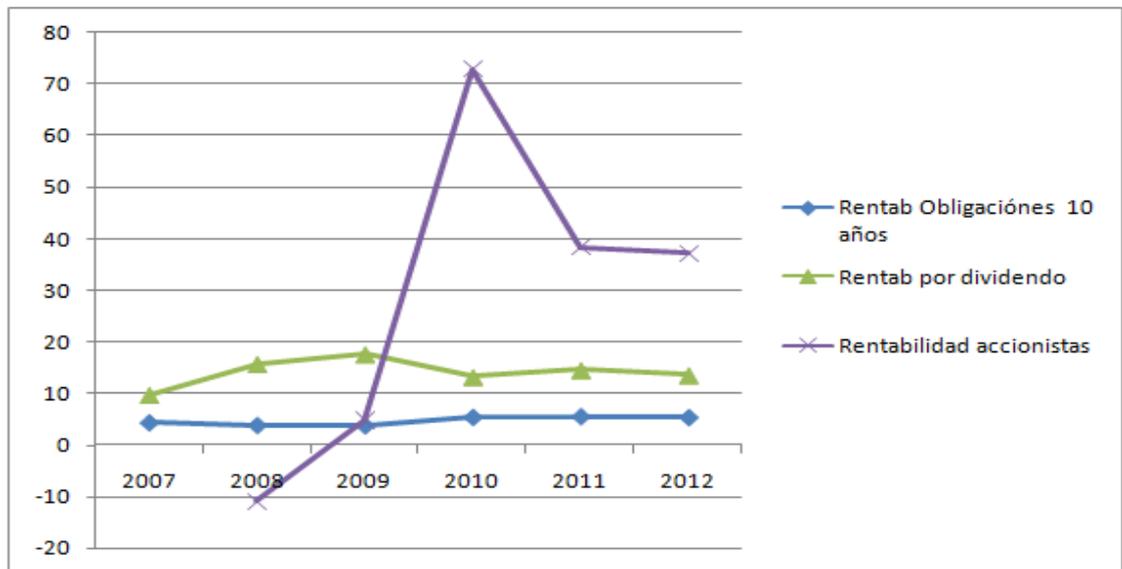
Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En cuanto a la rentabilidad media para los accionistas, considerando la rentabilidad por dividendo y la rentabilidad por plusvalías en su conjunto, ésta presenta un valor del 28'49%, un valor elevado y muy superior a la rentabilidad del activo libre de riesgo de referencia.

La rentabilidad por dividendo a lo largo del período ha sido muy superior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años, siendo la rentabilidad por dividendo media del 14'01%, con poca variación a lo largo del período objeto de estudio (Ilustración 4-2).

Por último, la β alcanza un valor de 0'78, lo cual indica que la rentabilidad del sector Bienes de Consumo es muy poco sensible a las variaciones de la rentabilidad del mercado, hecho muy favorable en cuanto al riesgo del sector.

Ilustración 4-2 Rentabilidad obtenida en el sector Bienes de Consumo



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

4.1.2 Materiales Básicos, Industria y Construcción

En este caso Acciona, Acerinox, ACS, FCC y Ferrovial han sido las empresas seleccionadas para realizar el análisis del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción.

El dividendo medio distribuido por **Acciona** en el período 2007-2012 ha sido de 3'10 euros, con poca variación a lo largo del período, valor similar al que tendría si se hubiera revalorizado a una tasa equivalente a la tasa de crecimiento de los precios, 3'18 euros. De este modo, podría considerarse que la evolución del dividendo ha cubierto la pérdida de poder adquisitivo que ocasiona el mencionado crecimiento de los precios, a excepción del año 2010 en el que si existe una significativa diferencia desfavorable a tales efectos. Es este último hecho el que explica la diferencia, poco significativa, entre el dividendo medio realmente obtenido y el dividendo medio que se obtendría considerando el IPC.

En cuanto a la rentabilidad para los accionistas, ésta presenta un valor negativo del -15'68%, motivado sobre todo por la marcada caída del precio de las acciones a lo largo del período objeto de estudio. Por contra, es este mismo motivo el que ha dado lugar a una rentabilidad por dividendo positiva, alcanzando en el período una rentabilidad por dividendo media del 3'91%. No obstante, este valor es inferior a la rentabilidad media del activo libre de riesgo considerado.

Acerinox ha distribuido durante el período considerado un dividendo medio de 0'40 euros, con escasa variación a lo largo del período. Además, tal y como sucedía en el caso anterior, la tasa de revalorización del dividendo es prácticamente equivalente a la tasa de crecimiento de los precios, cubriendo los efectos de la inflación en su justa medida.

La rentabilidad global para los accionistas también presenta en término medio un valor negativo, siendo en este caso del -8'73%. Tal y como sucedía con Acciona, la principal causa

de este hecho también es una marcada reducción del precio de las acciones a lo largo de todo el período, lo cual ha llevado también a una rentabilidad por dividendo media del 3'40%, inferior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años.

En cuanto a la empresa **ACS**, el dividendo distribuido también presenta una desviación típica muy inferior a 1, con un valor medio de 2 euros por acción. Como sucedía en los casos anteriores, este dividendo medio se acerca considerablemente al dividendo que se obtendría de media si el dividendo se revalorizara a una tasa igual al IPC de un año para otro, por lo que en términos generales puede considerarse que se cubre la potencial pérdida de poder adquisitivo.

Siguiendo la línea de Acciona y Acerinox, la rentabilidad para los accionistas presenta un valor negativo del -8'31% principalmente por la caída de precios de las acciones a lo largo del período considerado.

En este caso, la rentabilidad por dividendo toma un valor medio del 7'01%, valor muy superior a la rentabilidad del activo sin riesgo de referencia.

El caso de **FCC** es similar a los anteriores, con una desviación típica al analizar la distribución de los dividendos retribuidos muy inferior a 1, siendo el valor medio de éstos de 1'66 euros por acción. Cabe decir que aunque el importe del dividendo distribuido no presenta variaciones significativas, ha seguido una marcada tendencia decreciente a lo largo del período.

Como sucedía en casos anteriores, el dividendo medio resulta algo inferior al obtenido considerando el IPC pero con una diferencia muy pequeña, siendo este último de 1'76 euros por acción. Este hecho implica una pérdida de poder adquisitivo no significativa.

La rentabilidad para los accionistas presenta un valor negativo del -16'91%, siendo la principal razón la misma que en las empresas anteriores. Así pues, tal y como sucedía con ACS, la rentabilidad por dividendo media, que alcanza el 7'82%, resulta muy superior a la de las obligaciones a 10 años.

Por último, la empresa **Ferrovial** ha distribuido, en término medio, un dividendo por acción de 1'01 euros, presentando idénticas características a los casos anteriores en cuanto a las variaciones y la revalorización del dividendo en relación con el crecimiento de los precios.

No obstante, Ferrovial supone una excepción radical en términos de rentabilidad al compararla con Acciona, Acerinox, ACS y FCC. La rentabilidad para los accionistas presenta un valor positivo y muy elevado, alcanzando el 33'29%. Este hecho viene motivado tanto por el significativo incremento del número de acciones experimentado en el ejercicio 2009, fruto de la absorción de Cintra, como por una tendencia creciente de los precios a lo largo del período.

Del mismo modo, la rentabilidad por dividendo alcanza de media el 12'67%, siendo muy superior a la rentabilidad del activo sin riesgo. No obstante, cabe destacar que la rentabilidad por dividendo de Ferrovial presenta variaciones significativas a lo largo del

período 2007-2012, considerando como significativa una desviación estándar superior al 5% (7'49%).

En la tabla 4-2 se muestra el resumen estadístico de las empresas del sector respecto a la variable dividendo por acción.

Tabla 4-2 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
ACCIONA	6	3,095	0,706279	22,82%	1,94	3,99	2,05
ACERINOX	6	0,4	0,0547723	13,69%	0,35	0,45	0,1
ACS	6	2,00333	0,553775	27,64%	1,25	2,95	1,7
FCC	6	1,65833	0,350794	21,15%	1,3	2,14	0,84
FERROVIAL	6	1,01333	0,46526	45,91%	0,42	1,6	1,18
Total	30	1,634	1,03085	63,09%	0,35	3,99	3,64

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

A estos datos se les ha aplicado la prueba-F en la tabla ANOVA, que puede observarse en la tabla 4-3, con el fin de determinar si existen diferencias significativas entre las medias de las distintas empresas.

Tabla 4-3 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>GI</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	25,077	4	6,26925	27,3	0
Intra grupos	5,7401	25	0,229604		
Total (Corr.)	30,8171	29			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La tabla ANOVA descompone la varianza de los datos en dos componentes: un componente entre-grupos y un componente dentro-de-grupos. La razón-F, que en este caso es igual a 27,3046, es el cociente entre el estimado entre-grupos y el estimado dentro-de-grupos. Puesto que el valor-P de la prueba-F es menor que 0,05, existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medias del dividendo por acción de las 5 empresas con un nivel del 95,0% de confianza.

Para determinar qué medias son significativamente diferentes de otras, se ha aplicado la Prueba de Múltiples Rangos, cuyo resultado se muestra en la tabla 4-4. El método empleado actualmente para discriminar entre las medias es el procedimiento de diferencia mínima

significativa (LSD) de Fisher. Con este método hay un riesgo del 5,0% al decir que cada par de medias es significativamente diferente, cuando la diferencia real es igual a 0.

Tabla 4-4 Prueba de Múltiples Rangos del "Dividendo por acción" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción

Método: 95,0 porcentaje LSD

	<i>Casos</i>	<i>Media</i>	<i>Grupos Homogéneos</i>
ACERINOX	6	0,4	X
FERROVIAL	6	1,01333	X
FCC	6	1,65833	X
ACS	6	2,00333	X
ACCIONA	6	3,095	X
<i>Contraste</i>	<i>Sig.</i>	<i>Diferencia</i>	<i>+/- Límites</i>
ACCIONA - ACERINOX	*	2,695	0,56977
ACCIONA - ACS	*	1,09167	0,56977
ACCIONA - FCC	*	1,43667	0,56977
ACCIONA - FERROVIAL	*	2,08167	0,56977
ACERINOX - ACS	*	-1,60333	0,56977
ACERINOX - FCC	*	-1,25833	0,56977
ACERINOX - FERROVIAL	*	-0,613333	0,56977
ACS - FCC		0,345	0,56977
ACS - FERROVIAL	*	0,99	0,56977
FCC - FERROVIAL	*	0,645	0,56977

* indica una diferencia significativa.

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La Prueba de Múltiples Rangos aplica un procedimiento de comparación múltiple para determinar qué medias son significativamente diferentes de otras. En la parte superior se han identificado 4 grupos según la alineación de las X's, de modo que no existen diferencias significativas entre aquellos niveles que comparten una misma columna. La mitad inferior muestra las diferencias estimadas entre cada par de medias, identificando los pares en los que se encuentra una diferencia significativa con un nivel de confianza del 95% con un asterisco.

De este modo, se observa que existen diferencias significativas respecto al dividendo por acción entre todas las empresas excepto al comparar ACS y FCC.

A continuación se va a proceder a realizar el mismo análisis para la variable "rentabilidad por dividendo", mostrándose el resumen estadístico de esta variable en la tabla 4-5.

Tabla 4-5 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
ACCIONA	6	3,91	1,38336	35,38%	1,33	5,34	4,01
ACERINOX	6	3,40333	0,878559	25,81%	2,08	4,54	2,46
ACS	6	7,00833	2,70507	38,60%	3,08	10,35	7,27
FCC	6	7,81833	3,45668	44,21%	3,99	13,87	9,88
FERROVIAL	6	12,675	7,49239	59,11%	5,36	23,87	18,51
Total	30	6,963	4,99156	71,69%	1,33	23,87	22,54

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Los resultados de aplicar la prueba-F en la tabla ANOVA para analizar la existencia de diferencias significativas entre las distintas empresas se muestran en la tabla 4-6.

Tabla 4-6 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	332,116	4	83,0289	5,32	0,0031
Intra grupos	390,437	25	15,6175		
Total (Corr.)	722,553	29			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Puesto que el valor-P de la prueba-F es menor que 0'05, existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medias de la rentabilidad por dividendo de las 5 empresas con un nivel del 95% de confianza.

Como en el caso del dividendo por acción, se ha aplicado la Prueba de Múltiples Rangos para conocer entre qué empresas existen diferencias significativas, cuyo resultado se muestra a continuación en la tabla 4-7.

Tabla 4-7 Prueba de Múltiples Rangos de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción

Método: 95,0 porcentaje LSD

	<i>Casos</i>	<i>Media</i>	<i>Grupos Homogéneos</i>
ACERINOX	6	3,40333	X
ACCIONA	6	3,91	X
ACS	6	7,00833	X
FCC	6	7,81833	X
FERROVIAL	6	12,675	X

<i>Contraste</i>	<i>Sig.</i>	<i>Diferencia</i>	<i>+/- Límites</i>
ACCIONA - ACERINOX		0,506667	4,69911
ACCIONA - ACS		-3,09833	4,69911
ACCIONA - FCC		-3,90833	4,69911
ACCIONA - FERROVIAL	*	-8,765	4,69911
ACERINOX - ACS		-3,605	4,69911
ACERINOX - FCC		-4,415	4,69911
ACERINOX - FERROVIAL	*	-9,27167	4,69911
ACS - FCC		-0,81	4,69911
ACS - FERROVIAL	*	-5,66667	4,69911
FCC - FERROVIAL	*	-4,85667	4,69911

* indica una diferencia significativa.

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En el caso de la rentabilidad por dividendo se puede observar, tras aplicar la Prueba de Múltiples Rangos, que la única empresa que muestra una diferencia estadísticamente significativa respecto al resto es Ferrovial.

A pesar de las diferencias estadísticamente significativas encontradas en cuanto al dividendo por acción y la rentabilidad por dividendo de las distintas empresas que componen el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción, se procede a continuación a realizar un análisis global del sector con el fin de obtener resultados generales que permitan posteriormente extraer conclusiones globales de este sector en su conjunto a efectos de decisión de los inversores conservadores.

Para ello, se han empleado datos promedio de cada variable bajo la premisa de que existe la misma probabilidad de que el inversor invierta en cualquier empresa del sector, focalizándose en el sector a nivel global.

Tabla 4-8 Datos del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción

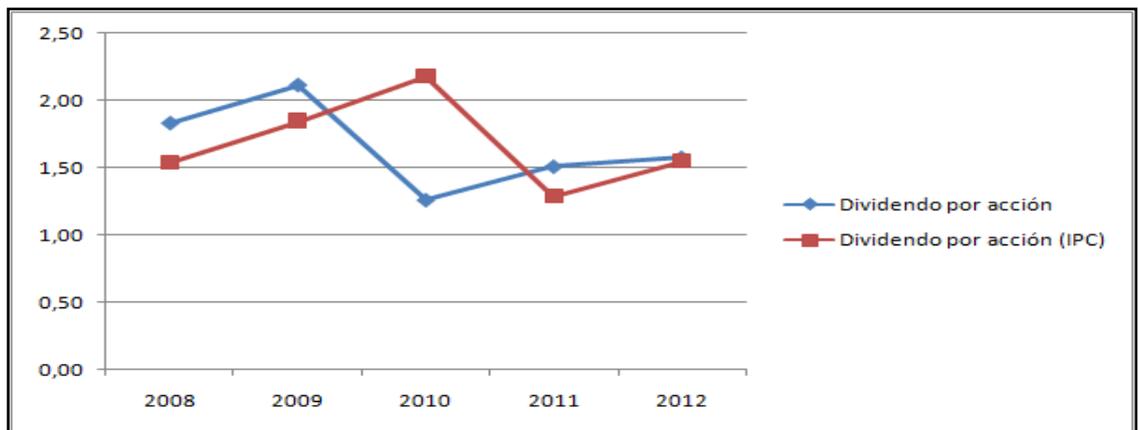
SECTOR MAT. BÁSICOS, IND. Y CONSTRUCCIÓN ($\beta=1'07$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	1,52	1,83	2,11	1,26	1,51	1,57	1,63	0,30
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		1,54	1,85	2,18	1,29	1,55	1,68	0,34
Div - Div IPC		0,29	0,27	-0,92	0,22	0,02	-0,02	0,51
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentabilidad accionistas		-38,38	42,66	-14,48	4,63	-10,77	-3,27	29,95
Rentab por dividendo	4,21	9,12	8,15	5,18	6,14	8,98	6,96	2,08

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

El sector Materiales Básicos, Industria y Construcción, cuyos datos se muestran en la tabla 4-8, ha retribuido a sus inversores durante el período 2007-2012 con un dividendo medio por acción de 1'63 euros, presentando una variación muy reducida a lo largo del período.

En cuanto a los efectos de la revalorización de los dividendos, ésta se ha dado a una tasa superior al crecimiento de los precios, permitiendo a los accionistas compensar la pérdida de poder adquisitivo que implica este crecimiento de los precios mencionado. La única excepción se encuentra en el ejercicio 2010, en el que al comparar el valor que tendría el dividendo si el del ejercicio anterior hubiera crecido a una tasa equivalente al IPC con el dividendo por acción que realmente fue distribuido, se observa una diferencia negativa destacable (ilustración 4-3). No obstante, este hecho no tiene un impacto significativo ya que, al obtener el dividendo medio considerando un crecimiento equivalente al IPC, se observa que sólo es 0'05 euros superior al dividendo medio real.

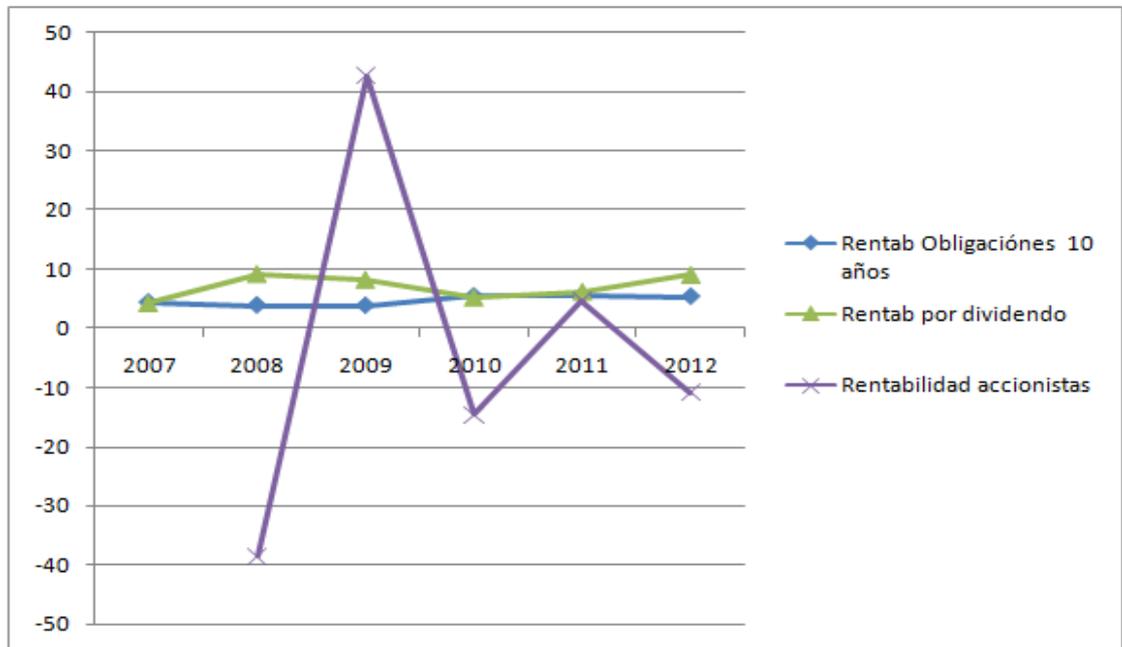
Ilustración 4-3 Revalorización del dividendo del sector Materiales Básicos, Industria y Construcción



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Por último, la rentabilidad global obtenida por los accionistas presenta un valor medio negativo del -3'27%, aunque la rentabilidad por dividendo considerada individualmente sí presenta un valor positivo, en término medio, del 6'96%. Esta última resulta superior, en términos generales, a la rentabilidad obtenida con el activo libre de riesgo tomado como referencia (4'71% de media), hecho que resulta más evidente al observarse gráficamente en la ilustración 4-4.

Ilustración 4-4 Rentabilidad obtenida en el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

4.1.3 Petróleo y Energía

Para realizar el análisis del sector Petróleo y Energía, las empresas que cumplen los requisitos establecidos y, por tanto, han sido seleccionadas son Enagas, Endesa, Gas Natural, Iberdrola, REE y Repsol.

El importe del dividendo distribuido por **Enagas** ha seguido una marcada tendencia creciente en el desarrollo del período 2007-2012, siendo el dividendo medio repartido por acción de 0'79 euros. De este modo, la revalorización del dividendo se ha producido a una tasa superior a la tasa de crecimiento de los precios, superando los efectos negativos de la inflación.

La estabilidad tanto del número de acciones como de su precio, junto con el importe de los dividendos distribuidos, han supuesto una rentabilidad media para los accionistas en el período del 1'97%. Así, la rentabilidad por dividendo media en el período ha sido del 5'05%, superior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años (4'71% de media). La rentabilidad de este sector resulta muy poco sensible a las variaciones del mercado, presentando el menor valor del parámetro beta de todas las empresas analizadas ($\beta=0'49$).

Endesa ha distribuido un dividendo medio de 1'87 euros por acción, aunque con variaciones significativas a lo largo del período, considerando en el caso del dividendo por acción como significativa una desviación típica superior a 1 (2'03).

La evolución del importe del dividendo ha seguido una tendencia decreciente, presentando un valor anómalo en el año 2009 de un dividendo de 5'9 euros. Este dividendo tan elevado respecto al resto es debido a que fue distribuido con cargo al ejercicio 2008, ejercicio en el que la entidad incrementó su beneficio en un 338% aproximadamente respecto a 2007, nivel de resultados que la empresa no ha vuelto a alcanzar hasta 2013.

La rentabilidad para los accionistas en el período ha sido, en término medio, del -6'57% debido a la tendencia decreciente tanto de los dividendos como de los precios. Individualmente, la rentabilidad media por dividendo ha sido del 7'77%, valor muy superior a la rentabilidad media del activo libre de riesgo considerado. No obstante, esta rentabilidad por dividendo presenta una volatilidad muy significativa a lo largo del período, considerando muy significativa en la rentabilidad por dividendo una desviación estándar superior al 5% (8'31%). Junto con esto último, el riesgo implícito en la rentabilidad de Endesa queda también patente al observar su elevada sensibilidad a las variaciones de la rentabilidad del mercado ($\beta=1'12$).

Tal y como sucedía en el caso del dividendo medio por acción, la significatividad del valor de la desviación estándar viene dada por el dato anómalo de 2009. Si no se considerase este año, se obtendría una rentabilidad media por dividendo del 4'39%, inferior incluso a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años.

Gas Natural ha distribuido en término medio un dividendo por acción de 0'62 euros cuya revalorización, considerando el período en su conjunto, ha resultado insuficiente para cubrir la pérdida de poder adquisitivo ocasionada por la inflación.

Tras la caída de precio de las acciones en el ejercicio 2008 respecto a 2007, éste se ha mantenido estable de modo que, junto con la estabilidad del importe de los dividendos en término medio y la tendencia creciente del número de acciones, ha generado una rentabilidad global para los accionistas del 8'10% de media.

El crecimiento del número de acciones a lo largo del período ha sido principalmente motivado por ofrecer a los accionistas la modalidad de "dividendo opción", en la que éstos pueden elegir entre recibir acciones de Gas Natural o la obtención del importe del dividendo en efectivo resultante de la venta de los derechos de suscripción preferente.

Tomando la rentabilidad por dividendo de forma individual, ésta presenta un valor medio del 4'30% que resulta inferior a la rentabilidad del activo sin riesgo de referencia.

El dividendo medio distribuido por **Iberdrola** alcanza un valor de 0'44 euros por acción, siendo su tasa de crecimiento a lo largo del período 2007-2012 inferior a la tasa de crecimiento de los precios y, por tanto, insuficiente para cubrir la pérdida de poder adquisitivo.

Tal y como sucedía con Gas Natural, el número de acciones de Iberdrola presenta un marcado crecimiento a lo largo del período objeto de estudio por su modalidad de dividendo a la que la empresa llama "dividendo flexible". Esta modalidad ofrece la posibilidad de ser remunerado con acciones de la empresa de forma equivalente al importe del tradicional dividendo en efectivo (sin retención), recibir el importe en efectivo vendiendo los derechos a Iberdrola a un precio fijo garantizado (con retención) o recibir el importe en efectivo vendiendo los derechos en el mercado (sin retención). En término medio, un 50% de los accionistas han optado por el pago en acciones a lo largo del período.

A pesar del incremento del número de acciones y la relativa estabilidad del importe del dividendo por acción, el marcado decrecimiento del precio de las acciones a lo largo del período 2007-2012 ha supuesto una rentabilidad global para los accionistas negativa que, en término medio, alcanza un valor del -6'33%.

En contraposición, al considerar la rentabilidad por dividendo de forma individual, la estabilidad del dividendo junto con el decrecimiento de los precios suponen una rentabilidad media del 6'88% que supera en 2 puntos porcentuales a la rentabilidad media del activo libre de riesgo de referencia. No obstante, la rentabilidad de Iberdrola es una de las más sensibles a las variaciones del mercado, presentando un valor de la beta de 1'30.

El dividendo por acción distribuido por **REE** ha seguido una marcada tendencia creciente a lo largo de todo el período 2007-2012, alcanzando un valor medio de 1'47 euros. Además, el dividendo se ha revalorizado a una tasa de crecimiento superior a la tasa de crecimiento de los precios compensando durante todo el período la potencial pérdida de poder adquisitivo que la inflación supone.

El número de acciones constante a lo largo del período, junto con la estabilidad del precio y el crecimiento del dividendo, han supuesto una rentabilidad global para los accionistas que de media alcanza el 2'08%.

A pesar de que el dividendo por acción de REE es de media superior al resto de empresas del sector y ha seguido una tendencia creciente durante todo el período objeto de estudio, el precio tan elevado como estable de las acciones ha supuesto un valor medio de la rentabilidad por dividendo del 4'04% , valor que resulta inferior a la rentabilidad que los accionistas pueden obtener con otras alternativas sin riesgo.

Repsol ha distribuido, en término medio, un dividendo por acción de 1'05 euros durante el período 2007-2012. Dicho dividendo, con el ejercicio 2010 como excepción, ha seguido una tendencia creciente a lo largo del período, revalorizándose a una tasa de crecimiento superior a la tasa de crecimiento de los precios, con los beneficios que ello supone para el inversor.

Los dividendos comentados en el párrafo anterior, junto con el número de acciones y precios estables, han ofrecido a sus accionistas una rentabilidad global que alcanza de media en el período el 1'18%. De este modo, la rentabilidad media por dividendo en el período 2007-2012 ha sido del 5'75%, valor superior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años.

A continuación se va a proceder a realizar el análisis estadístico ya realizado en el sector anterior con el fin de observar la existencia de diferencias significativas entre las distintas empresas que componen el sector Petróleo y Energía respecto a las variables "Dividendo por acción" y "Rentabilidad por dividendo".

En la tabla 4-9 se muestra el resumen estadístico de la primera variable a analizar, el dividendo por acción.

Tabla 4-9 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Petróleo y Energía

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
ENAGAS	6	0,788333	0,216833	27,51%	0,47	1,04	0,57
ENDESA	6	1,86833	2,02877	108,59%	0,5	5,9	5,4
GAS NATURAL	6	0,621667	0,267239	42,99%	0,36	0,98	0,62
IBERDROLA	6	0,441667	0,306099	69,31%	0,19	1,04	0,85
REE	6	1,47333	0,498745	33,85%	0,9	2,22	1,32
REPSOL	6	1,05	0,445421	42,42%	0,43	1,6	1,17
Total	36	1,04056	0,966555	92,89%	0,19	5,9	5,71

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Como en casos anteriores, a estos datos se les ha aplicado la prueba-F en la tabla ANOVA, que puede observarse en la tabla 4-10, con el fin de determinar si existen diferencias significativas entre las medias de las distintas empresas.

Tabla 4-10 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Petróleo y Energía

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	8,82212	5	1,76442	2,22	0,0786
Intra grupos	23,8759	30	0,795862		
Total (Corr.)	32,698	35			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Puesto que el valor-P de la razón-F es mayor o igual que 0,05, no existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medias del dividendo por acción de las 6 empresas con un nivel del 95,0% de confianza.

Dada la inexistencia de diferencias estadísticamente significativas en el dividendo por acción, se sigue con el análisis, en este caso, de la rentabilidad por dividendo cuyo resumen estadístico se muestra en la tabla 4-11.

Tabla 4-11 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Petróleo y Energía

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
ENAGAS	6	5,04667	1,63544	32,41%	2,35	6,44	4,09
ENDESA	6	7,76667	8,30922	106,99%	3,15	24,63	21,48
GAS NATURAL	6	4,3	2,63395	61,25%	0,96	7,12	6,16
IBERDROLA	6	6,88	2,56012	37,21%	3,93	10,96	7,03
REE	6	4,035	1,53844	38,13%	2,08	5,95	3,87
REPSOL	6	5,74833	3,18239	55,36%	2,06	10,43	8,37
Total	36	5,62944	3,97596	70,63%	0,96	24,63	23,67

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La tabla 4-12 muestra la tabla ANOVA fruto de la aplicación de la prueba-F a los datos de la tabla 4-11.

Tabla 4-12 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Petróleo y Energía

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	64,7703	5	12,9541	0,8	0,5615
Intra grupos	488,52	30	16,284		
Total (Corr.)	553,29	35			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En este caso, tampoco existen diferencias estadísticamente significativas entre las medias de la rentabilidad por dividendo de las empresas que componen el sector Petróleo Energía, tal y como indica el valor-P de 0'5615, muy superior a 0'05.

Una vez analizadas en todos sus aspectos relevantes las empresas que lo componen, se pueden observar en la tabla 4-13 los datos del sector Petróleo y Energía en su conjunto.

Tabla 4-13 Datos del sector Petróleo y Energía

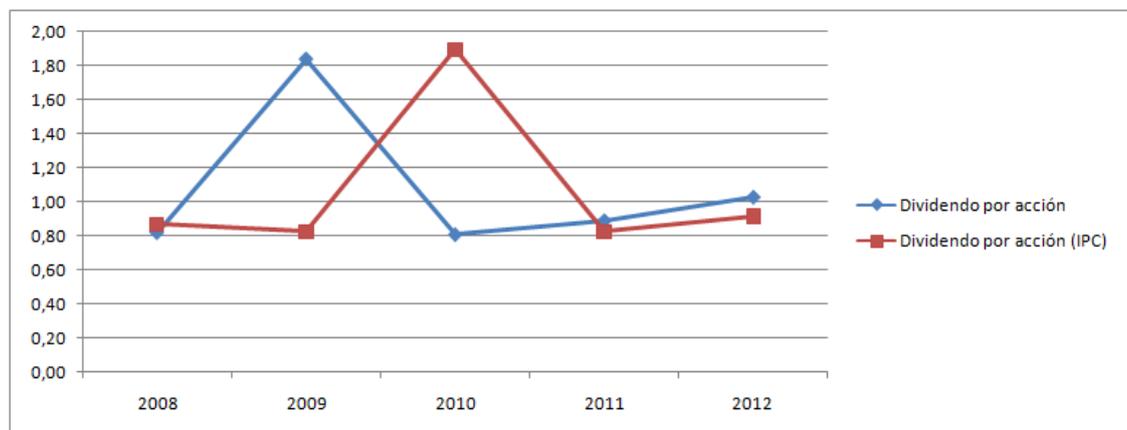
SECTOR PETRÓLEO Y ENERGÍA ($\beta=0'89$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	0,86	0,82	1,84	0,81	0,89	1,03	1,04	0,40
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,87	0,83	1,90	0,83	0,92	1,07	0,46
Div - Div IPC		-0,05	1,01	-1,09	0,06	0,11	0,01	0,75
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentabilidad accionistas		-28,20	23,64	-4,67	5,03	4,55	0,07	18,85
Rentab por dividendo	3,97	4,30	9,37	5,00	4,94	6,20	5,63	1,98

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

El dividendo por acción distribuido por el sector Petróleo y Energía a lo largo del período 2007-2012 alcanza un valor medio de 1'04 euros. La evolución de los dividendos a lo largo del período ha sido estable y su revalorización puede considerarse, tomando el período de forma global, equivalente a la tasa de crecimiento de los precios, paliando en su justa medida los efectos negativos de la inflación.

Cabe destacar que, aunque el dividendo medio considerando una tasa de crecimiento igual al IPC es de 1'07 euros frente al dividendo real de 1'04 euros, la diferencia de 0'03 euros resulta insignificante sobretodo teniendo en cuenta que, como ya se ha observado al analizar individualmente las empresas del sector, viene motivada únicamente por datos anómalos situados entre los ejercicios 2009 y 2010. Esta comparación se muestra gráficamente en la ilustración 4-5.

Ilustración 4-5 Revalorización del dividendo del sector Petróleo y Energía



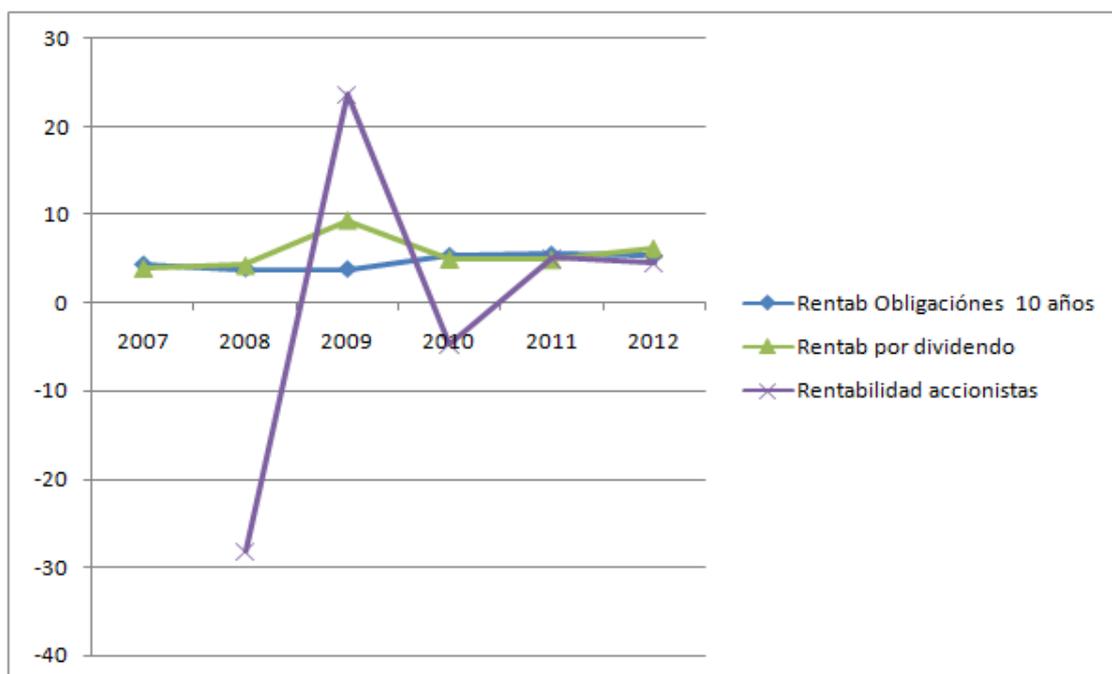
Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La rentabilidad para los accionistas del sector Petróleo y Energía durante el período 2007-2012 ha sido prácticamente nula dada la tendencia mayoritaria de decrecimiento de los

precios, la cual afecta de forma negativa a la rentabilidad por plusvalías, alcanzando un valor medio del 0'07%.

No obstante, la rentabilidad por dividendo considerada individualmente alcanza un valor medio del 5'63%, superior a la rentabilidad media de las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado español en el período en 0'92 puntos porcentuales (Ilustración 4-6).

Ilustración 4-6 Rentabilidad obtenida en el sector Petróleo y Energía



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

4.1.4 Servicios de Consumo

Para llevar a cabo el análisis del sector Servicios de Consumo se han tomado en consideración las empresas Abertis y Mediaset, pertenecientes a este mismo.

La empresa **Abertis** ha repartido, en término medio, un dividendo de 0'71 euros en el período objeto de estudio. El importe distribuido por acción presenta una evolución creciente de manera moderada y estable a excepción del dividendo repartido en 2011 que presenta un valor llamativamente elevado respecto al resto debido a un dividendo adicional.

En línea con lo anterior, la revalorización del dividendo por acción se ha producido a una tasa equivalente a la tasa de crecimiento de los precios desde 2008 hasta 2010. En 2011 el dividendo creció a una tasa mucho mayor, y al contrario sucede en 2012 y en similar proporción, por lo que considerando la óptica a largo plazo de los inversores conservadores, puede considerarse que los efectos de ambos ejercicios se compensan.

La rentabilidad media para los accionistas en el período 2007-2012 ha sido del 2'54%, siendo la rentabilidad por dividendo, de media, del 5'73%. Este último valor ha resultado superior al rendimiento de las obligaciones a 10 años.

Respecto a **Mediaset**, el dividendo medio por acción en el período estudiado es de 0'69 euros, con una clara evolución decreciente en este mismo. De este modo, la revalorización del importe del dividendo ha sido a una tasa inferior a la tasa de crecimiento de los precios.

En término medio, la rentabilidad para los accionistas ha sido negativa, alcanzando un valor del -0'40%, siendo la rentabilidad media por dividendo del 7'70%. A pesar de que a priori parezca una rentabilidad por dividendo elevada, puesto que ha sido muy superior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años, la evolución de la rentabilidad por dividendo presenta gran variabilidad a lo largo del período, considerando una variabilidad elevada a un valor de la desviación típica superior al 5% (5'36%). Este último hecho, junto con la elevada sensibilidad de la rentabilidad de Mediaset a cambios en la rentabilidad del mercado ($\beta=1'28$), son indicadores de un elevado riesgo.

En línea con el análisis realizado en el resto de sectores, se expone a continuación en la tabla 4-14 el resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Servicios de Consumo para comprobar si las diferencias entre Abertis y Mediaset son estadísticamente significativas.

Tabla 4-14 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Servicios de Consumo

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
ABERTIS	6	0,711667	0,278382	39,12%	0,53	1,27	0,74
MEDIASET	6	0,69	0,531187	76,98%	0,14	1,3	1,16
Total	12	0,700833	0,404485	57,71%	0,14	1,3	1,16

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La tabla del ANOVA que contiene los resultados de la prueba-F aplicada a estos datos se muestra a continuación, en la tabla 4-15.

Tabla 4-15 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Servicios de Consumo

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	0,00140833	1	0,00140833	0,01	0,9312
Intra grupos	1,79828	10	0,179828		
Total (Corr.)	1,79969	11			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La razón-F, que en este caso es igual a 0,00783154, es el cociente entre el estimado entre-grupos y el estimado dentro-de-grupos. Puesto que el valor-P de la razón-F es mayor o igual que 0,05, no existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medias del dividendo por acción de las 2 empresas con un nivel del 95,0% de confianza.

Una vez comprobado que no existen diferencias estadísticamente significativas en cuanto al dividendo por acción, se procede a realizar el mismo análisis respecto a la rentabilidad por dividendo, variable cuyo resumen estadístico se muestra a continuación en la tabla 4-16.

Tabla 4-16 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Servicios de Consumo

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
ABERTIS	6	5,72667	2,65778	46,41%	3,07	10,81	7,74
MEDIASET	6	7,7	5,36354	69,66%	2,43	17,22	14,79
Total	12	6,71333	4,16521	62,04%	2,43	17,22	14,79

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

A continuación la tabla 4-17 muestra la tabla ANOVA resultado de la prueba-F aplicada sobre los datos anteriores.

Tabla 4-17 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Servicios de Consumo

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	11,6821	1	11,6821	0,65	0,4382
Intra grupos	179,157	10	17,9157		
Total (Corr.)	190,839	11			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En el caso de la rentabilidad por dividendo, tal y como sucedía con el dividendo por acción, puesto que el valor-P de la razón-F es mayor o igual que 0,05, no existe una diferencia estadísticamente significativa con un nivel del 95,0% de confianza.

Tras el análisis de las distintas empresas que lo componen, en la tabla 4-18 se exponen los datos característicos del sector Servicios de Consumo, así como los resultados que de éste se extraen.

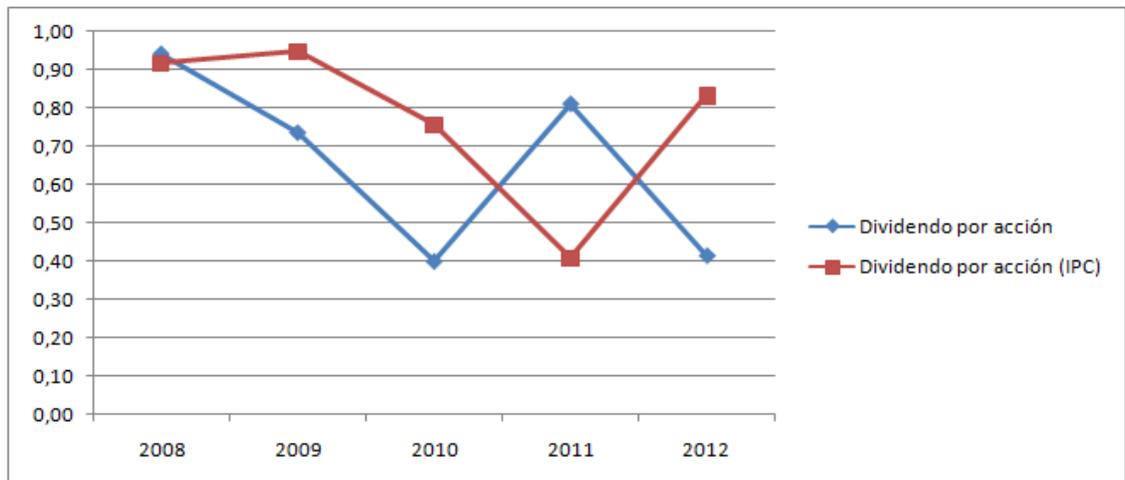
Tabla 4-18 Datos del sector Servicios de Consumo

SECTOR SERVICIOS DE CONSUMO ($\beta=1'06$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	0,91	0,94	0,74	0,40	0,81	0,42	0,70	0,24
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,92	0,95	0,76	0,41	0,83	0,77	0,22
Div - Div IPC		0,02	-0,21	-0,36	0,40	-0,42	-0,11	0,33
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentabilidad accionistas		-43,03	41,48	3,20	-11,40	15,08	1,07	31,36
Rentab por dividendo	5,19	11,41	6,49	3,67	9,37	4,15	6,71	3,07

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

El sector Servicios de Consumo ha distribuido, en término medio, 0'70 euros por acción entre sus inversores, con una revalorización a lo largo del período totalmente insuficiente para contrarrestar la pérdida de poder adquisitivo ocasionada por la tasa de crecimiento de precios para el accionista (ilustración 4-7).

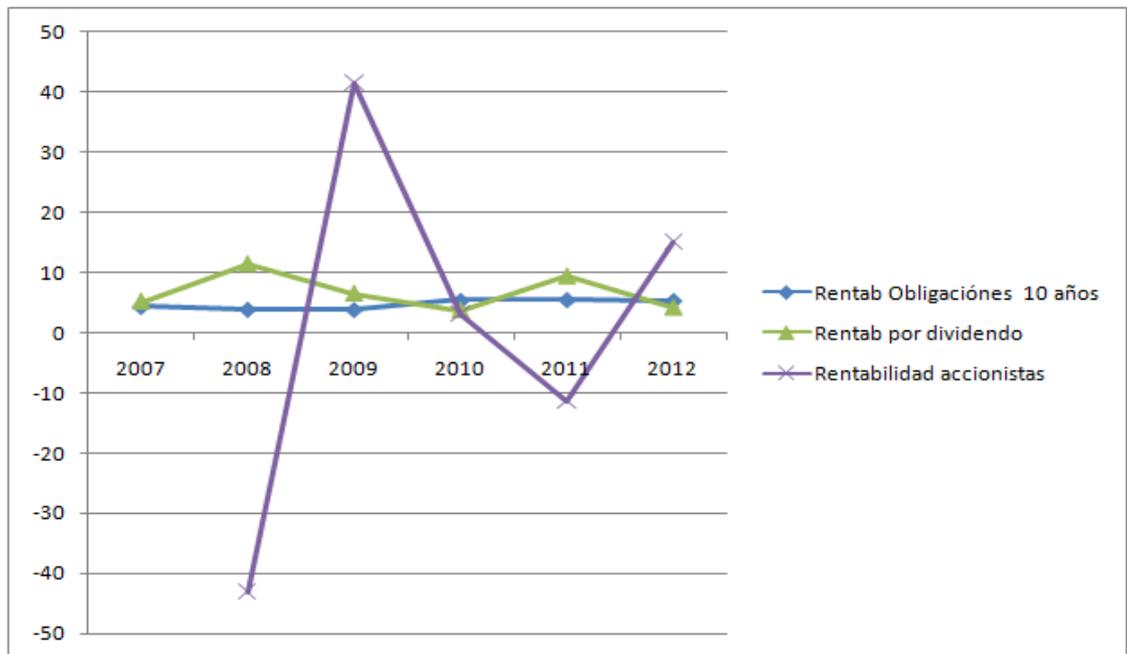
Ilustración 4-7 Revalorización del dividendo del sector Servicios de Consumo



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Del mismo modo, la rentabilidad ofrecida a los accionistas resulta insuficiente, considerando la rentabilidad por dividendo en conjunción con la rentabilidad por plusvalías, en relación con la rentabilidad ofrecida por activos sin riesgo como son las obligaciones a 10 años. No obstante, la rentabilidad por dividendo considerada individualmente, ha resultado superior a la rentabilidad del activo libre de riesgo mencionado (ilustración 4-8).

Ilustración 4-8 Rentabilidad obtenida en el sector Servicios de Consumo



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

4.1.5 Servicios Financieros e Inmobiliarios

Para llevar a cabo el análisis del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios, las entidades seleccionadas por cumplir los requisitos previstos son Bankinter, BBVA, Banco Popular, Banco Santander, Mapfre y BME.

El dividendo por acción distribuido por **Bankinter** ha seguido una tendencia decreciente a lo largo del período 2007-2012, con un valor medio de 0'37 euros. De este modo, la tasa de crecimiento del dividendo ha sido inferior a la tasa de crecimiento de los precios, siendo insuficiente para cubrir los efectos de la inflación en el poder adquisitivo de los accionistas.

A pesar del crecimiento del número de acciones a lo largo de todo el período, la tendencia decreciente del precio de las acciones junto con la tendencia decreciente de los dividendos han ocasionado una rentabilidad media para los accionistas negativa del -0'05%.

Resulta de interés puntualizar que, a pesar de que el sector bancario es pionero en la distribución del dividendo en acciones, el incremento de las acciones de Bankinter se ha debido fundamentalmente a la conversión de obligaciones convertibles y participaciones preferentes, habiendo empleado la fórmula del *scrip dividend* sólo en el ejercicio 2011 bajo el nombre de "Dividendo alternativa".

Tomando la rentabilidad por dividendo de forma individual, ésta alcanza un valor medio del 4'53%, valor inferior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años.

BBVA ha distribuido de media un dividendo por acción de 0'51 euros a lo largo del período objeto de estudio cuya evolución ha seguido una tendencia decreciente. Así pues, la

revalorización del importe del dividendo por acción ha sido insuficiente para cubrir la inflación, tal y como sucedía con Bankinter.

En el caso de BBVA, la entidad ofrece la modalidad "Dividendo opción" desde el ejercicio 2010, ejercicio desde el cual el número de acciones sigue una tendencia creciente. Este hecho, junto con la evolución de los precios y los dividendos, ha ofrecido una rentabilidad global a los accionistas del 1'64% de media.

La rentabilidad por dividendo, individualmente, ha sido de un 5'56% de media en el período, valor superior a la rentabilidad del activo libre de riesgo de referencia. No obstante, la diferencia puede considerarse muy pequeña considerando el riesgo que conlleva la elevada sensibilidad a las variaciones de la rentabilidad del mercado ($\beta=1'15$).

El dividendo por acción del **Banco Popular** ha seguido una tendencia decreciente a lo largo del período considerado, alcanzando un valor medio de 0'29 euros. Del mismo modo, y como sucedía con los casos anteriores, la revalorización del dividendo ha resultado totalmente insuficiente para compensar la pérdida de poder adquisitivo que la inflación causa a los inversores.

A pesar del incremento del número de acciones año tras año motivado por diversas transacciones y ampliaciones de capital, así como por la modalidad de *scrip dividend* que la entidad ofrece desde el ejercicio 2009, la rentabilidad global para los accionistas presenta un valor medio del -3'90%. Este hecho viene motivado tanto por la tendencia decreciente de los dividendos como por un decrecimiento muy significativo del precio de las acciones a lo largo de todo el período 2007-2012.

En contraposición, el decrecimiento de los precios mucho más significativo que el del dividendo ha llevado a una rentabilidad por dividendo en el período que de media alcanza el 9'08%, valor que prácticamente duplica la rentabilidad de las obligaciones emitidas a 10 años por el Estado.

El **Banco Santander** ha distribuido un dividendo por acción en el período superior al de sus 3 análogos ya comentados, con un valor medio de 0'62 euros. Además, el importe del dividendo por acción se ha mantenido muy estable a lo largo de todo el período 2007-2012, compensando la inflación en términos generales.

La entidad ha conseguido con la evolución del número de las acciones, sus precios y el importe de los dividendos, ofrecer una rentabilidad a los accionistas, considerando la rentabilidad por plusvalías y la rentabilidad por dividendo en su conjunto, de un 10'02% de media, el mayor valor obtenido en esta categoría en relación con todas las empresas del Ibex-35 analizadas. Este valor, además de ser muy superior a la rentabilidad media de las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado, es superior a la rentabilidad por dividendo considerada de forma individual, hecho que sólo se observa en esta entidad y en Mapfre, analizada a continuación, de entre todas las empresas analizadas en el presente estudio.

Siguiendo con la rentabilidad por dividendo, en el período 2007-2012 ha sido de un 8'04% de media, valor que casi duplica a la rentabilidad del activo libre de riesgo ya mencionado.

En cuanto a la modalidad del dividendo, es necesario comentar que desde el ejercicio 2009 el Banco Santander opta por el *scrip dividend* bajo la nomenclatura "Santander Dividendo Elección", modalidad que resulta muy atractiva considerando la elevada rentabilidad global para los accionistas que, dado el valor de la rentabilidad por dividendo, indica una elevada rentabilidad por plusvalías.

El dividendo por acción distribuido por **Mapfre** ha seguido durante el período 2007-2012, aunque moderada, una tendencia creciente. Dicho dividendo, que alcanza un valor medio en el período de 0'15 euros, se ha revalorizado a lo largo del período a una tasa prácticamente equivalente a la tasa de crecimiento de los precios, compensando en su justa medida los efectos negativos de la inflación.

Desde 2008 hasta 2011 Mapfre ha optado también por la fórmula del *scrip dividend*, lo que conlleva una tendencia creciente de las acciones durante prácticamente todo el período. Este hecho, junto con la tendencia creciente de los dividendos y la estabilidad de los precios durante el período, han llevado a ofrecer a Mapfre una rentabilidad global media para los accionistas del 9'43%.

Con esto, cabe puntualizar que la rentabilidad por dividendo ha sido del 6'02% de media en el período objeto de estudio, superior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años.

El dividendo por acción distribuido por **BME** alcanza un valor medio de 2'11 euros, siendo su revalorización a lo largo del período, en términos generales, insuficiente para compensar la inflación.

El número de acciones de la empresa no se ha visto alterado en ningún ejercicio del período y el importe del dividendo por acción se ha mantenido constante desde 2010, por lo que la rentabilidad para los accionistas se ha visto condicionada por las variaciones del precio de las acciones que, tras la caída del precio de las acciones en 2008 respecto a 2007, se ha mantenido relativamente estable. No obstante, las pequeñas variaciones sufridas han llevado a una rentabilidad global media para los accionistas negativa del -0'53%.

A pesar del hecho descrito en el párrafo anterior, la rentabilidad por dividendo presenta un valor medio en el período de 10'15%, significativamente superior a la rentabilidad del activo libre de riesgo de referencia.

Como en casos anteriores, a continuación se muestra el análisis realizado sobre las variables "Dividendo por acción" y "Rentabilidad por dividendo", consistente en la aplicación de la prueba-F que indique la existencia de diferencias significativas entre las medias de las distintas empresas que componen el sector. En caso de existir dichas diferencias, se realiza sobre los resultados la Prueba de Múltiples Rangos para concretar entre que empresas se dan estas diferencias estadísticamente significativas.

Así pues, dada la relevancia de la modalidad *scrip dividend* en el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios, se ha incluido en este caso el análisis sobre la variable "Rentabilidad para los accionistas" ya que el incremento de acciones de estos lleva a que resulte de interés el componente de rentabilidad por plusvalías.

En la tabla 4-19 se muestra el resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.

Tabla 4-19 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
BANKINTER	6	0,37	0,354288	95,75%	0,15	1,08	0,93
BBVA	6	0,511667	0,169401	33,11%	0,33	0,77	0,44
POPULAR	6	0,293333	0,156162	53,24%	0,15	0,5	0,35
SANTANDER	6	0,621667	0,0440076	7,08%	0,55	0,68	0,13
MAPFRE	6	0,148333	0,0256255	17,28%	0,11	0,19	0,08
BME	6	2,10667	0,60619	28,77%	1,2	2,98	1,78
Total	36	0,675278	0,723383	107,12%	0,11	2,98	2,87

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Para comprobar la existencia de diferencias estadísticamente significativas se ha aplicado sobre los datos de la tabla 4-19 la prueba-F cuyos datos quedan contenidos en la tabla ANOVA mostrada a continuación (tabla 4-20).

Tabla 4-20 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	15,5716	5	3,11432	34,06	0
Intra grupos	2,74332	30	0,0914439		
Total (Corr.)	18,3149	35			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Puesto que el valor-P de la prueba-F es menor que 0,05, existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medias de dividendo por acción de las 6 empresas con un nivel del 95,0% de confianza.

Para concretar entre qué empresas se dan estas diferencias, se ha aplicado la Prueba de Múltiples Rangos cuyo resultado se muestra en la tabla 4-21.

Tabla 4-21 Prueba de Múltiples Rangos del "Dividendo por acción" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios

Método: 95,0 porcentaje LSD

	<i>Casos</i>	<i>Media</i>	<i>Grupos Homogéneos</i>
MAPFRE	6	0,148333	X
POPULAR	6	0,293333	X X
BANKINTER	6	0,37	X X
BBVA	6	0,511667	X
SANTANDER	6	0,621667	X
BME	6	2,10667	X

<i>Contraste</i>	<i>Sig.</i>	<i>Diferencia</i>	<i>+/- Límites</i>
BANKINTER - BBVA		-0,141667	0,356559
BANKINTER - POPULAR		0,076667	0,356559
BANKINTER - SANTANDER		-0,251667	0,356559
BANKINTER - MAPFRE		0,221667	0,356559
BANKINTER - BME	*	-1,73667	0,356559
BBVA - POPULAR		0,218333	0,356559
BBVA - SANTANDER		-0,11	0,356559
BBVA - MAPFRE	*	0,363333	0,356559
BBVA - BME	*	-1,595	0,356559
POPULAR - SANTANDER		-0,328333	0,356559
POPULAR - MAPFRE		0,145	0,356559
POPULAR - BME	*	-1,81333	0,356559
SANTANDER - MAPFRE	*	0,473333	0,356559
SANTANDER - BME	*	-1,485	0,356559
MAPFRE - BME	*	-1,95833	0,356559

* indica una diferencia significativa.

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Tras la realización de la Prueba de Múltiples Rangos se puede distinguir la principal diferencia estadísticamente significativa que es la que distingue BME de absolutamente todo el resto del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios. En segundo plano, se muestra en los resultados de la prueba que existe una diferencia estadísticamente significativa entre BBVA y el Banco Santander en conjunto frente a Mapfre.

En cuanto a la variable "Rentabilidad por dividendo", se muestra a continuación el resumen estadístico de la misma en la tabla 4-22.

Tabla 4-22 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
BANKINTER	5	4,532	0,953189	21,03%	3,16	5,77	2,61
BBVA	6	5,55667	2,03127	36,56%	3,46	8,89	5,43
POPULAR	6	9,07833	9,02137	99,37%	3,68	27,12	23,44
SANTANDER	6	8,03667	2,80525	34,91%	3,99	10,56	6,57
MAPFRE	6	6,02	1,58732	26,37%	3,65	8,19	4,54
BME	6	10,1483	4,05573	39,96%	2,58	13,87	11,29
Total	35	7,30571	4,54605	62,23%	2,58	27,12	24,54

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Tras la aplicación de la prueba-F sobre los datos, se expone en la tabla 4-23 la tabla ANOVA resultado de ésta.

Tabla 4-23 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	137,283	5	27,4565	1,41	0,2506
Intra grupos	565,38	29	19,4959		
Total (Corr.)	702,662	34			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La aplicación de la prueba-F ha dado como resultado una razón-F de 1'41 con un valor-P de 0'2506, evidentemente superior a 0'05, por lo que se puede afirmar con un nivel de confianza del 95% que no existen diferencias estadísticamente significativas entre las medias de rentabilidad por dividendo de las 6 empresas que componen el sector analizado.

Como ya se ha dicho con anterioridad, se va a proceder a analizar la variable "Rentabilidad para los accionistas" puesto que está formada de forma conjunta por la rentabilidad por dividendo y la rentabilidad por plusvalías, siendo considerada esta última de mayor interés en este sector en relación con el resto de sectores, dada la mayor importancia de la modalidad *scrip dividend* en el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.

El resumen estadístico de esta última variable mencionada se muestra a continuación en la tabla 4-24.

Tabla 4-24 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad para los accionistas" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
BANKINTER	4	-0,0525	34,5356	-65782,00%	-38,46	37,72	76,18
BBVA	5	1,642	38,082	2319,24%	-43,74	52,08	95,82
POPULAR	5	-3,9	28,4687	-729,97%	-42,82	32,11	74,93
SANTANDER	5	10,016	49,3189	492,40%	-31,13	85,9	117,03
MAPFRE	5	9,428	23,1609	245,66%	-21,56	36,65	58,21
BME	5	-0,526	36,8494	-7005,59%	-55,06	38,55	93,61
Total	29	2,86517	33,1266	1156,18%	-55,06	85,9	140,96

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

A los datos expuestos en la tabla 4-24 se les ha aplicado la prueba-F cuyos resultados se muestran en la tabla ANOVA de la tabla 4-25.

Tabla 4-25 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad para los accionistas" del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	798,895	5	159,779	0,12	0,9859
Intra grupos	29927,6	23	1301,2		
Total (Corr.)	30726,5	28			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

El valor-P de 0'9859, muy superior a 0'05, indica con claridad que con un nivel de confianza del 95% no existen diferencias estadísticamente significativas entre las medias de la rentabilidad para los accionistas de las 6 entidades que componen el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.

Tras analizar de forma individual las empresas que componen el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios y siguiendo la metodología aplicada hasta ahora en el análisis del resto de sectores, se procede a realizar el análisis del sector, cuyos datos se muestran en la tabla 4-26, a nivel global.

Tabla 4-26 Datos del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios

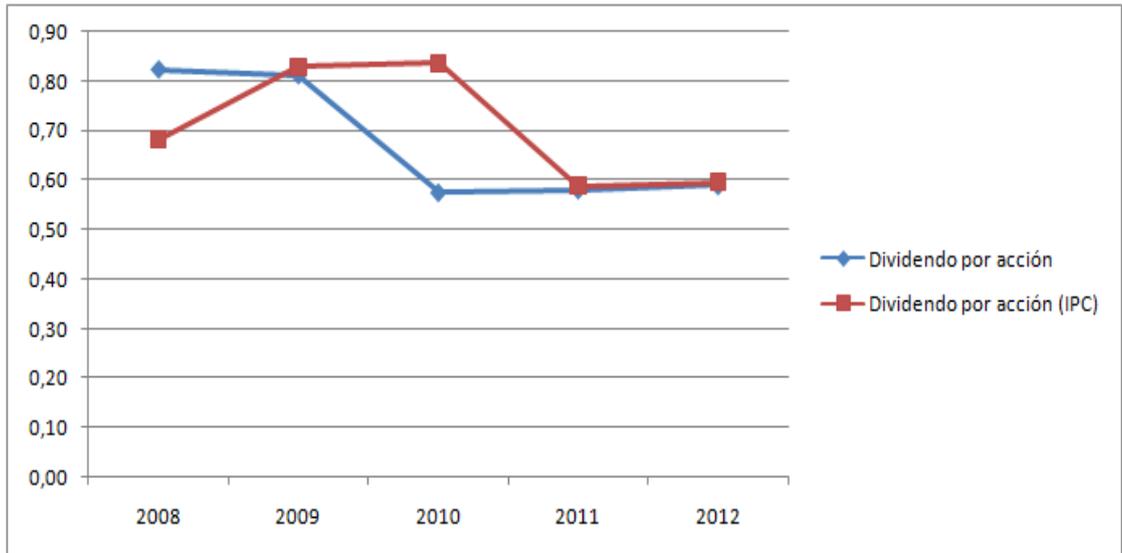
SECTOR SERVICIOS FINANC. E INMOB. ($\beta=1'04$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	0,67	0,82	0,81	0,58	0,58	0,59	0,68	0,12
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,68	0,83	0,84	0,59	0,60	0,71	0,12
Div - Div IPC		0,14	-0,02	-0,26	-0,01	-0,01	-0,03	0,14
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentabilidad accionistas		-34,19	42,58	-23,80	11,82	11,74	1,63	30,87
Rentab por dividendo	3,58	8,61	6,43	6,69	6,69	11,21	7,20	2,54

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

El sector Servicios Financieros e Inmobiliarios ha retribuido a sus inversores, en término medio, con un dividendo por acción de 0'68 euros a lo largo del período 2007-2012.

Dicho dividendo experimentó una caída entre el ejercicio 2009 y el ejercicio 2010, manteniéndose estable desde éste último. Así pues, la revalorización del importe del dividendo ha resultado inferior a la tasa de crecimiento de los precios, de modo que ha sido insuficiente para compensar los efectos negativos que la inflación tiene sobre el poder adquisitivo de los inversores (ilustración 4-9).

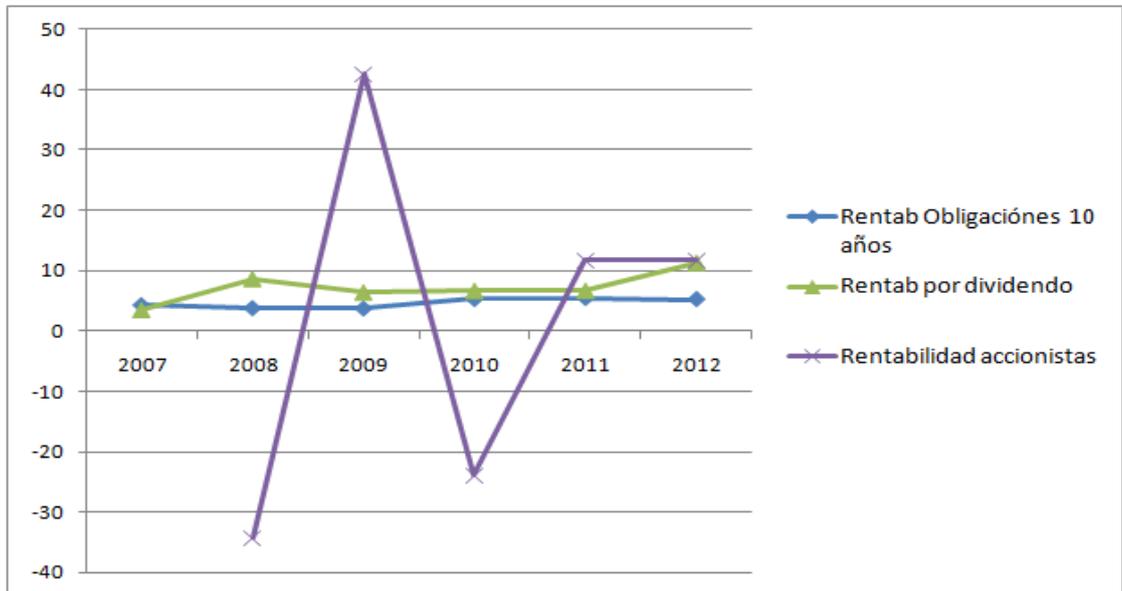
Ilustración 4-9 Revalorización del dividendo del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Considerando la rentabilidad por plusvalías y la rentabilidad por dividendo en su conjunto, este sector ha ofrecido a sus accionistas una rentabilidad global que de media alcanza el 1'63%, siendo la rentabilidad por dividendo considerada de forma individual del 7'20% de media. De este modo, la rentabilidad por dividendo del sector ha sido muy superior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado (ilustración 4-10).

Ilustración 4-10 Rentabilidad obtenida en el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

4.1.6 Tecnología y Telecomunicaciones

Las empresas seleccionadas a efectos de análisis del sector Tecnología y Telecomunicaciones han sido Indra y Telefónica.

La empresa **Indra** ha distribuido un dividendo medio de 0'65 euros por acción, con una evolución muy estable y ligeramente creciente a lo largo del período 2007-2012. En línea con esto, la tasa de crecimiento del importe del dividendo ha sido equivalente, en términos generales, a la tasa de crecimiento de los precios.

El crecimiento de los dividendos tan ligero, en conjunción con la pronunciada caída del precio de las acciones y la no alteración del número de éstas, suponen para los inversores una rentabilidad global negativa del -6'41%.

A pesar de presentar una rentabilidad por dividendo positiva del 4'97%, ésta puede considerarse insuficiente puesto que su evolución a lo largo del período 2007-2012 ha sido prácticamente pareja a la de la rentabilidad del activo sin riesgo. No obstante, cabe señalar que en cuanto a la sensibilidad a las variaciones del mercado, Indra conlleva un riesgo muy bajo ($\beta=0'57$).

En el caso de **Telefónica**, el dividendo medio por acción distribuido alcanza un importe de 1'03 euros, con una evolución también creciente a excepción del ejercicio 2012. Comparando la revalorización del importe del dividendo con la tasa de crecimiento de los precios, la primera ha sido superior a excepción del ejercicio antes mencionado.

La rentabilidad global para los accionistas también resulta en este caso negativa, con un valor del -2'45%. En el caso de Telefónica, esta rentabilidad negativa no sólo se ha visto motivada por una reducción de la cotización proporcionalmente superior al crecimiento de los precios, sino que también por la reducción del número de acciones experimentada a lo largo del período.

Por último, la rentabilidad por dividendo presenta un valor positivo del 7'59%, bastante superior en este caso al rendimiento de las obligaciones a 10 años.

A continuación se expone el análisis realizado, como en casos anteriores, sobre las variables "Dividendo por acción" y "Rentabilidad por dividendo", con el fin de conocer si existen diferencias estadísticamente significativas entre las empresas que componen el sector a tener en cuenta posteriormente en la extracción de conclusiones.

Como en el resto de sectores, dicho análisis se basa en la aplicación de la prueba-F de la tabla ANOVA sobre el resumen estadístico de cada variable para conocer la existencia de diferencias estadísticamente significativas y, si es el caso, la consiguiente Prueba de Múltiples Rangos para definir entre que empresas se dan estas diferencias.

En la tabla 4-27 se expone el resumen estadístico del dividendo por acción de las empresas del sector Tecnología y Telecomunicaciones.

Tabla 4-27 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción" del sector Tecnología y Telecomunicaciones

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
INDRA	6	0,651667	0,0926103	14,21%	0,5	0,78	0,28
TELEFONICA	6	1,03333	0,320978	31,06%	0,65	1,52	0,87
Total	12	0,8425	0,30076	35,70%	0,5	1,52	1,02

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La tabla ANOVA contenida en la tabla 4-28 muestra los resultados de la prueba-F aplicada en busca de diferencias estadísticamente significativas.

Tabla 4-28 Tabla ANOVA del "Dividendo por acción" del sector Tecnología y Telecomunicaciones

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	0,437008	1	0,437008	7,83	0,0188
Intra grupos	0,558017	10	0,0558017		
Total (Corr.)	0,995025	11			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Dado que el valor-P presenta un valor de 0'0188, inferior a 0'05, se puede afirmar que existen diferencias estadísticamente significativas a un nivel de confianza del 95%.

Puesto que el sector Tecnología y Telecomunicaciones está compuesto por sólo 2 empresas en el presente estudio, no sería necesario aplicar la Prueba de Múltiples Rangos para conocer entre que empresas existen diferencias. No obstante, a continuación en la tabla 4-29 se muestran los resultados de ésta para que esta diferencia resulte más evidente.

Tabla 4-29 Prueba de Múltiples Rangos del "Dividendo por acción" del sector Tecnología y Telecomunicaciones

Método: 95,0 porcentaje LSD

	<i>Casos</i>	<i>Media</i>	<i>Grupos Homogéneos</i>
INDRA	6	0,651667	X
TELEFONICA	6	1,03333	X
<i>Contraste</i>	<i>Sig.</i>	<i>Diferencia</i>	<i>+/- Límites</i>
INDRA - TELEFONICA	*	-0,381667	0,303883

* indica una diferencia significativa.

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Siguiendo con el análisis, en la tabla 4-30 se muestra el resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Tecnología y Telecomunicaciones.

Tabla 4-30 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo" del sector Tecnología y Telecomunicaciones

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
INDRA	6	4,97667	1,60167	32,18%	3,09	6,91	3,82
TELEFONICA	5	7,592	2,45993	32,40%	5,12	11,35	6,23
Total	11	6,16545	2,35979	38,27%	3,09	11,35	8,26

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Los resultados de la prueba-F aplicada sobre los datos expuestos en la tabla anterior se muestran en la tabla 4-31.

Tabla 4-31 Tabla ANOVA de la "Rentabilidad por dividendo" del sector Tecnología y Telecomunicaciones

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	18,6545	1	18,6545	4,53	0,0621
Intra grupos	37,0318	9	4,11465		
Total (Corr.)	55,6863	10			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En la tabla ANOVA puede observarse que el estadístico-F alcanza un valor de 4'53, con un valor-P de 0'0621 que nos indica con un nivel de confianza del 95% que no existen diferencias estadísticamente significativas entre las medias de rentabilidad por dividendo entre las empresas Indra y Mediaset.

Tras el análisis individual de las empresas que a efectos de nuestro análisis lo componen, se muestra a continuación el análisis del sector Tecnología y Telecomunicaciones de forma global. Los datos del sector quedan expuestos en la tabla 4-32.

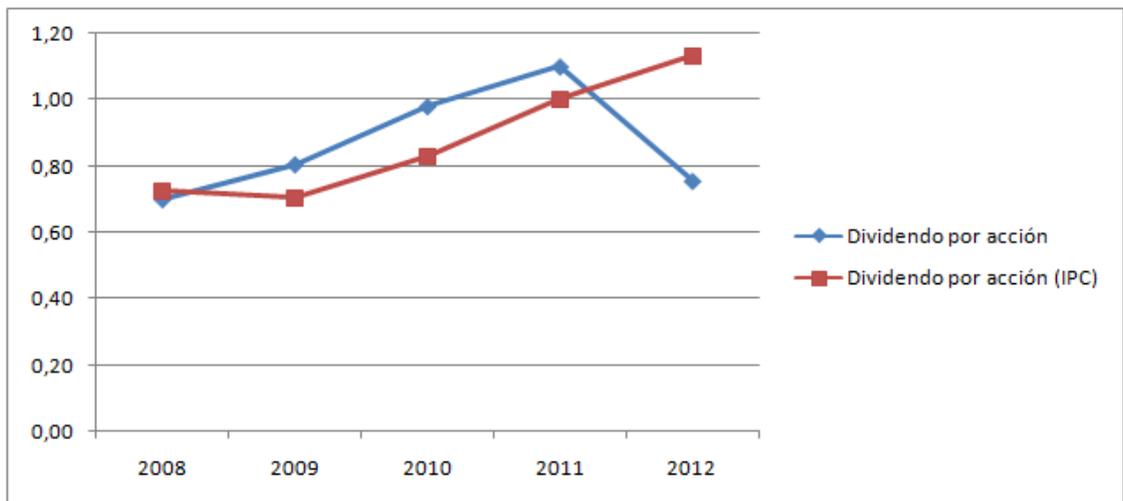
Tabla 4-32 Datos del sector Tecnología y Telecomunicaciones

SECTOR TECNOLOGÍA Y TELECOM. ($\beta=0'74$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	0,72	0,70	0,81	0,98	1,10	0,76	0,84	0,16
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,73	0,71	0,83	1,00	1,13	0,88	0,18
Div - Div IPC		-0,03	0,10	0,15	0,10	-0,38	-0,01	0,21
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentabilidad accionistas		-10,17	17,45	-13,75	-14,94	-4,60	-5,20	13,29
Rentab por dividendo	4,20	4,38	4,41	6,41	9,13	7,47	6,00	2,02

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

El sector Tecnología y Telecomunicaciones ha distribuido un dividendo medio de 0'84 euros por acción, el cual ha seguido una tendencia creciente a lo largo del período objeto de estudio a excepción del ejercicio 2012. Así pues, la tasa de revalorización del dividendo ha sido superior a la tasa de crecimiento de los precios, encontrando en este caso la misma excepción (ilustración 4-11).

Ilustración 4-11 Revalorización del dividendo del sector Tecnología y Telecomunicaciones



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La rentabilidad para los accionistas, en su conjunto, presenta un valor medio negativo del -5'20%, con significativas variaciones a lo largo del período tal y como sucede con el resto de sectores. No obstante, la rentabilidad por dividendo presenta un valor medio positivo del 6%, superior en términos generales a la rentabilidad ofrecida por el activo sin riesgo considerado (ilustración 4-12).

Ilustración 4-12 Rentabilidad obtenida en el sector Tecnología y Telecomunicaciones



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

4.2 Resultados del conjunto de sectores del Ibex-35

Una vez comentados los resultados del análisis interno de cada sector, se exponen a continuación los resultados del análisis "intersectorial", considerando también en este caso las variables "Dividendo por acción", "Rentabilidad por dividendo" y "Rentabilidad para los accionistas".

En la tabla 4-33 se muestra la evolución de los datos sectoriales de la variable "Dividendo por acción" con fines comparativos.

Tabla 4-33 Comparación sectorial de la variable "Dividendo por acción"

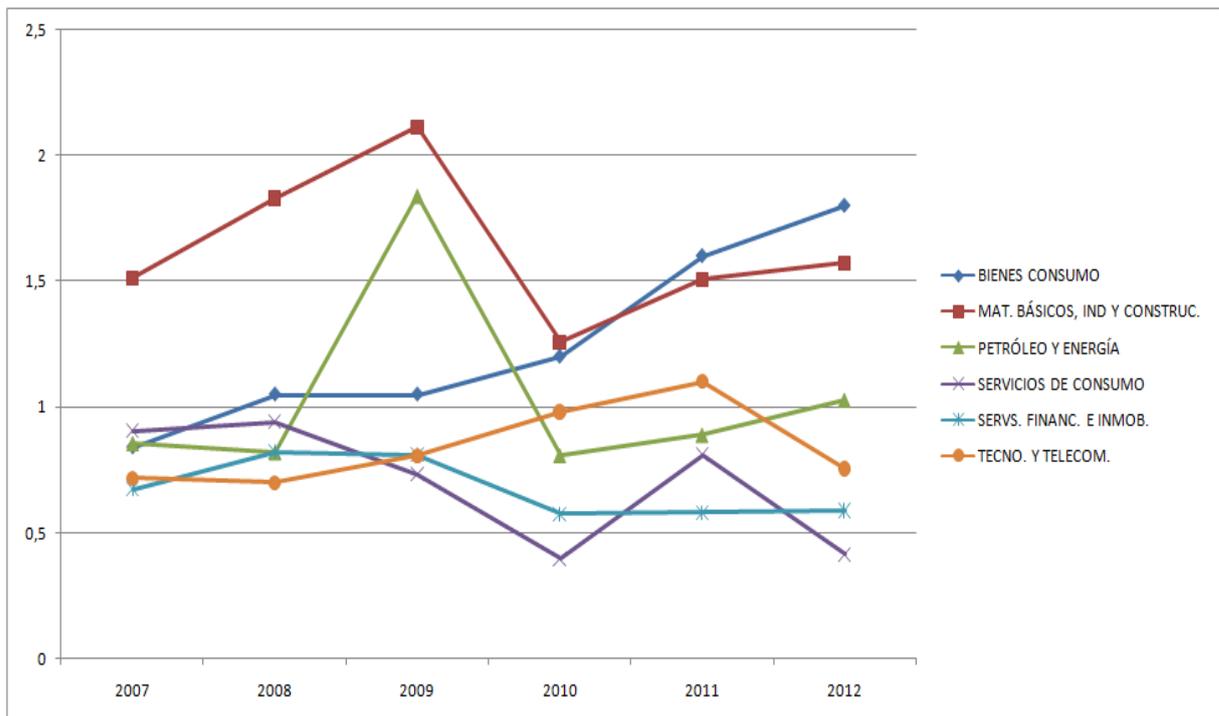
AÑO	BIENES CONSUMO	MAT. BÁSICOS, IND Y CONSTRUC.	PETRÓLEO Y ENERGÍA	SERVICIOS DE CONSUMO	SERVS. FINANC. E INMOB.	TECNO. Y TELECOM.	MEDIA IBX35	DESV. EST. IBX35
2007	0,84	1,52	0,86	0,91	0,67	0,72	1,02	0,37
2008	1,05	1,83	0,82	0,94	0,82	0,70		
2009	1,05	2,11	1,84	0,74	0,81	0,81		
2010	1,2	1,26	0,81	0,40	0,58	0,98		
2011	1,6	1,51	0,89	0,81	0,58	1,10		
2012	1,8	1,57	1,03	0,42	0,59	0,76		
MEDIA	1,26	1,63	1,04	0,70	0,68	0,84		
DESV. EST.	0,37	0,30	0,40	0,24	0,12	0,16		

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Como puede observarse, el dividendo medio por acción del Ibex-35 calculado a partir de los datos de la muestra es de 1'02 euros, situándose por encima de esta media los sectores Materiales Básicos, Industria y Construcción; Bienes de Consumo y Petróleo y Energía, por ese mismo orden. No obstante, los 3 sectores que cuyo dividendo medio se sitúa por debajo de la media, presentan menos variaciones en el importe del dividendo distribuido a lo largo del período si se observa la desviación estándar.

En la ilustración 4-13 se muestra la evolución de los dividendos de la tabla 4-33 de forma gráfica, a fin de observar la tendencia seguida.

Ilustración 4-13 Evolución del dividendo por acción de las empresas del Ibex-35 en el período 2007-2012. Comparación entre sectores.



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En la ilustración 4-13 se observa como el sector Bienes de Consumo ha seguido una tendencia creciente durante todo el período 2007-2012 en lo que al dividendo por acción se refiere. El sector Materiales Básicos, Industria y Construcción también ha seguido una tendencia creciente, a pesar de la caída del año 2010 ya que en los siguientes ejercicios se mantiene dicha tendencia. Otros sectores cuyo dividendo por acción ha seguido también una tendencia creciente en el período 2007-2012 son el sector Petróleo y Energía y el sector Tecnología y Telecomunicaciones, a pesar de que este último haya disminuido su dividendo por acción en 2012.

En cuanto al sector Servicios Financieros e Inmobiliarios y el sector Servicios de Consumo, al contrario de lo sucedido con los sectores ya mencionados en el párrafo anterior, el importe del dividendo por acción distribuido ha seguido una tendencia decreciente, con singularidades en el período 2010-2012 en ambos casos. En el primer caso, a pesar de la tendencia decreciente en términos generales durante el período 2007-2012, desde 2010 mantiene el importe del dividendo

estable y, en el caso del sector Servicios de Consumo, presenta singulares variaciones desde este mismo año.

A continuación, en la tabla 4-34 se expone el resumen estadístico de la variable comentada sobre el que se aplicará la prueba-F a fin de conocer si realmente existen diferencias estadísticamente significativas y, si es el caso, entre cuáles de los 6 sectores que componen el Ibex-35.

Tabla 4-34 Resumen estadístico de la variable "Dividendo por acción". Comparación entre sectores.

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
BIENES CONSUMO	6	1,25667	0,367514	29,25%	0,84	1,8	0,96
M. BÁSICOS, IND. Y CONSTRUCC.	6	1,63333	0,295748	18,11%	1,26	2,11	0,85
PETRÓLEO Y ENERGÍA	6	1,04167	0,39907	38,31%	0,81	1,84	1,03
SERVICIOS CONSUMO	6	0,703333	0,238216	33,87%	0,4	0,94	0,54
SERVICIOS FINANC. E INMOB.	6	0,675	0,113622	16,83%	0,58	0,82	0,24
TECNO. Y TELECOM.	6	0,845	0,160219	18,96%	0,7	1,1	0,4
Total	36	1,02583	0,430278	41,94%	0,4	2,11	1,71

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En la tabla 4-35 se muestra la tabla ANOVA fruto de la prueba-F aplicada sobre las medias sectoriales del dividendo por acción, distribuido en el período 2007-2012.

Tabla 4-35 Tabla ANOVA de la variable "Dividendo por acción". Comparación entre sectores.

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	4,09429	5	0,818858	10,3	0
Intra grupos	2,38558	30	0,0795194		
Total (Corr.)	6,47987	35			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Como ya se ha comentado anteriormente en el presente apartado, la tabla ANOVA descompone la varianza de los datos en dos componentes, un componente entre-grupos y un componente dentro-de-grupos. La razón-F, que en este caso es igual a 10,2976, es el cociente entre el estimado entre-grupos y el estimado dentro-de-grupos. Puesto que el valor-P de la prueba-F es menor que 0,05, existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medias de los 6 sectores con un nivel del 95,0% de confianza.

Para determinar las medias de qué sectores son significativamente diferentes de otras, se ha aplicado la Prueba de Múltiples Rangos, cuyo resultado se muestra a continuación en la tabla 4-36.

Tabla 4-36 Prueba de Múltiples Rangos de la variable "Dividendo por acción". Comparación entre sectores.

Método: 95,0 porcentaje LSD

	<i>Casos</i>	<i>Media</i>	<i>Grupos Homogéneos</i>
SERVICIOS FINANC. E INMOB.	6	0,675	X
SERVICIOS CONSUMO	6	0,703333	X
TECNO. Y TELECOM.	6	0,845	XX
PETRÓLEO Y ENERGÍA	6	1,04167	X X
BIENES CONSUMO	6	1,25667	X
MB, IND, CONSTRUC.	6	1,63333	X

<i>Contraste</i>	<i>Sig.</i>	<i>Diferencia</i>	<i>+/- Límites</i>
BIENES CONSUMO - MB, IND, CONSTRUCC	*	-0,376667	0,332499
BIENES CONSUMO - PETR Y ENERG		0,215	0,332499
BIENES CONSUMO - SERVS CONSUMO	*	0,553333	0,332499
BIENES CONSUMO - SERVS FINANC E INMOB	*	0,581667	0,332499
BIENES CONSUMO - TECNO Y TELECOM	*	0,411667	0,332499
MB, IND, CONSTRUCC - PETR Y ENERG	*	0,591667	0,332499
MB, IND, CONSTRUCC - SERVS CONSUMO	*	0,93	0,332499
MB, IND, CONSTRUCC - SERVS FINANC E INMOB	*	0,958333	0,332499
MB, IND, CONSTRUCC - TECNO Y TELECOM	*	0,788333	0,332499
PETR Y ENERG - SERVS CONSUMO	*	0,338333	0,332499
PETR Y ENERG - SERVS FINANC E INMOB	*	0,366667	0,332499
PETR Y ENERG - TECNO Y TELECOM		0,196667	0,332499
SERVS CONSUMO - SERVS FINANC E INMOB		0,0283333	0,332499
SERVS CONSUMO - TECNO Y TELECOM		-0,141667	0,332499
SERVS FINANC E INMOB - TECNO Y TELECOM		-0,17	0,332499

* indica una diferencia significativa.

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Al observar los resultados de la Prueba de Múltiples Rangos realizada sobre los datos de la variable "Dividendo por acción", destaca que el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción es significativamente diferente a todo el resto de sectores que componen el Ibex-35, siendo el sector que de media ha distribuido el dividendo por acción más elevado durante el período 2007-2012.

El sector Servicios Financieros e Inmobiliarios y el sector Servicios de Consumo no presentan diferencias estadísticamente significativas entre si, no obstante, sí son significativamente diferentes a los sectores Petróleo y Energía y Bienes de Consumo, los cuales no presentan diferencias significativas entre ellos. Este último sector mencionado, el sector Bienes de Consumo, presenta además diferencias estadísticamente significativas con el sector Tecnología y Telecomunicaciones.

Una vez analizadas las diferencias entre sectores respecto al dividendo por acción distribuido por cada uno de éstos a lo largo del período 2007-2012, se procede a realizar el mismo análisis considerando la rentabilidad de dicho dividendo. Los datos sectoriales considerados se muestran a continuación en la tabla 4-37.

Tabla 4-37 Comparación sectorial de la variable "Rentabilidad por dividendo".

AÑO	BIENES CONSUMO	M. B., IND. Y CONSTRUCC.	PETRÓLEO Y ENERGÍA	SERVICIOS DE CONSUMO	SERVS. FINANC. E INMOB.	TECNO. Y TELECOM.	OBLIG. 10 AÑOS	MEDIA IBX35	DESV.EST. IBX35
2007	9,66%	4,21%	3,97%	5,19%	3,58%	4,20%	4,35%	7,75%	3,12%
2008	15,67%	9,12%	4,31%	11,41%	8,61%	4,39%	3,86%		
2009	17,57%	8,15%	9,37%	6,49%	6,43%	4,42%	3,80%		
2010	13,15%	5,18%	5,00%	3,67%	6,69%	6,41%	5,37%		
2011	14,50%	6,14%	4,94%	9,37%	6,69%	9,13%	5,51%		
2012	13,49%	8,98%	6,20%	4,15%	11,22%	7,47%	5,34%		
MEDIA	14,01%	6,96%	5,63%	6,71%	7,20%	6,00%	4,71%		
DESV.EST.	2,67%	2,08%	1,98%	3,07%	2,54%	2,02%	0,79%		

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

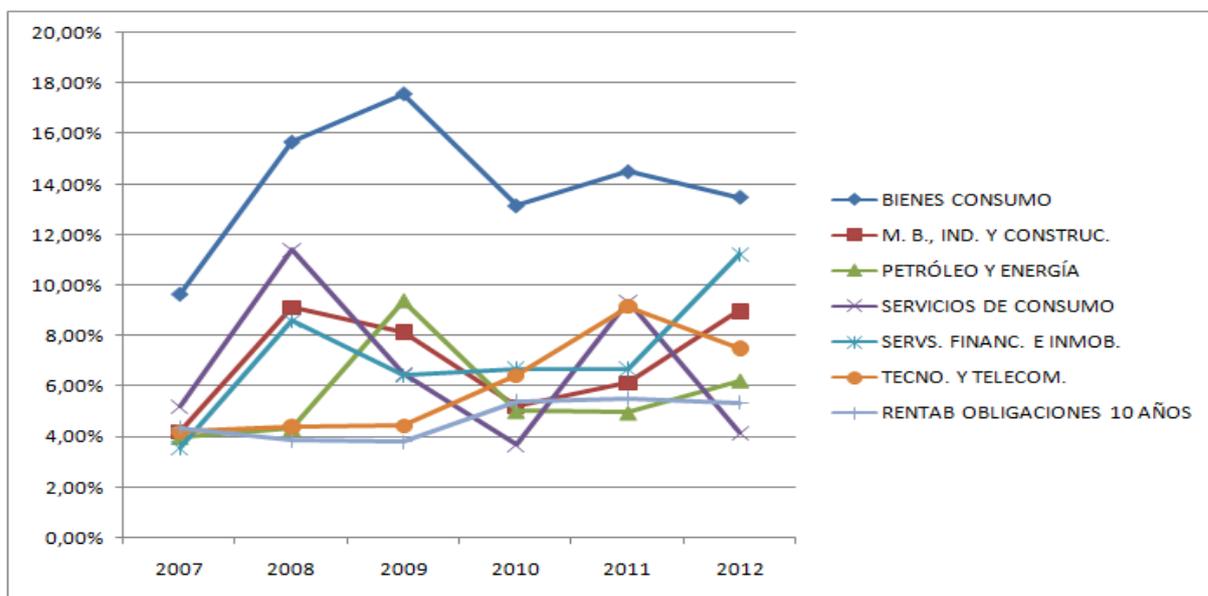
Como puede observarse, el sector Bienes de Consumo presenta una rentabilidad por dividendo promedio en el período considerado muy superior al resto de sectores, siendo analizado con posterioridad si la diferencia es estadísticamente significativa.

La rentabilidad por dividendo media del Ibex-35 durante el período 2007-2012 es del 7'75%, valor que sólo es superado por el sector mencionado en el párrafo anterior. Si no se considerase el sector Bienes de Consumo a la hora de obtener la media del Ibex-35, ésta alcanzaría un valor del 6'50% y sería superada por el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción, el sector Servicios de Consumo y el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios.

En término medio, la rentabilidad por dividendo media en el período 2007-2012 de todos los sectores resulta superior a la rentabilidad media de las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado. No obstante, destaca el sector Bienes de Consumo como ya se ha comentado, cuya rentabilidad por dividendo es un 9'3% superior a la rentabilidad del activo libre de riesgo considerado.

En la ilustración 4-14 se muestra de manera gráfica la evolución de la rentabilidad por dividendo de los 6 sectores que componen el Ibex-35 a lo largo del período 2007-2012, así como la evolución de la rentabilidad de las obligaciones a 10 años a lo largo de este mismo.

Ilustración 4-14 Evolución de la rentabilidad por dividendo de las empresas del Ibex-35 en el período 2007-2012. Comparación entre sectores.



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Al observar la ilustración 4-14 resultan más fácilmente perceptibles determinados rasgos de cada sector. Resulta claramente destacada la diferencia entre el sector Bienes de Consumo con el resto de sectores, así como el hecho de que en general todos éstos se hayan situado por encima del activo libre de riesgo a lo largo del período y/o la mayor variabilidad de la rentabilidad por dividendo del sector Servicios de Consumo, tal y como indicaba el valor de la desviación típica de 3'07%, superior al valor del resto de sectores.

Siguiendo con el análisis estadístico de la rentabilidad por dividendo comparada entre sectores, en la tabla 4-38 se muestra el resumen estadístico de la variable.

Tabla 4-38 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad por dividendo". Comparación entre sectores.

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coefficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
BIENES CONSUMO	6	14,0067	2,6684	19,05%	9,66	17,57	7,91
M. BÁSICOS, IND. Y CONSTRUC.	6	6,96333	2,07679	29,82%	4,21	9,12	4,91
PETROLEO Y ENERGIA	6	5,63167	1,98411	35,23%	3,97	9,37	5,4
SERVICIOS CONSUMO	6	6,71333	3,07635	45,82%	3,67	11,41	7,74
SERVICIOS FINANC. E INMOB.	6	7,20333	2,54425	35,32%	3,58	11,22	7,64
TECNO. Y TELECOM.	6	6,00333	2,02259	33,69%	4,2	9,13	4,93
Total	36	7,75361	3,66079	47,21%	3,58	17,57	13,99

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En la tabla 4-39 se muestran los resultados de la prueba-F de la tabla ANOVA aplicada sobre los datos de la variable analizada con el fin de encontrar diferencias estadísticamente significativas entre los sectores considerados.

Tabla 4-39 Tabla ANOVA de la variable "Rentabilidad por dividendo". Comparación entre sectores.

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	292,058	5	58,4116	9,9	0
Intra grupos	176,99	30	5,89968		
Total (Corr.)	469,048	35			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La razón-F de la tabla ANOVA, que en este caso es igual a 9,90081, es el cociente entre el componente estimado entre-grupos y el estimado dentro-de-grupos, como ya se ha comentado en ocasiones anteriores en el presente trabajo. Puesto que el valor-P de la prueba-F es menor que 0,05, existe una diferencia estadísticamente significativa entre las medias de los 6 sectores en lo que a la rentabilidad por dividendo se refiere, con un nivel del 95,0% de confianza.

Para determinar entre qué sectores existen diferencias estadísticamente significativas, se ha llevado a cabo la Prueba de Múltiples Rangos cuyos resultados se muestran a continuación, en la tabla 4-40.

Tabla 4-40 Prueba de Múltiples Rangos de la variable "Rentabilidad por dividendo". Comparación entre sectores.

Método: 95,0 porcentaje LSD

	<i>Casos</i>	<i>Media</i>	<i>Grupos Homogéneos</i>
PETROLEO Y ENERGIA	6	5,63167	X
TECNO. Y TELECOM.	6	6,00333	X
SERVICIOS CONSUMO	6	6,71333	X
M. BÁSICOS, IND. Y CONSTRUC.	6	6,96333	X
SERVICIOS FINANC. E INMOB.	6	7,20333	X
BIENES CONSUMO	6	14,0067	X

<i>Contraste</i>	<i>Sig.</i>	<i>Diferencia</i>	<i>+/- Límites</i>
BIENES CONSUMO - MB, IND, CONSTRUC	*	7,04333	2,86397
BIENES CONSUMO - PETROLEO Y ENERGIA	*	8,375	2,86397
BIENES CONSUMO - SERVICIOS CONSUMO	*	7,29333	2,86397
BIENES CONSUMO - SERVICIOS FINANC E INMOB	*	6,80333	2,86397
BIENES CONSUMO - TECNO Y TELECOM	*	8,00333	2,86397
MB, IND, CONSTRUC - PETROLEO Y ENERGIA		1,33167	2,86397
MB, IND, CONSTRUC - SERVICIOS CONSUMO		0,25	2,86397
MB, IND, CONSTRUC - SERVICIOS FINANC E INMOB		-0,24	2,86397
MB, IND, CONSTRUC - TECNO Y TELECOM		0,96	2,86397
PETROLEO Y ENERGIA - SERVICIOS CONSUMO		-1,08167	2,86397
PETROLEO Y ENERGIA - SERVICIOS FINANC E INMOB		-1,57167	2,86397
PETROLEO Y ENERGIA - TECNO Y TELECOM		-0,371667	2,86397
SERVICIOS CONSUMO - SERVICIOS FINANC E INMOB		-0,49	2,86397
SERVICIOS CONSUMO - TECNO Y TELECOM		0,71	2,86397
SERVICIOS FINANC E INMOB - TECNO Y TELECOM		1,2	2,86397

* indica una diferencia significativa.

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Como ya se ha comentado con anterioridad, la Prueba de Múltiples Rangos aplica un procedimiento de comparación múltiple para determinar qué medias son significativamente diferentes de otras.

La mitad inferior de la tabla muestra las diferencias estimadas entre cada par de medias. El asterisco que se encuentra al lado de 5 de los pares indica que éstos muestran diferencias estadísticamente significativas con un nivel del 95,0% de confianza.

En la parte superior de la página, se han identificado 2 grupos homogéneos según la alineación de las X's en columnas, de modo que no existen diferencias estadísticamente significativas entre aquellos niveles que compartan una misma columna de X's.

El método empleado actualmente para discriminar entre las medias es el procedimiento de diferencia mínima significativa (LSD) de Fisher. Con este método existe un riesgo del 5% al decir que cada par de medias es significativamente diferente, cuando la diferencia real es igual a 0.

Con esto, queda confirmado que, considerando la variable "Rentabilidad por dividendo", el sector Bienes de Consumo es significativamente diferente al resto de sectores que componen el Ibex-35, no existiendo diferencias estadísticamente significativas entre estos últimos.

Dada la relevancia del *scrip dividend* en muchas de las empresas analizadas y sobretodo en el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios, en la tabla 4-41 se muestran los datos de la rentabilidad para los accionistas en cada sector a lo largo del período 2007-2012. Ésta es una rentabilidad global que abarca tanto la rentabilidad por dividendo, componente cuyos resultados han sido analizados en los párrafos anteriores, como la rentabilidad por plusvalías. Ésta última es la que los accionistas obtienen respecto a la valoración de la participación que poseen en la empresa, por lo que merece especial interés en la línea del presente estudio si se ha optado por ser retribuido mediante acciones.

Tabla 4-41 Comparación sectorial de la variable "Rentabilidad para los accionistas".

AÑO	BIENES CONSUMO	M. B., IND Y CONSTRUC.	PETRÓLEO Y ENERGÍA	SERVICIOS DE CONSUMO	SERVS. FINANC. E INMOB.	TECNO. Y TELECOM.	MEDIA IBX35	DESV.EST. IBX35
2008	-10,86%	-38,38%	-28,20%	-43,03%	-34,19%	-10,17%	3,80%	12,38%
2009	4,87%	42,66%	23,64%	41,48%	42,58%	17,45%		
2010	72,82%	-14,48%	-4,67%	3,20%	-23,80%	-13,75%		
2011	38,45%	4,63%	5,03%	-11,40%	11,82%	-14,94%		
2012	37,16%	-10,77%	4,55%	15,08%	11,74%	-4,60%		
MEDIA	28,49%	-3,27%	0,07%	1,07%	1,63%	-5,20%		
DESV.EST.	32,58%	29,94%	18,85%	31,36%	30,87%	13,29%		

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Es fácilmente observable que existen grandes diferencias entre sectores en lo que a la rentabilidad para los accionistas se refiere.

El sector Bienes de Consumo ha ofrecido en el período 2007-2012 una rentabilidad para los accionistas del 28'49% mientras que el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción y el sector Tecnología y Telecomunicaciones presentan un valor negativo, generando una pérdida patrimonial a los accionistas.

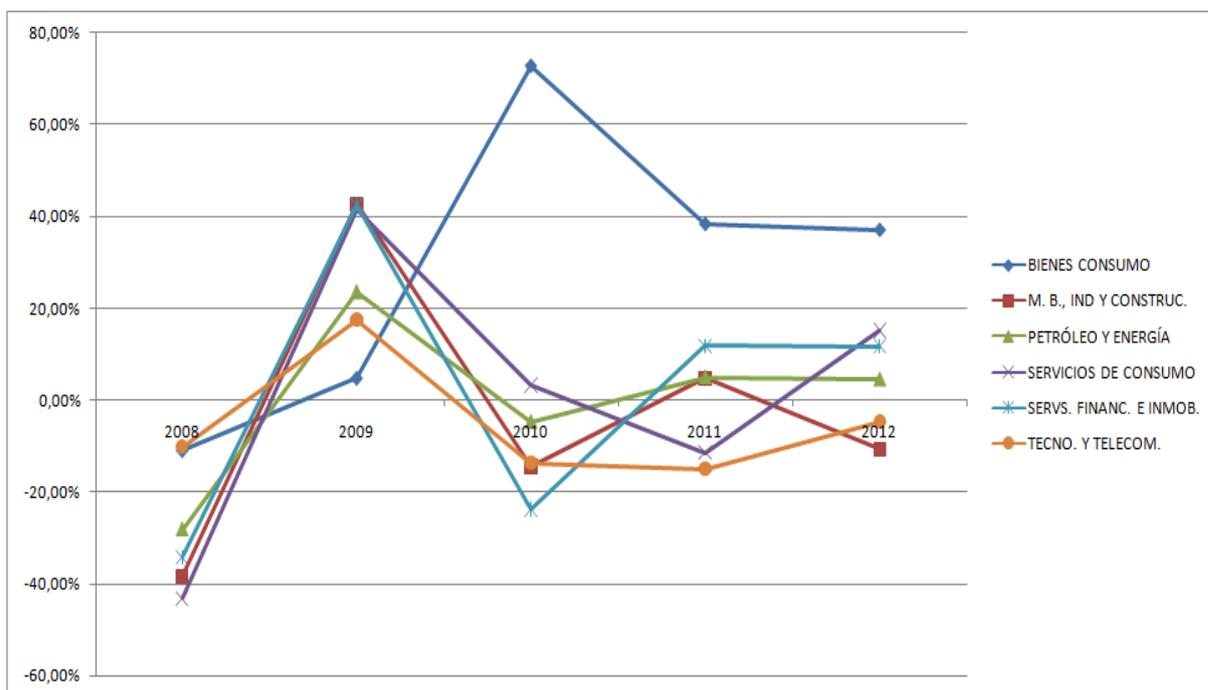
Así pues, considerando el resto de sectores que han generado una rentabilidad positiva a los inversores, el sector Petróleo y Energía ha ofrecido una rentabilidad prácticamente nula (0'07%) y el sector Servicios de Consumo y el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios han ofrecido una rentabilidad entre el 1% y el 2% (1'07% y 1'63% respectivamente).

La rentabilidad para los accionistas media del Ibex-35 a nivel global a lo largo del período 2007-2012 ha sido del 3'80%, valor inferior a la rentabilidad del activo libre de riesgo de referencia considerado en el presente estudio (4'71%).

No obstante, si se excluye la elevada rentabilidad ofrecida por el sector Bienes de Consumo, la rentabilidad para los accionistas media ofrecida por el Ibex-35 en el período considerado teniendo en cuenta los 5 sectores restantes es negativa, de un -1'14% con una variabilidad considerablemente menor y, por tanto, se trata de un valor mucho más realista (desviación estándar de 2'96%).

A continuación se muestra de manera gráfica en la ilustración 4-15 la evolución de la rentabilidad para los accionistas de los distintos sectores componentes del Ibex-35 durante el período 2007-2012.

Ilustración 4-15 Evolución de la rentabilidad para los accionistas de las empresas del Ibex-35 en el período 2007-2012. Comparación entre sectores.



Fuente: (Elaboración propia, 2015)

Puede observarse en la ilustración 4-15 al describir la evolución de la rentabilidad para los accionistas de manera gráfica como el sector Bienes de Consumo destaca positivamente sobre el resto de sectores, lo cuales parecen haber experimentado una evolución muy similar entre ellos a lo largo del período 2007-2012.

En relación a lo descrito en el párrafo anterior, resulta destacable como 2010 representa un pico negativo en la rentabilidad para los accionistas mientras sucede el hecho opuesto en el sector Bienes de Consumo, que experimenta un pico positivo en este mismo ejercicio en lo que a rentabilidad para los accionistas se refiere.

Por último y considerando los 5 sectores restantes al sector Bienes de Consumo, si se observa la ilustración 4-15 resulta fácilmente apreciable como, a excepción del pico positivo experimentado en el ejercicio 2009, la rentabilidad para los accionistas de éstos se ha mantenido durante todo el período 2007-2012 en valores negativos o, en la mayoría de casos, cercanos al 0%.

Para proceder con el análisis estadístico que muestre si existen diferencias significativas entre sectores, se muestra en la tabla 4-42 el resumen estadístico de la variable "Rentabilidad para los accionistas".

Tabla 4-42 Resumen estadístico de la variable "Rentabilidad para los accionistas". Comparación entre sectores.

	<i>Recuento</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación Estándar</i>	<i>Coficiente de Variación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Rango</i>
BIENES CONSUMO	5	28,488	32,5801	114,36%	-10,86	72,82	83,68
MAT.BÁSICOS, IND.Y CONSTRUC.	5	-3,268	29,9441	-916,28%	-38,38	42,66	81,04
PETROLEO Y ENERGIA	5	0,07	18,8539	26934,10%	-28,2	23,64	51,84
SERVICIOS CONSUMO	5	1,066	31,3612	2941,95%	-43,03	41,48	84,51
SERVICIOS FINANC. E INMOB.	5	1,63	30,8736	1894,08%	-34,19	42,58	76,77
TECNO. Y TELECOM	5	-5,202	13,2858	-255,40%	-14,94	17,45	32,39
Total	30	3,79733	12,2537	717,71%	-43,03	72,82	115,85

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

La tabla ANOVA fruto de la aplicación de la prueba-F sobre los datos de la tabla 4-42 se muestra a continuación, en la tabla 4-43.

Tabla 4-43 Tabla ANOVA de la variable "Rentabilidad para los accionistas". Comparación entre sectores.

<i>Fuente</i>	<i>Suma de Cuadrados</i>	<i>Gl</i>	<i>Cuadrado Medio</i>	<i>Razón-F</i>	<i>Valor-P</i>
Entre grupos	3832,93	5	766,586	1,04	0,4177
Intra grupos	17707,2	24	737,799		
Total (Corr.)	21540,1	29			

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

A pesar de que a priori puedan parecer destacablemente grandes las diferencias existentes entre la rentabilidad por dividendo media en el período 2007-2012 entre los distintos sectores considerados, el valor-P obtenido de 0'4177, muy superior a 0'05, indica que no existen diferencias estadísticamente significativas con un nivel de confianza del 95%. Este resultado de la tabla ANOVA resulta lógico si se considera que el rango entre el que se mueven los valores de la rentabilidad global para los accionistas es significativamente más amplio que en el caso de otras variables consideradas.

5 CONCLUSIONES Y PROPUESTAS DE MEJORA

Tras el análisis de los dividendos distribuidos por los 6 sectores que componen el Ibex-35, en el presente apartado se exponen las conclusiones alcanzadas en cuanto a su influencia a efectos de decisión de los inversores conservadores durante el período 2007-2012. Igualmente se presentan una serie de propuestas de mejora, tanto para que los inversores conservadores alcancen sus objetivos, como para incrementar el grado de atractivo de los diferentes sectores a efectos de decisión de inversión.

El sector **Bienes de Consumo** destaca entre todos como un sector idóneo para invertir, puesto que es el que ofrece una rentabilidad a los inversores significativamente mayor y poco sensible a las variaciones de la rentabilidad del mercado, es decir, incurriendo en poco riesgo en comparación con otros sectores.

El dividendo por acción de 1'27 euros de media en el período 2007-2012, el cual sigue una marcada tendencia creciente a lo largo de dicho período, junto con un nivel de precios también creciente aunque en menor proporción, han ofrecido a los accionistas una rentabilidad global del 28'49%, siendo la rentabilidad por dividendo del 14'01%. Éste último valor es significativamente superior al ofrecido por el resto de sectores y a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años del Estado español, activo libre de riesgo tomado como referencia en el presente estudio.

Junto con la elevada rentabilidad y la renta creciente ofrecida a sus accionistas, el sector Bienes de Consumo ha permitido a estos últimos no sólo contrarrestar los efectos de la inflación, sino que su poder adquisitivo se ha visto incrementado.

El sector **Materiales Básicos, Industria y Construcción** es el sector que, a pesar de existir diferencias significativas entre las empresas que lo componen, ha distribuido de media el mayor dividendo por acción en el período 2007-2012, y con una desviación estándar muy baja. Así pues, la revalorización del importe del dividendo distribuido ha permitido contrarrestar los efectos negativos de la inflación en el poder adquisitivo de los accionistas, a excepción del ejercicio 2010, año en el que los inversores de este sector sufrieron una considerable pérdida de capacidad adquisitiva en este sentido. No obstante, esta pérdida de poder adquisitivo se ha ido recuperando en los siguientes ejercicios.

Durante el período considerado para el análisis, el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción ha generado a sus accionistas una rentabilidad global negativa debido a una tendencia decreciente de los precios generalizada en el sector. No obstante, ésta última ha permitido alcanzar una rentabilidad por dividendo media del 6'96%, muy superior a la que pueden obtener con las obligaciones a 10 años.

Respecto a lo descrito en el párrafo anterior, se observa en el comportamiento de las empresas del sector que las más sensibles a las variaciones de la rentabilidad del mercado (Acciona y Acerinox, con $\beta=1'23$ y $\beta=1'14$ respectivamente) ofrecen una rentabilidad por dividendo inferior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años, sucediendo el hecho contrario en las empresas menos sensibles (ACS y FCC, $\beta=0'82$ y $\beta=0'98$ respectivamente).

Resulta destacable dentro del sector la empresa Ferroviaria que, a pesar de presentar una elevada sensibilidad a las variaciones del mercado durante el período 2007-2012 ($\beta=1'16$), se diferencia

significativamente del resto, ofreciendo a sus accionistas una muy elevada rentabilidad del 33'29%, siendo la rentabilidad por dividendo del 12'67% de media.

Con todo esto, el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción ha ofrecido en el período 2007-2012 a sus inversores la posibilidad de obtener rentas más elevadas que en el resto de sectores y que resulten más rentables que otras alternativas sin riesgo; aunque asumiendo un riesgo superior que en otros sectores puesto que presenta el mayor valor del parámetro β y, por tanto, una mayor sensibilidad a cambios en el mercado, y eliminando la posibilidad de obtener riqueza a través de plusvalías.

En cuanto al sector **Petróleo y Energía**, es un sector cuyas empresas no presentan, en términos generales, diferencias estadísticamente significativas entre sí, de modo que no se encuentran casos excepcionales como sucedía en el sector anterior con Ferrovial.

A pesar de ser uno de los sectores que ofrecen un dividendo por encima de la media, con un dividendo medio por acción de 1'04 euros, es el sector que menor rentabilidad por dividendo genera a sus accionistas. Además, la revalorización del dividendo se ha producido a una tasa prácticamente equivalente al IPC, cubriendo los efectos negativos de la inflación de forma muy ajustada.

Siguiendo con la rentabilidad por dividendo, ésta presenta un valor medio en el período 2007-2012 del 5'63%, valor que sólo supera a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años en 0'92 puntos porcentuales.

Algunas empresas del sector como Iberdrola y Gas Natural ofrecen a sus accionistas la modalidad del *scrip dividend*, modalidad que en este sector resulta poco atractiva si se observa la rentabilidad global para los accionistas, que presenta un valor medio solo del 0'07%.

La rentabilidad del sector Petróleo y Energía resulta, en términos generales, poco sensible a las variaciones de la rentabilidad del mercado, con un valor beta de 0'89. No obstante, profundizando dentro del sector, se observa como las empresas con mayor sensibilidad a las variaciones del mercado (Iberdrola y Endesa) ofrecen la mayores rentabilidades por dividendo, muy superiores a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años, pero ofrecen rentabilidades globales a sus accionistas negativas. Por contra, el resto de empresas, menos sensibles al mercado, ofrecen rentabilidades por dividendo reducidas, incluso inferiores a la rentabilidad del activo libre de riesgo algunas de ellas, pero son las únicas que ofrecen una rentabilidad global positiva a sus inversores. En síntesis, en el sector Petróleo y Energía sólo las empresas menos sensibles a las variaciones del mercado permiten obtener plusvalías a sus accionistas.

El sector **Servicios de Consumo** ha sido uno de los sectores que menor dividendo por acción ha distribuido de 2007 a 2012, con un importe medio de 0'70 euros. Además, la revalorización de dicho dividendo ha resultado insuficiente para cubrir los efectos de la inflación, viéndose mermada la capacidad adquisitiva de los inversores.

A pesar de lo descrito en el párrafo anterior, el sector Servicios de Consumo es uno de los sectores que ha ofrecido a sus accionistas una rentabilidad global positiva (1'07% de media), con una rentabilidad por dividendo del 6'71% de media a lo largo del período, superior a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado (4'71% de media). No obstante, cabe destacar que la

sensibilidad de este sector a los cambios en el mercado es una de las más altas, aunque el valor de la β sólo sea ligeramente superior a 1.

Como sucedía en el sector anterior, en el sector Servicios de Consumo se puede concluir que las empresas menos sensibles a las variaciones del mercado, ofrecen a los accionistas rentabilidades por dividendo más ajustadas pero la posibilidad de obtener plusvalías, posibilidad que no permiten las empresas más sensibles a las variaciones del mercado, aunque ofrecen rentabilidades por dividendo mayores que, por otra parte, resultan muy volátiles.

Considerando los objetivos de los inversores conservadores, el sector Servicios de Consumo resulta desaconsejable para invertir desde el punto de vista de los dividendos, puesto que aporta unas rentas bajas, las cuales, aunque dados los precios de las acciones resulte más rentable que el activo libre de riesgo de referencia, ni siquiera permiten contrarrestar los efectos de la inflación. Además, la posibilidad de obtener una rentabilidad por dividendo suficiente conlleva asumir un riesgo muy elevado.

El sector **Servicios Financieros e Inmobiliarios** ofrece el menor dividendo por acción a sus inversores respecto al resto de sectores pero, dada la tendencia de los precios de las acciones, resulta el segundo sector con el dividendo más rentable. Así pues, también este sector ofrece la segunda mayor rentabilidad global a sus accionistas en el período 2007-2012, lo que indica una rentabilidad por plusvalías también positiva. Este hecho resulta especialmente relevante en este sector ya que predomina la fórmula del *scrip dividend* y, durante el período considerado, la mayoría de los inversores han optado por ser retribuidos con nuevas acciones.

Aunque, en general, la evolución de los dividendos no permite cubrir el impacto de la inflación, la empresa BME resulta significativamente diferente respecto al resto de empresas componentes del sector, puesto que ofrece un elevado dividendo en efectivo a sus accionistas de 2'10 euros de media. Así pues, resultan destacables las empresas Mapfre y el Banco Santander puesto que ofrecen una elevada rentabilidad a sus accionistas, tanto por dividendo como por plusvalías, siendo especialmente relevante ésta última ya que las dos empresas mencionadas resultan atractivas por su dividendo en acciones.

En último lugar, el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios es uno de los sectores con un valor de la beta superior a 1, es decir, con mayor sensibilidad a las variaciones del mercado, lo que indica que existe un mayor riesgo al invertir en éste respecto de otros. Cabe decir que, profundizando en el sector, en el comportamiento a este respecto de las empresas que lo componen no se obtienen rasgos característicos concluyentes.

El sector **Tecnología y Telecomunicaciones** ha distribuido un dividendo por acción que, de media en el período 2007-2012, alcanza los 0'84 euros, existiendo diferencias significativas entre las empresas que componen el sector. No obstante, resulta un importe cercano a la media del Ibex-35 y cuya evolución, en todo caso, ha permitido contrarrestar el impacto negativo de la inflación a los inversores.

A pesar de todo, y de manera homogénea entre las empresas que lo componen, el sector Tecnología y Telecomunicaciones ha ofrecido una rentabilidad por dividendo del 6%, la más baja de todos los sectores y que, aunque supere a la rentabilidad de las obligaciones a 10 años, resulta poco atractiva.

Junto con lo anteriormente expuesto, cabe añadir que este sector ha generado una rentabilidad a sus accionistas, durante el período 2007-2012, negativa y de muy considerable magnitud, con una media del -5'20%. Resulta reseñable la obtención de una rentabilidad para los accionistas negativa en un sector poco sensible a las variaciones de la rentabilidad del mercado ($\beta=0'74$), siendo este hecho contrario a la tendencia de otros sectores como el sector Petróleo y Energía o el sector Servicios de Consumo.

Con todo esto, el sector Tecnología y Telecomunicaciones resulta un sector de nulo atractivo para los inversores conservadores ya que ofrece una renta algo inferior a la media del Ibex-35, con una rentabilidad por dividendo muy baja respecto a otros sectores y sin la posibilidad de obtener rentabilidad por plusvalías.

Tabla 5-1 Cuadro-resumen de las conclusiones principales alcanzadas de cada sector

BIENES DE CONSUMO	M. BÁSICOS, IND. Y CONSTRUC.	PETRÓLEO Y ENERGÍA
-Rentas elevadas	-Rentas elevadas	-Renta similar a la media del Ibex-35
-Supera los efectos negativos de la inflación incrementando el poder adquisitivo de los inversores	-Compensa los efectos negativos de la inflación en el poder adquisitivo de los inversores	-Compensa los efectos negativos de la inflación en el poder adquisitivo de los inversores de forma muy ajustada
-Rentabilidad por dividendo muy elevada	-Rentabilidad por dividendo elevada	-Rentabilidad por dividendo muy baja
-Rentabilidad global para los accionistas muy elevada	-Rentabilidad global a los accionistas negativa, no rentabilidad por plusvalías	-Rentabilidad para los accionistas prácticamente nula
-Baja sensibilidad a las variaciones del mercado ($\beta < 1$)	-Alta sensibilidad a las variaciones del mercado ($\beta > 1$)	-Baja sensibilidad a las variaciones del mercado ($\beta < 1$)
INVERTIR	INVERTIR (excepción)	NO INVERTIR
SERVICIOS DE CONSUMO	SERVICIOS FINANC. E INMOB.	TECNO. Y TELECOM.
-Rentas bajas	-Rentas muy bajas pero predominio de la remuneración en acciones	-Rentas medias
-No compensa los efectos negativos de la inflación en el poder adquisitivo de los inversores	-No compensa los efectos negativos de la inflación en el poder adquisitivo de los inversores en términos generales	-Compensa los efectos negativos de la inflación en el poder adquisitivo de los inversores
-Rentabilidad por dividendo elevada	-Rentabilidad por dividendo muy elevada	-Rentabilidad por dividendo baja
-Rentabilidad global para los accionistas positiva	-Rentabilidad global para los accionistas alta	-Rentabilidad global a los accionistas negativa de gran magnitud
-Alta sensibilidad a las variaciones del mercado ($\beta > 1$)	-Alta sensibilidad a las variaciones del mercado ($\beta > 1$)	-Baja sensibilidad a las variaciones del mercado ($\beta < 1$)
NO INVERTIR	INVERTIR (excepción)	NO INVERTIR

Fuente: (Elaboración propia, 2015)

En síntesis (véase tabla 5-1), analizando los dividendos distribuidos por las empresas del Ibex-35 a nivel sectorial durante el período 2007-2012, el único sector que se adapta a la perfección a los objetivos de los inversores conservadores, desde cuya perspectiva se ha realizado el presente análisis, es el sector Bienes de Consumo. Este sector ha permitido a los inversores, durante el período de crisis mencionado, obtener unas rentas altas y estables cuya revalorización interanual ha permitido que su poder adquisitivo no se vea mermado, obteniendo una rentabilidad muy superior a la ofrecida por otras alternativas sin riesgo, como las obligaciones a 10 años emitidas por el Estado español tomadas como referencia en la elaboración del estudio, y sin resultar especialmente sensible a las variaciones del mercado.

Como se ha indicado al inicio del apartado, se exponen a continuación una serie de propuestas de mejora para los inversores conservadores a la hora de invertir en los diferentes sectores del Ibex-35 considerando como variable condicionante los dividendos.

Como ya se ha indicado, el sector idóneo para este tipo de inversores es el sector Bienes de Consumo. No obstante, sería aconsejable desagregar los sectores por las empresas componentes en algunos casos, ya que como se ha indicado con anterioridad en el presente estudio, en algunos sectores existen diferencias estadísticamente significativas entre las empresas.

Los inversores conservadores deberían considerar invertir en el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción pero, especialmente, en la empresa Ferrovial. A pesar de las características del sector, Ferrovial resulta una clara excepción ofreciendo a sus accionistas unas altas rentas con el importe distribuido mediante dividendos, los cuales además resultan altamente rentables. Así pues, la empresa Ferrovial ofrece además una muy elevada rentabilidad global a sus accionistas, lo que junto con lo anterior, indica una elevada rentabilidad por plusvalías. Ésta última resulta digna de mención ya que los inversores conservadores buscan inversiones a largo plazo y, aunque durante el período objeto de estudio la empresa haya realizado sus dividendos en efectivo, desde el año 2014 emplea también la modalidad de "Dividendo flexible", pudiendo los accionistas ser remunerados con acciones.

Por último, los inversores también deberían considerar de forma desagregada el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios. En cuanto a los dividendos distribuidos, BME ha ofrecido a sus accionistas unas rentas en efectivo muy elevadas, significativamente superiores al resto de componentes del sector. Así pues, Mapfre y el Banco Santander han ofrecido también rentas muy elevadas que además han podido ser recibidas con acciones nuevas, ya que ambas empresas ofrecen la modalidad del *scrip dividend*.

Este último hecho resulta especialmente relevante, ya que ambas empresas han ofrecido una rentabilidad global a sus accionistas muy elevada, incluyendo una alta rentabilidad por plusvalías que puede permitir a los accionistas obtener mayores rentas con la venta de parte de las nuevas acciones recibidas durante el período de inversión..

De este modo, ampliando las alternativas de inversión a la hora de considerar el Ibex-35 al sector Bienes de Consumo, el sector Servicios Financieros e Inmobiliarios y el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción, los inversores conservadores podrían haber cumplido sus objetivos, ya descritos, durante el período 2007-2012.

Para finalizar, se exponen una serie de propuestas de mejora en los diferentes sectores para mejorar su grado de atractivo de inversión, a excepción del sector Bienes de Consumo que ya desde un primer momento resulta idóneo.

El sector Materiales Básicos, Industria y Construcción debería mejorar la rentabilidad global ofrecida a los accionistas y, más en concreto, el componente de rentabilidad por plusvalías. Para ello, una opción aconsejable sería que las empresas del sector hubieran ofrecido la modalidad *scrip dividend* como fórmula de remuneración a sus accionistas, incrementando el número de acciones de la empresa sin que implique un elevado coste. De este modo, las empresas del sector deberían buscar un incremento de acciones interanual que compense las variaciones de precio, encontrando un equilibrio entre ambos factores que permita ofrecer rentabilidades positivas.

Para que los dividendos del sector Petróleo y Energía resulten atractivos a los inversores conservadores, la principal magnitud que debería mejorarse es la rentabilidad por dividendo. Así, una posible alternativa de mejora sería, manteniendo el nivel de dividendos, realizar *splits* que generen una reducción de precios considerable, aunque el incremento de la rentabilidad por dividendo se produzca en detrimento de la rentabilidad por plusvalías, ya que para el tipo de inversor considerado prima la obtención de rentas estables y de mayor rentabilidad que las ofrecidas por activos libres de riesgo. Así pues, debería revisarse la tasa de crecimiento interanual del importe del dividendo distribuido tomando en consideración la inflación.

En el caso del sector Servicios de Consumo, se debería incrementar el importe del dividendo distribuido, ya que el dividendo de Mediaset ha seguido una tendencia decreciente en el período y la revalorización del dividendo de Abertis no es suficiente para paliar la pérdida de poder adquisitivo causada por la inflación. Para conseguir esto, la propuesta realizada es complementar el dividendo en efectivo con la retribución en nuevas acciones, viéndose el valor del dividendo distribuido incrementado sin que implique necesariamente una mayor salida de fondos. Además, esta propuesta resulta atractiva ya que los accionistas del sector pueden obtener rentabilidad por plusvalías, que en el caso de este sector es positiva.

En el caso del sector Servicios Financieros e Inmobiliarios, el principal problema es el bajo valor monetario del dividendo distribuido, así como una revalorización insuficiente para compensar los efectos negativos de la inflación. No obstante, es difícil mejorar tal situación ya que en este sector predominan las entidades del subsector bancario, el cual ha sido de los más fuertemente afectados por la crisis, protagonista del período 2007-2012 analizado.

Por último, en cuanto al sector Tecnología y Telecomunicaciones se recomienda dar mayor relevancia al *scrip dividend*, de modo que las empresas del sector incrementen el valor del dividendo distribuido y puedan incrementar este mismo año a año en una tasa superior al IPC, corrigiendo 2 de los problemas encontrados. Así pues, el incremento interanual de acciones puede permitir a las empresas del sector mencionado ofrecer una rentabilidad a sus accionistas positiva, hecho relevante en el sector dada la gran magnitud de la rentabilidad negativa ofrecida en el período.

6 BIBLIOGRAFÍA

- Azofra Palenzuela, V. 1986.** Las Decisiones de Distribución de Dividendos en la Gran Empresa Española: sus Variables Determinantes. *Universidad de Valladolid: Servicio de Publicaciones*. 1986, págs. 257-274.
- Banco de España. 2010.** *Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: Métodos, Resultados y Cambios desde 2005*. s.l. : Boletín Económico, 2010.
- Banco de España. 2014.** *Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2011: Métodos, Resultados y Cambios desde 2008*. s.l. : Boletín Económico, 2014.
- Banco Popular. Memoria Anual 2008.**
- Banco Popular. Memoria Anual 2010.**
- Banco Popular. Memoria Anual 2012.**
- Banco Sabadell. 2015.** *Perfil del inversor*. [Aula Virtual] 2015.
- Banco Santander. Informe Anual 2009.**
- Banco Santander. Informe Anual 2012.**
- Bankinter. Informe Financiero 2009.**
- Bankinter. Informe financiero 2012.**
- Barrachina Martínez, I., Guadalajara Olmeda, M. N. y de la Poza Plaza, E. 2014.** *Apuntes de la asignatura Dirección Financiera*. Valencia : Universitat Politècnica de València, 2014.
- BBVA. Informe Anual 2009.**
- BBVA. Informe Anual 2012.**
- Bel Durán, P. 2014.** Política de dividendos. *Expansión*. 2014.
- Bhattacharya, S. 1979.** Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*. 1979, Vol. 10, 1, págs. 259-270.
- Black, F. y Scholes, M. 1974.** The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*. Marzo de 1974, Vol. 1, 1, págs. 1-22.
- Bolsa de Madrid.** Composición histórica del Ibex 35. [En línea] [Citado el: 20 de Marzo de 2015.] <http://www.bolsamadrid.es/docs/SBolsas/InformesSB/compoIBEX.pdf>.
- Bolsas y Mercados Españoles. 2013.** *Fórmulas de remuneración al accionista: Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos*. 2013.
- Bolsas y Mercados Españoles.** Información general y sectorial del Ibex-35. [En línea] [Citado el: 20 de enero de 2015.] Información sectorial Ibex-35. <http://www.bmerv.es/esp/Indices/Ibex/>.

- Bolsas y Mercados Españoles. 2009.** *Informe de Mercado 2009.* 2009.
- Bolsas y Mercados Españoles. 2010.** *Informe de Mercado 2010.* 2010.
- Bolsas y Mercados Españoles. 2011.** *Informe de Mercado 2011.* 2011.
- Bolsas y Mercados Españoles. 2012.** *Informe de Mercado 2012.* 2012.
- Bolsas y Mercados Españoles. 2015.** *Nomas Técnicas para la composición de los índices de Sociedad de Bolsas, S.A.* 2015.
- Díaz, A. y Jareño, F. 2009.** Explanatory factors on the inflation news impact on stock returns by sector: The Spanish case. *Research in International Business and Finance.* 2009, 23, págs. 249-268.
- Elaboración propia. 2015.** 2015.
- Eleconomista.es.** Información financiera general. [En línea] [Citado el: 20 de enero de 2015.] <http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/216172702/indice/IBEX-35>.
- Expansión.com.** Información de dividendos. [En línea] [Citado el: 20 de enero de 2015.] <http://www.expansion.com/mercados/dividendos/>.
- Finanzas.com.** Información financiera general. [En línea] [Citado el: 20 de enero de 2015.] <http://www.finanzas.com/ibex-35/>.
- García-Borbolla Fernández, A. 2003.** *La relevancia de los dividendos para explicar el valor de mercado de las acciones. Tesis Doctoral.* Cádiz : Departamento de Economía de la empresa de la Universidad de Cádiz, 2003.
- Gordon, M. J. 1959.** Dividends, Earnings, and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics.* Mayo de 1959, págs. 99-105.
- Instituto Nacional de Estadística. 2015.** *Datos de la rentabilidad de las obligaciones a 10 años.* 2015.
- Instituto Nacional de Estadística. 2013.** *Nota de prensa: Índice de Precios al Consumo (IPC).* 2013.
- Invertia.com.** Información de dividendos. [En línea] [Citado el: 20 de enero de 2015.] <http://www.invertia.com/mercados/bolsa/indices/ibex-35/dividendos-ib011ibex35/1b>.
- Kalay, A. 1982.** Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints. *Journal of Financial Economics.* 1982, 10, págs. 211-233.
- Lintner, J. 1956.** Distribution of Incomes of Corporations among Dividend, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review.* Mayo de 1956, págs. 97-113.
- Mapfre. Informe Anual 2012.**
- Mapfre. Informe Anual 2013.**
- Mascareñas, J. 2011.** *La Política de Dividendos.* Madrid : Universidad Complutense de Madrid, 2011. ISSN 1988-1878.

- Miller, M. H. y Modigliani, F. 1961.** Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. Octubre de 1961, págs. 411-433.
- Moore, D. S. 1995.** *Estadística aplicada básica*. s.l. : Antoni Bosch editor, 1995. ISBN 978-84-95348-04-3.
- Mosqueda Almanza, R. M., Dena Luévanos, N. y Guizar Vargas, L. 2006.** La política de dividendos en el valor bursátil: los modelos de Gordon y Lintner. *Comercio Exterior*. 2006, Vol. 56, 8.
- Patiño, M. A. 2013.** Tipos de inversores y sus características. [En línea] 31 de enero de 2013. [Citado el: 25 de marzo de 2015.] <https://www.comparativadebancos.com/los-inversores-sus-caracteristicas/>.
- Pindado, J. 2012.** *Finanzas empresariales*. s.l. : Editorial Paraninfo, 2012.
- Rankia.com.** Tipos de inversores. [En línea] [Citado el: 3 de marzo de 2015.] <http://www.rankia.com/blog/ganaindices/557358-tipos-inversores>.
- Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. 2015.** *Deuda del Estado en Moneda Nacional: Tipo de Interés Medio de la Deuda en circulación*. 2015.
- Segura García del Río, B., Ribal Sanchis, F. J. y Cervelló Royo, R. E. 2014.** *Apuntes de la asignatura Economía Financiera*. Valencia : Universitat Politècnica de València, 2014.
- Sharpe, W. F. 1964.** Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. 1964, Vol. 19, 3, págs. 425-442.
- Suárez, A. 2005.** *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. s.l. : Editorial Pirámide, 21ª edición, 2005.
- Termes, R. 1997.** *Inversión y Coste de Capital*. s.l. : Editorial McGraw Hill, 1997.
- Yahoo Finance. 2015.** Datos de rentabilidades para el cálculo de las betas del modelo de Sharpe. [En línea] 2015.

7 ANEXOS

7.1 Anexo 1. Composición histórica del Ibex-35

Composición inicial

ACE	ACX	ALB	ASL	AZU	BBV	BKT	BTO	CEN	CEP	CRI	CTG	DRC	ECR
ELE	FEC	FOC	HID	HIS	IBE	MAP	PMD	POP	PSG	REP	SAN	SEV	TAB
TEF	UNF	URA	URB	VAL	VDR	VIS							

Revisión		Inclusiones						Exclusiones					
Nº	fecha												
1	02/01/1991	AGR	CUB	HHU				AZU	PSG	PMD			
2	01/07/1991	MVC	CAN	PMD				ALB	CRI	ACX			
3	01/10/1991	ALB	CRI					HID	PMD				
4	02/01/1992	SAR	EXT	AGS	BCH	ACX		CEN	HIS	ECR	ALB	CRI	
5	10/03/1992	FCC						FOC					
6	01/07/1992	PRY	ARA	ALB	AUM			EXT	HHU	AGS	CEP		
7	04/01/1993	CEP	HHU	AGS	ZOT			AGR	ARA	URB	SAR		
8	01/07/1993	ARG						CEP					
9	03/01/1994	EBA	GES					ASL	ZOT				
10	01/07/1994	CTE						EBA					
11	02/01/1995	ENC	CTF					HHU	AGS				
12	02/07/1995	AGS	AMP	AZC				CTF	GES	VDR			
13	02/01/1996	GES						AZC					
14	01/07/1996												
15	02/01/1997	SOL	UNI					ENC	VIS				
16	02/06/1997	ANA						CUB					
17	01/07/1997	AZC	TUB	VIS				ANA	GES	MVC			
18	01/10/1997	PUL						UNI					
19	02/01/1998												
20	02/04/1998	ACS						BTO					
21	01/07/1998	ACR	TPZ					ALB	FEC				
22	04/01/1999	ALB	ANA	NHH				AZC	SEV	TUB			
23	19/04/1999	SCH	RAD					BCH	SAN				
24	01/07/1999	FER	IDR					AMP	RAD				
25	03/01/2000	AMS	SGC	TPI	ALT			PUL	URA	VIS	TAB		
26	31/01/2000	BBVA	TRR					ARG	BBV				
27	03/07/2000	REE	ZEL					AUM	MAP				
28	02/10/2000	CRF	PRS					CTE	PRY				
29	02/01/2001	TEM	GPP					AGS	VAL				
30	10/04/2001							CAN					
31	24/04/2001	GAM											
32	01/05/2001	GAS						CTG					
33	02/07/2001	ITX						GPP					
34	01/11/2001	SAN						SCH					
35	02/01/2002												
36	09/02/2002							ACR					
37	19/02/2002	LOR											
38	01/07/2002	IBLA						TPZ					
39	30/12/2002							CRF					
40	02/01/2003	MVC	VAL					ALB	SOL				
41	10/01/2003	ENG											
42	02/06/2003	ABE	SYV					ACE	VAL				
43	01/07/2003	MAP						PRS					
44	24/07/2003							TRR					
45	04/08/2003	TRR											

Revisión		Inclusiones			Exclusiones		
Nº	fecha						
46	15/12/2003				DRC		
47	02/01/2004	BTO	PRS		TRR		
48	01/07/2004	SAB			SYV		
49	03/01/2005	SYV	TL5		REE	ZEL	
50	28/08/2005				AMS		
51	01/07/2005	REE	CIN		BTO	NHH	
52	08/07/2005	A3TV					
53	02/01/2006	NHH			MAP		
54	03/07/2006	FAD			NHH		
55	06/07/2006				LOR		
56	25/07/2006	MAP			TEM	TPI	
57	01/08/2006	BTO					
58	17/08/2006	NHH					
59	02/01/2007	AGS			PRS		
60	09/03/2007				FAD		
61	21/03/2007	CAR					
62	10/05/2007	COL			CAR		
63	02/07/2007	BME			MVC		
64	02/01/2008	GRF	ABG		A3TV	NHH	
65	04/02/2008	IBR	CRI		ALT	AGS	
66	13/04/2008	TRE			COL		
67	12/05/2008				SGC		
68	01/07/2008	OHL					
69	02/01/2009			—			—
70	15/04/2009				UNF		
71	05/05/2009	MTS					
72	01/07/2009			—			—
73	07/12/2009				CIN		
74	04/01/2010	EVA					
75	01/07/2010			—			—
76	26/07/2010	EBRO			EVA		
77	03/01/2011	AMS			BTO		
78	21/01/2011				IBLA		
79	01/04/2011	IAG					
80	01/07/2011	CABK			CRI		
81	01/07/2011			—			—
82	11/07/2011				IBR		
83	03/10/2011	BKIA					
84	02/01/2012	DIA					
85	02/05/2012				EBRO		
86	02/07/2012			—			—
87	01/10/2012			—			—
88	26/10/2012	ABG.P			ABG		
89	02/01/2013	VIS			BKIA	GAM	
90	23/04/2013	JAZ					
91	01/07/2013	EBRO			ABG.P		
92	23/12/2013	BKIA	GAM		ACX	ELE	
93	23/06/2014	ABG.P			EBRO		
94	22/12/2014	ELE			VIS		

Clave color:

Revisión extraordinaria
Cambio de código

Fuente: (Bolsa de Madrid)

7.2 Anexo 2. Cuadro resumen 19 fórmulas de remuneración al accionista

TIPO DE REMUNERACIÓN	CARACTERÍSTICAS	
	TIPO DE PAGO	ORIGEN DEL PAGO
1 Dividendo en efectivo con cargo a resultados del ejercicio	Efectivo	Resultados del ejercicio
2 Dividendo en efectivo con cargo a reservas de libre disposición	Efectivo	Reservas de Libre Disposición
3 Dividendo elección (<i>scrip dividend</i>) con suscripción de acciones	Acciones	Reservas de Libre Disposición
4 Dividendo elección (<i>scrip dividend</i>) con venta de derechos en el mercado	Derechos	Reservas de Libre Disposición
5 Dividendo elección (<i>scrip dividend</i>) con venta de derechos a la empresa	Efectivo	Reservas de Libre Disposición
6 Dividendo en efectivo con cargo a resultados con opción de reinversión en acciones procedentes de la autocartera o adquiridas en el mercado	Efectivo	Resultados del ejercicio
7 Dividendo en efectivo con cargo a resultados con opción de reinversión en acciones nuevas	Efectivo	Resultados del ejercicio
8 Reducción de capital mediante reducción de nominal con devolución de aportaciones	Efectivo	Beneficios no distribuidos / aportaciones
9 Reducción de capital mediante amortización de acciones de la autocartera		
10 Reparto de reservas de libre disposición mediante la entrega de acciones de otras empresas cotizadas o no cotizadas	Acciones	Reservas de Libre Disposición

IMPACTO FISCAL				
IRPF			IMPUESTO DE SOCIEDADES	
RÉGIMEN	CALIFICACIÓN	RETENCIÓN	CALIFICACIÓN	RETENCIÓN
El reparto de beneficios tiene la calificación fiscal de RCM. El efectivo entregado es la parte de los beneficios que las sociedades destinan a remunerar a sus accionista por su aportación al capital.	RCM	21%	IF	21%
El reparto de reservas de libre disposición tiene la calificación fiscal de RCM. El efectivo entregado consiste en el reparto de beneficios no distribuidos	RCM	21%	IF	21%
Las acciones liberadas no son RCM (art. 25 1.b del IRPF). Los efectos fiscales se diferencian al momento de la transmisión de las acciones. Como valor de adquisición de las acciones liberadas se toma el desembolsado por las acciones de procedencia.	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (GP)	No	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	No
El importe obtenido de la venta de los derechos en el mercado tiene el efecto de disminuir el valor de adquisición de las acciones hasta su anulación. Únicamente el exceso tributa como ganancia patrimonial del ejercicio en que se percibe.	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (GP)	No	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	No
Esta forma de retribución tiene el régimen aplicable a los dividendos distribuidos directamente en metálico; son RCM.	RCM	21%	IF	21%
La retribución con cargo a beneficios tiene el tratamiento fiscal de RCM. Los efectos fiscales de la reinversión en acciones con el importe de los dividendos se diferencian al momento de la transmisión de las acciones.	RCM	21%	IF	21%
La retribución con cargo a beneficios tiene el tratamiento fiscal de RCM. Los efectos fiscales de la reinversión en acciones con el importe del dividendo se diferencian al momento de la transmisión de las acciones.	RCM	21%	IF	21%
Cuando el efectivo entregado a los accionistas procede de beneficios no distribuidos tiene el tratamiento fiscal de RCM. // Cuando el efectivo entregado procede de aportaciones que en su día hicieron los accionistas, el importe percibido minorará el valor de adquisición de las acciones afectadas y, el exceso, de haberlo, tiene la consideración de RCM no sujeto a retención.	RCM // Efecto fiscal diferido hasta la transmisión	21% /NO	IF // Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	21%/ NO
La amortización de acciones de la autocartera de la sociedad, no tiene consecuencias fiscales inmediatas para los accionistas.	Sin efectos fiscales	-	Sin efectos fiscales	-
El reparto de las reservas de libre disposición (beneficios no distribuidos por la compañía), mediante acciones, tiene la calificación fiscal de RCM.	RCM	21%	IF	21%

TIPO DE REMUNERACIÓN	CARACTERÍSTICAS	
	TIPO DE PAGO	ORIGEN DEL PAGO
11 Devolver la prima de emisión mediante entrega de acciones de otras empresas cotizadas o no cotizadas	Acciones	Prima de emisión
12 Devolver la prima de emisión mediante pago en efectivo	Efectivo	Prima de emisión
13 Devolver reservas de libre disposición mediante entrega de acciones de la autocartera	Acciones	Reservas de Libre Disposición
14 Devolver la prima de emisión mediante entrega de acciones procedentes de la autocartera	Acciones	Prima de emisión
15 Ampliar capital mediante la emisión de acciones liberadas con cargo tanto a reservas como a prima de emisión	Acciones	Reservas // Prima de emisión
16 Ampliar capital mediante la emisión de acciones parcialmente liberadas con cargo tanto a reservas como a prima de emisión	Acciones	Prima de emisión
17 Entrega de la prima de asistencia a Junta	Efectivo	Prima de asistencia a Juntas
18 Dividendo a elegir, en efectivo o en acciones de otra sociedad, con cargo a resultados del ejercicio	Efectivo // Acciones	Resultados del ejercicio
19 Retribución a elegir, en efectivo con cargo a reservas voluntarias o en acciones propias con cargo a reservas por prima de emisión	Efectivo // Acciones	Reservas // Prima de emisión

RCM: Rendimiento de Capital Mobiliario. IF: Ingresos Financieros. GP: Ganancias Patrimoniales

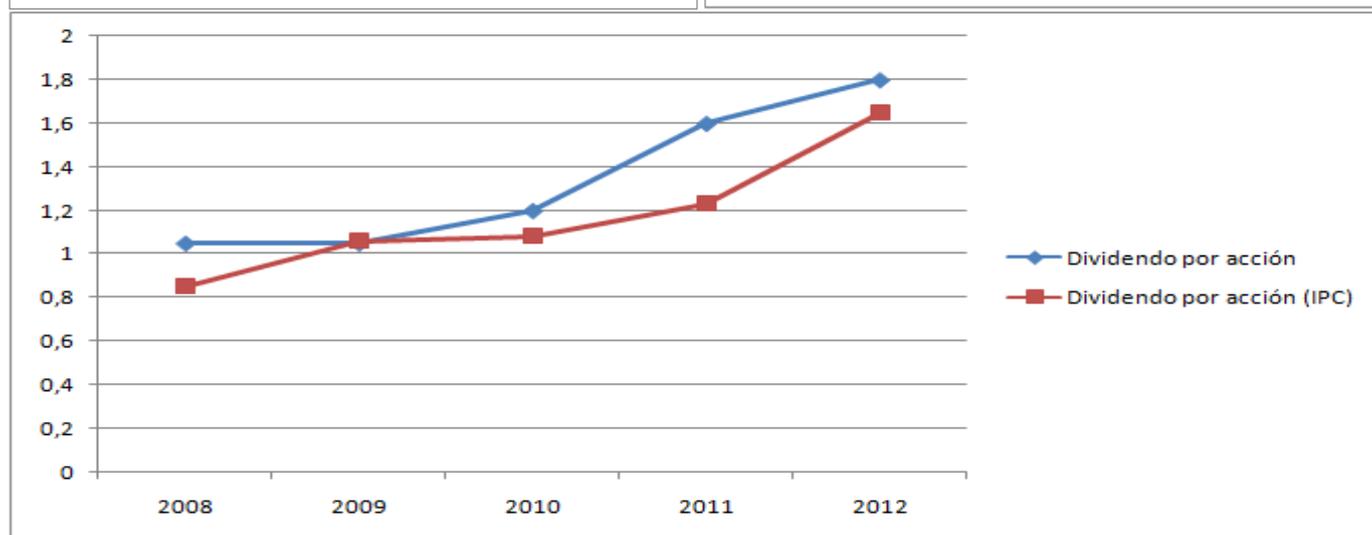
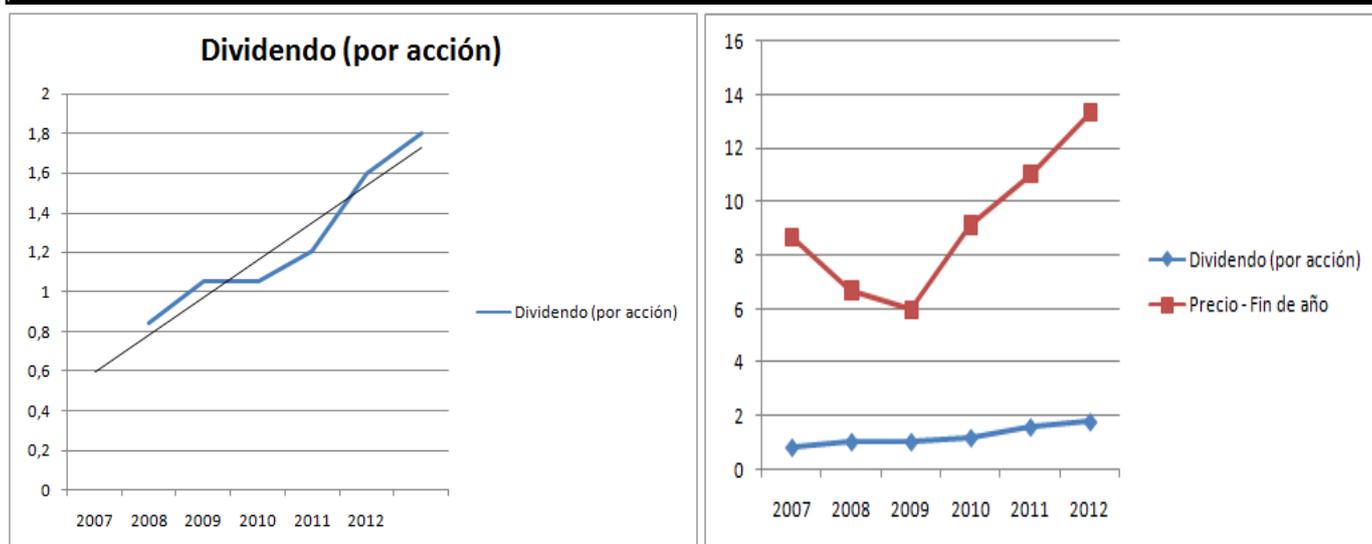
IMPACTO FISCAL				
IRPF			IMPUESTO DE SOCIEDADES	
RÉGIMEN	CALIFICACIÓN	RETENCIÓN	CALIFICACIÓN	RETENCIÓN
La devolución en acciones de la prima de emisión, tiene el efecto de reducir el valor de adquisición de las acciones de procedencia hasta su anulación y, el exceso, de haberlo tributaria como RCM no sujeto a retención.	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (GP)	No	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	No
La devolución en efectivo a los accionistas de aportaciones que en su día hicieron, tiene el efecto de reducir el valor de adquisición de las acciones de procedencia hasta su anulación y, el exceso, de haberlo tributaria como RCM no sujeto a retención.	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (GP)	No	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	No
La entrega de acciones de la autocartera con cargo a reservas de libre disposición, es reparto de beneficios y tiene la calificación fiscal de RCM	RCM	21%	IF	21%
La devolución en acciones de la compañía de la prima de emisión, tiene el efecto de reducir el valor de adquisición de las acciones de procedencia hasta su anulación y, el exceso, de haberlo tributaria como RCM no sujeto a retención.	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (GP)	No	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	No
Los efectos fiscales de la entrega de acciones liberadas se diferieren hasta su transmisión. El valor y la fecha de adquisición de las acciones liberadas es el precio pagado y la fecha de adquisición de las acciones de las que proceden. La venta de los derechos de suscripción gratuita minorará el valor de adquisición de las acciones de las que provienen; el exceso tributa como ganancia patrimonial si la ampliación se hizo con cargo a reservas y como RCM no sujeto a retención, si se hizo con cargo a prima de emisión.	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (GP)	No	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	No
Los efectos fiscales de la entrega de acciones parcialmente liberadas se diferieren hasta su transmisión. El valor de adquisición de las acciones parcialmente liberadas es el efectivamente pagado y la fecha de antigüedad la fecha de suscripción. La venta de los derechos de suscripción de acciones parcialmente liberadas minorará el valor de adquisición hasta su anulación de las acciones de las que proceden los derechos. El exceso tributaria como ganancia patrimonial si la ampliación se hizo con cargo a reservas y como RCM no sujeto a retención, si se hizo con cargo a prima de emisión.	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (GP)	NO	Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	NO
Técnica de retribución, fiscalmente es un RCM sujeto a retención.	RCM	21%	IF	21%
El reparto de beneficios tanto en efectivo como en acciones son RCM.	RCM	21%	IF	21%
El efectivo entregado con cargo a reservas tiene la calificación fiscal de RCM. // La entrega de acciones de la compañía con cargo a prima de emisión tiene el efecto de reducir el valor de adquisición de las acciones de procedencia hasta su anulación y, el exceso, de haberlo tributaria como RCM no sujeto a retención.	RCM // Efecto fiscal diferido hasta la transmisión	21%/No	IF // Efecto fiscal diferido hasta la transmisión (Plusvalía)	21%

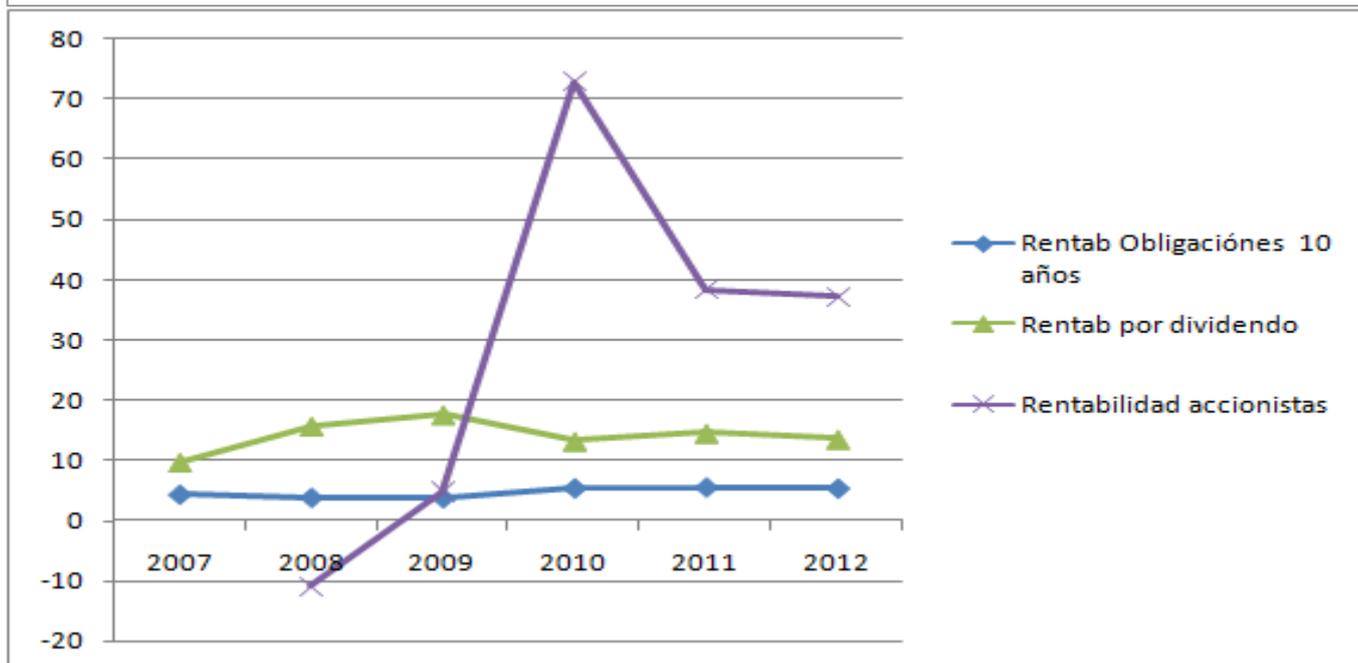
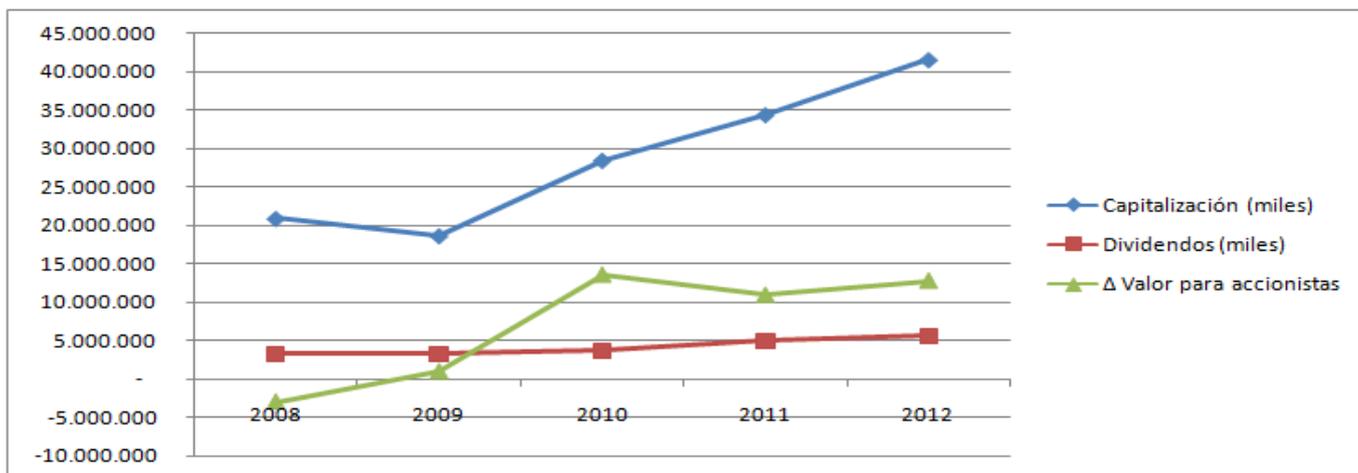
Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2013)

7.3 Anexo 3. Resultados del análisis por empresa (datos e ilustraciones)

➤ BIENES DE CONSUMO

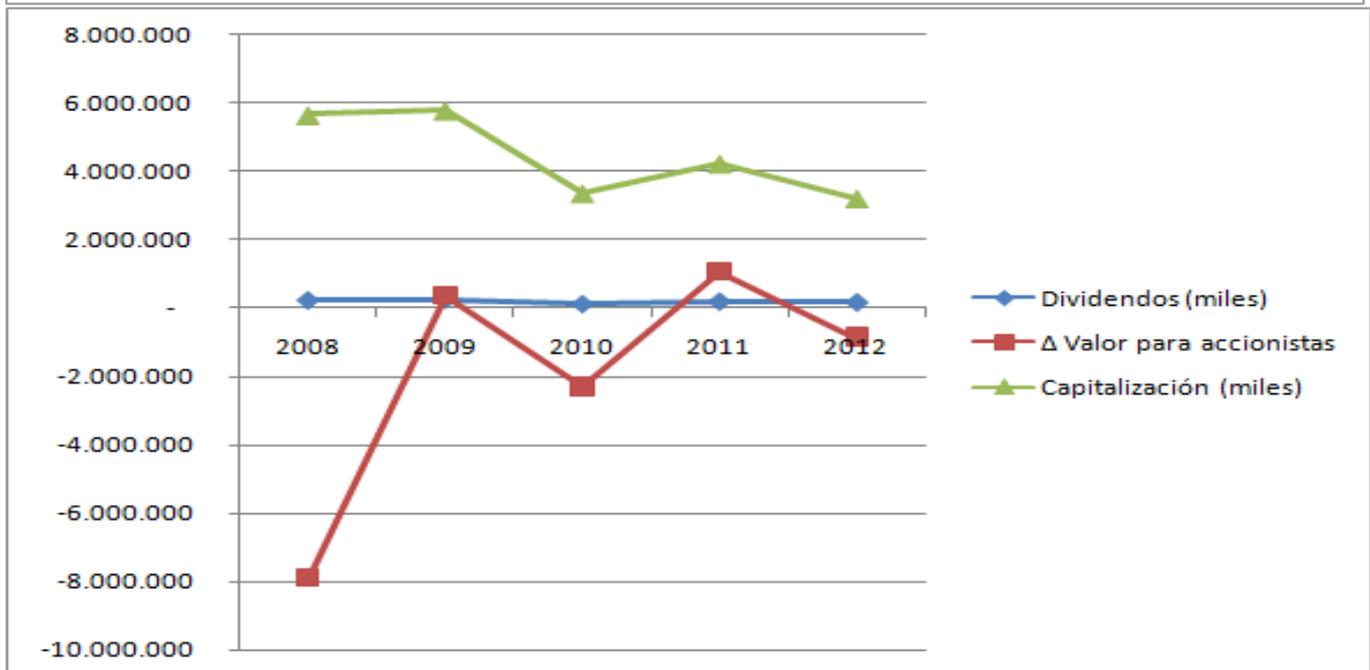
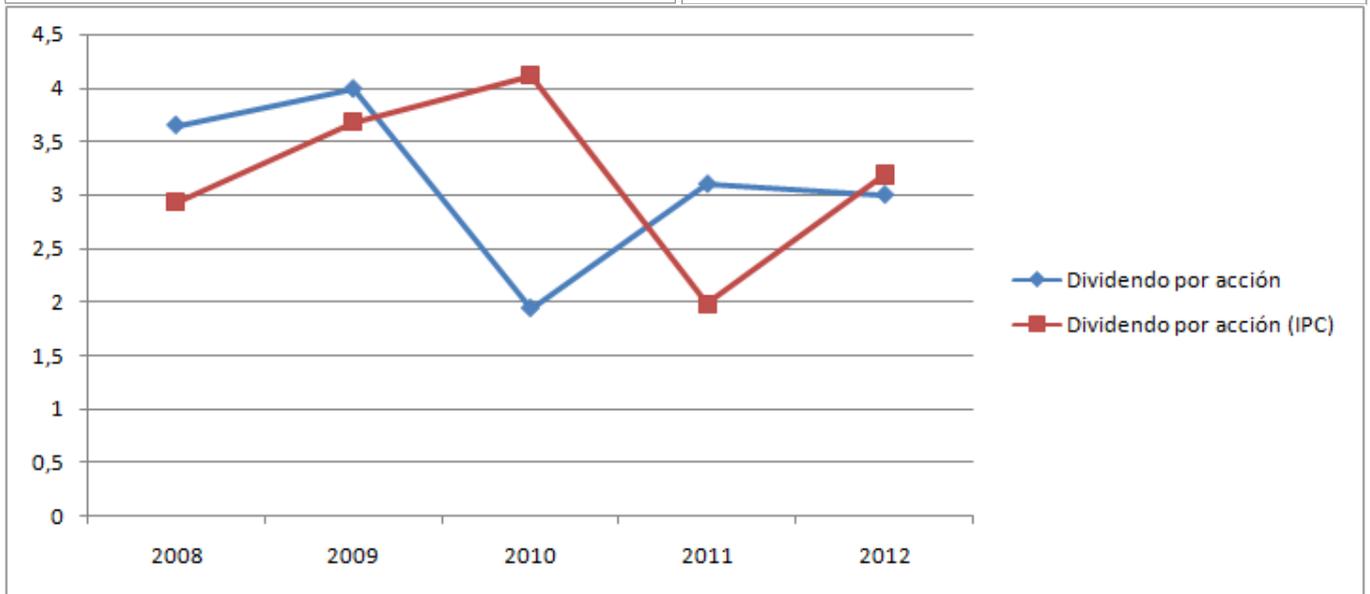
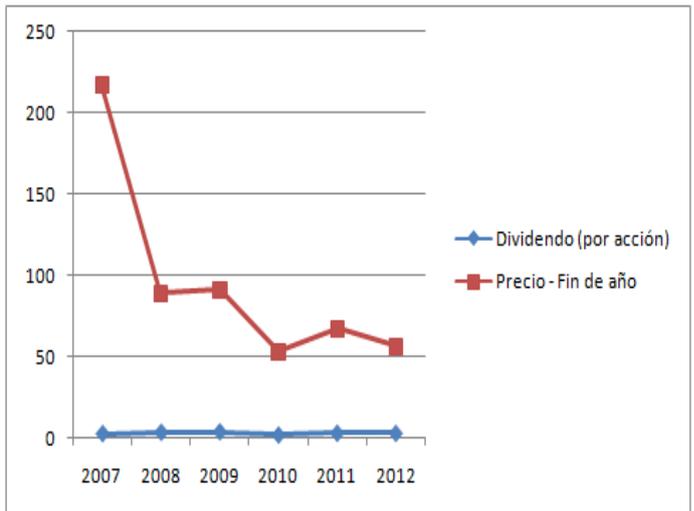
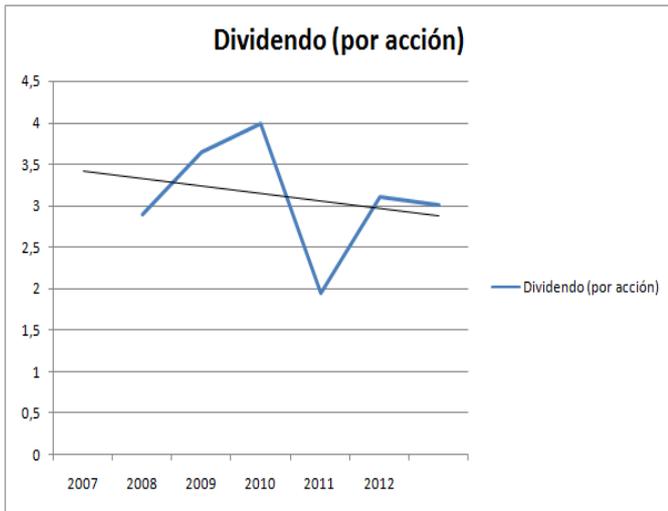
INDITEX-BETA 0'78	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	0,84	1,05	1,05	1,2	1,6	1,8	1,26	0,37
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,85	1,06	1,08	1,23	1,65		
Div - Div IPC		0,20	-0,01	0,12	0,37	0,15		
Nº de acciones (miles)	3.116.652	3.116.652	3.116.652	3.116.652	3.116.652	3.116.652		
Precio - Fin de año	8,694	6,7	5,976	9,128	11,038	13,34		
Capitalización (miles)	27.096.172	20.881.568	18.625.112	28.448.799	34.401.605	41.576.138		
Δ Capitalización (miles)		- 6.214.604	- 2.256.456	9.823.687	5.952.805	7.174.533		
Dividendos (miles)		3.272.485	3.272.485	3.739.982	4.986.643	5.609.974		
Δ Valor para accionistas		- 2.942.119	1.016.029	13.563.670	10.939.449	12.784.507		
Rentabilidad accionistas		-10,86	4,87	72,82	38,45	37,16	28,49	32,58
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab por dividendo	9,66	15,67	17,57	13,15	14,50	13,49	14,01	2,67

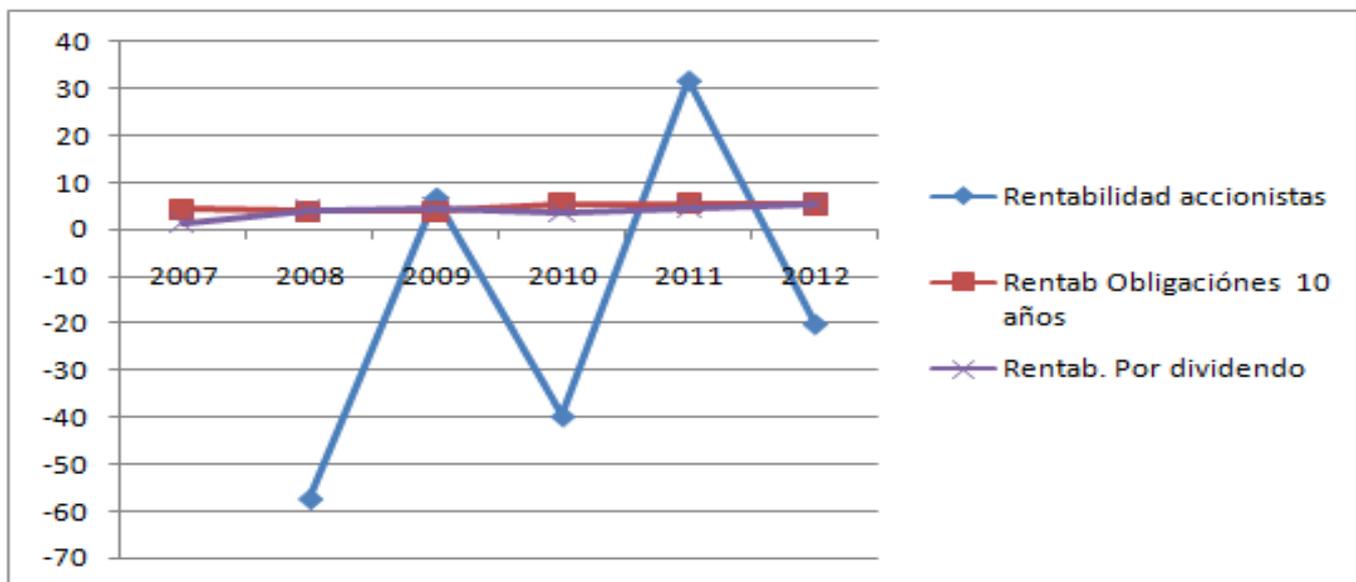




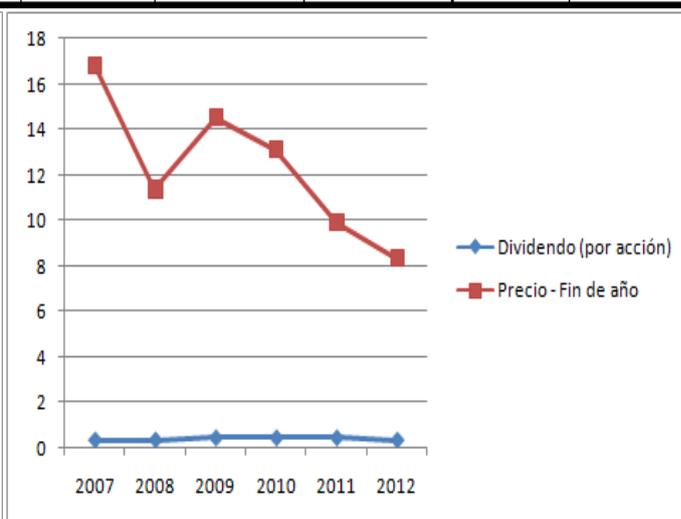
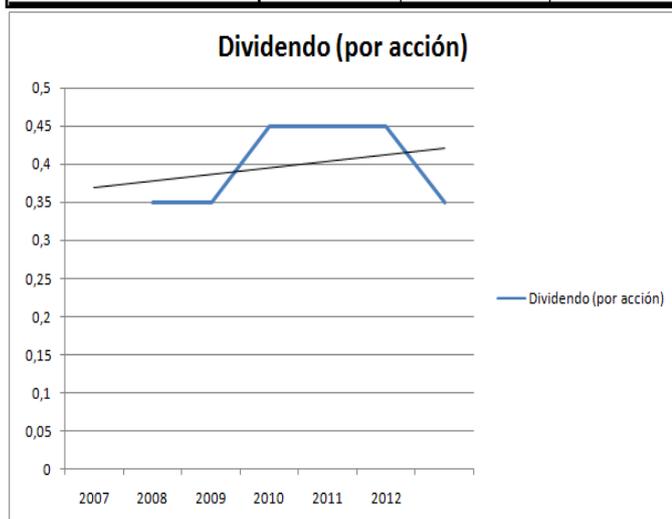
➤ MATERIALES BÁSICOS, INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN

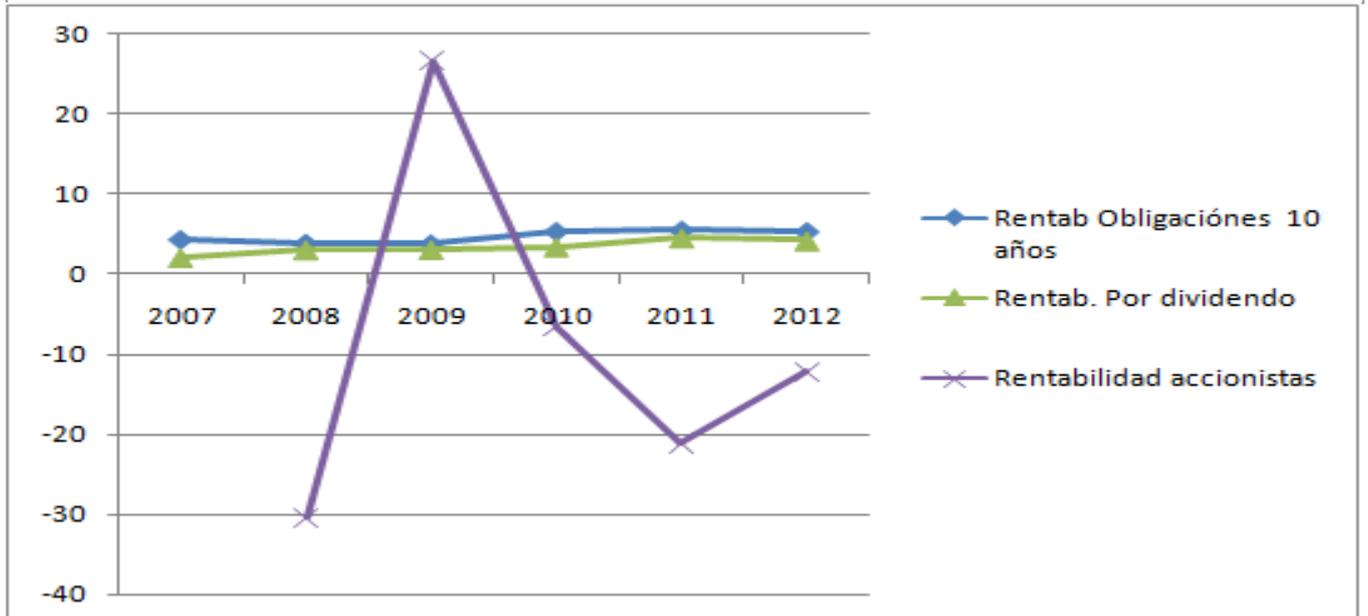
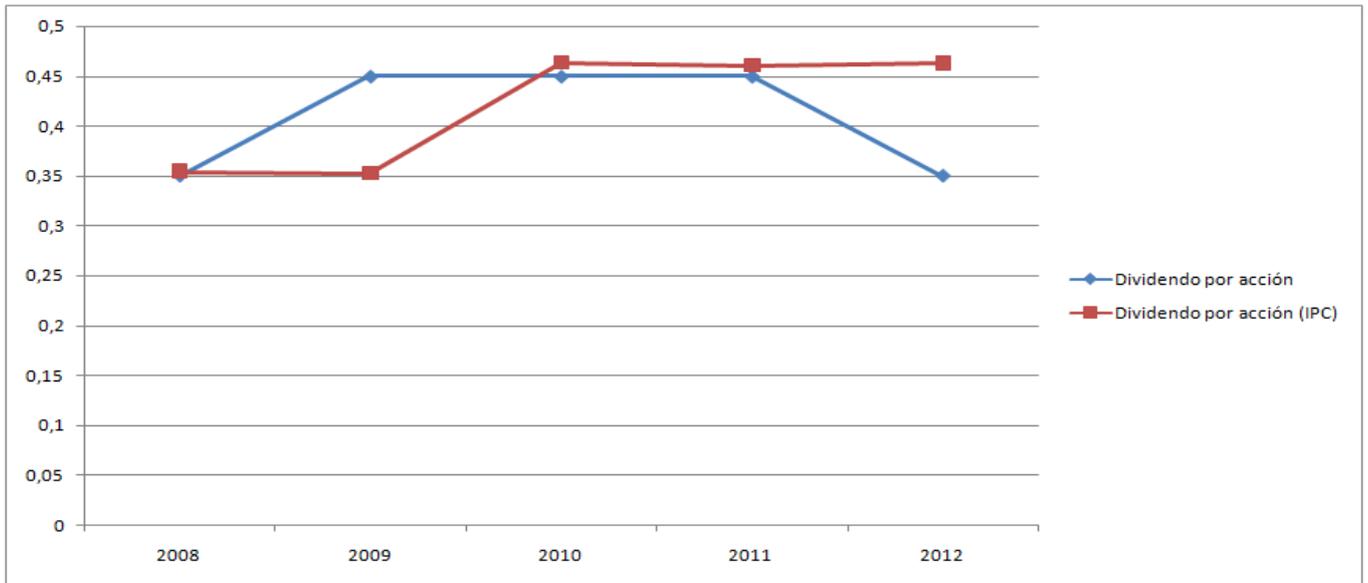
ACCIONA-BETA 1'23	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	2,89	3,65	3,99	1,94	3,1	3	3,10	0,71
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		2,93	3,68	4,11	1,99	3,19	3,18	0,81
Div - Div IPC		0,72	0,31	-2,17	1,11	-0,19		
Nº de acciones (miles)	63.550	63.550	63.550	63.550	63.550	57.260		
Precio - Fin de año	216,85	89	91,1	53	66,73	56,21		
Capitalización (miles)	13.780.818	5.655.950	5.789.405	3.368.150	4.240.692	3.218.585		
Δ Capitalización (miles)		-8.124.868	133.455	-2.421.255	872.542	-1.022.107		
Dividendos (miles)		231.958	253.565	123.287	197.005	171.780		
Δ Valor para accionistas		-7.892.910	387.020	-2.297.968	1.069.547	- 850.327		
Rentabilidad accionistas		-57,27	6,84	-39,69	31,75	-20,05	-15,68	35,65
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	1,33	4,10	4,38	3,66	4,65	5,34	3,91	1,38



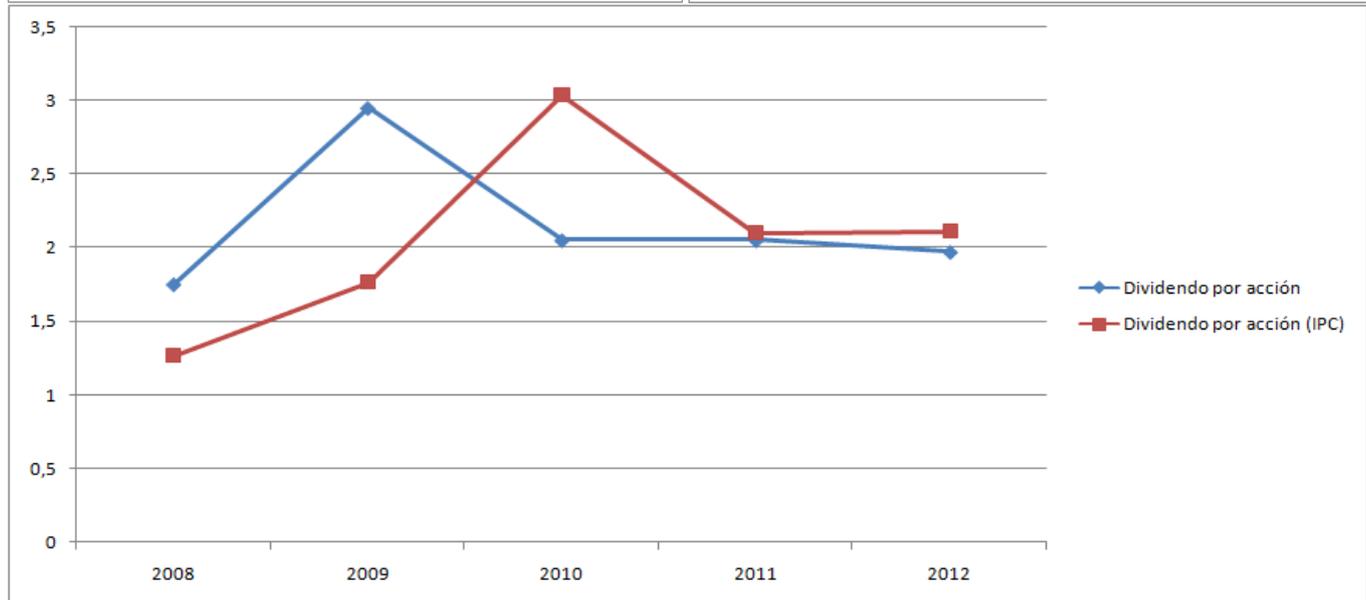
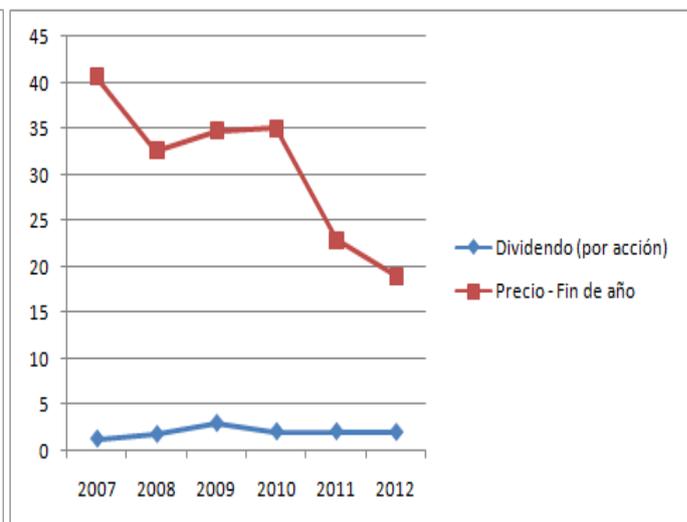
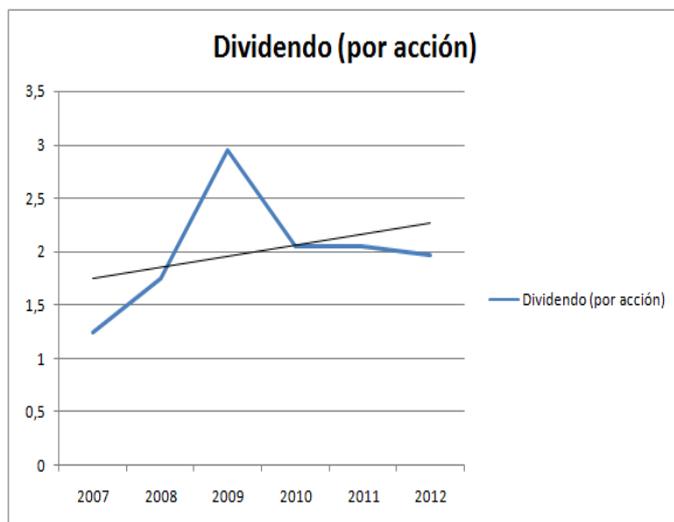


ACERINOX-BETA 1'14	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	0,35	0,35	0,45	0,45	0,45	0,35	0,40	0,05
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,35	0,35	0,46	0,46	0,46		
Dív - Div IPC		0,00	0,10	-0,01	-0,01	-0,11		
Nº de acciones (miles)	259.500	259.500	249.305	249.305	249.305	249.305		
Precio - Fin de año	16,83	11,37	14,53	13,13	9,91	8,35		
Capitalización (miles)	4.367.385	2.950.515	3.622.402	3.273.375	2.470.613	2.081.697		
Δ Capitalización (miles)		- 1.416.870,00	671.886,65	- 349.027,00	- 802.762,10	- 388.915,80		
Dividendos (miles)		90.825	112.187	112.187	112.187	87.257		
Δ Valor para accionistas		- 1.326.045	784.074	- 236.840	- 690.575	- 301.659		
Rentabilidad accionistas		-30,36	26,57	-6,54	-21,10	-12,21	-8,73	21,70
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	2,08	3,08	3,10	3,43	4,54	4,19	3,40	0,88





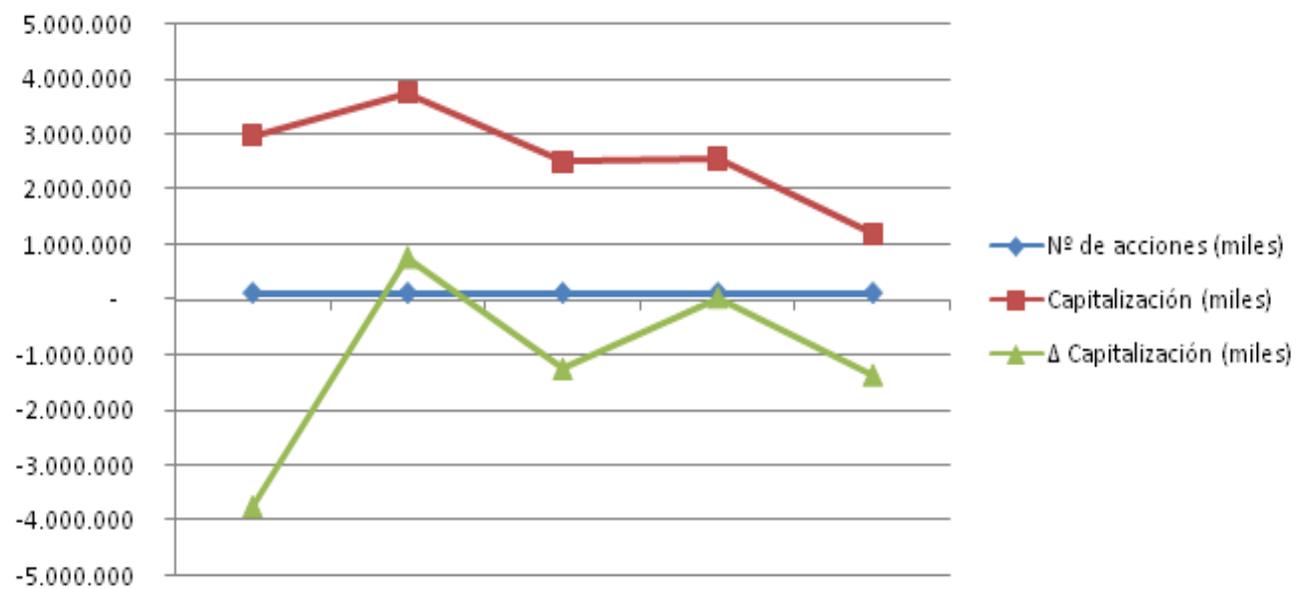
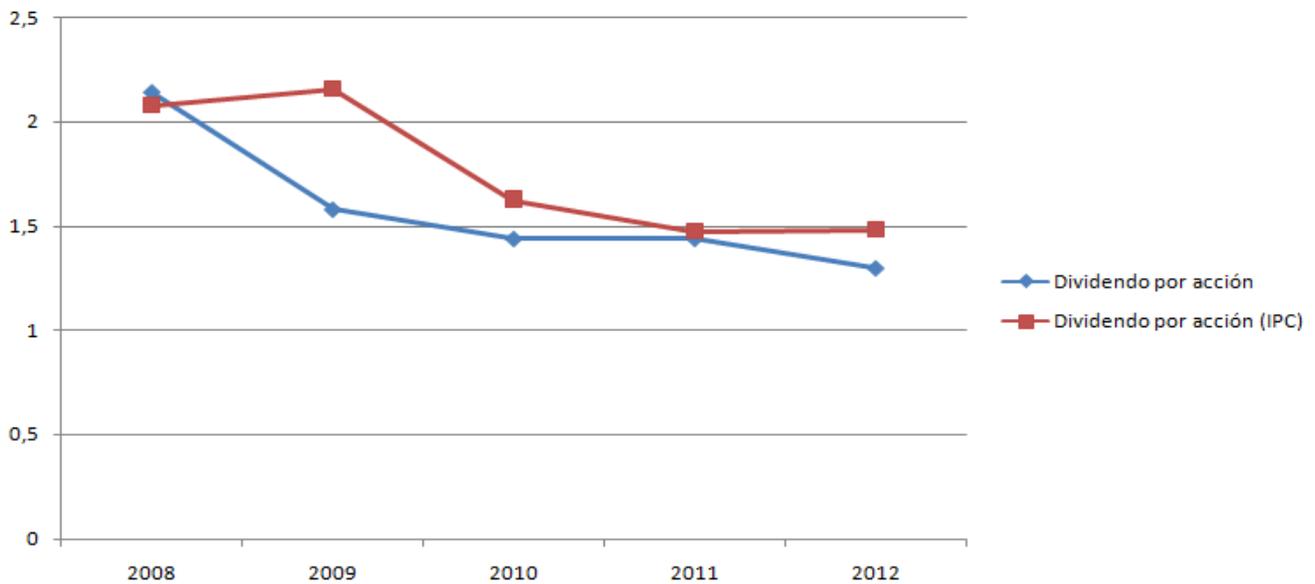
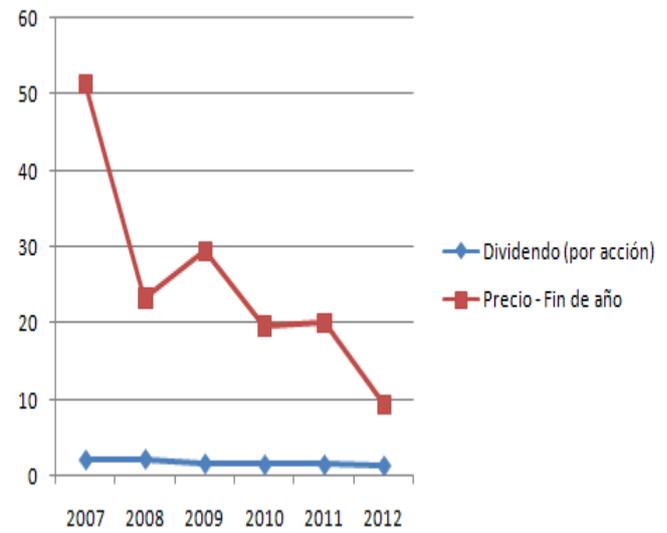
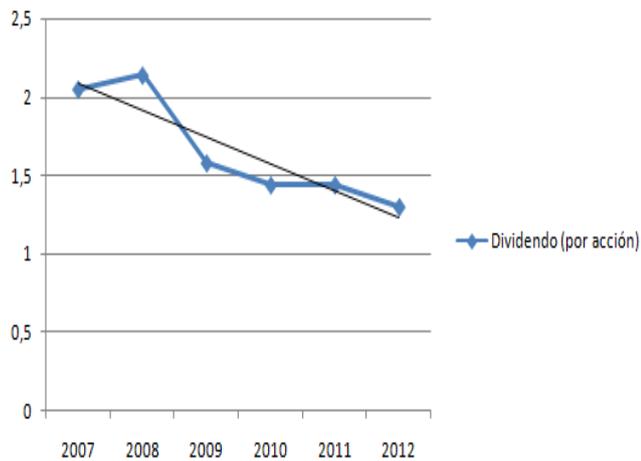
ACS-BETA 0'82	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	1,25	1,75	2,95	2,05	2,05	1,97	2,00	0,55
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		1,27	1,76	3,04	2,10	2,11		
Div - Div IPC		0,48	1,19	-0,99	-0,05	-0,14		
Nº de acciones (miles)	352.873	335.390	314.665	314.665	314.665	314.665		
Precio - Fin de año	40,65	32,65	34,81	35,08	22,9	19,04		
Capitalización (miles)	14.344.287	10.950.484	10.953.489	11.038.448	7.205.829	5.991.222		
Δ Capitalización (miles)		- 3.393.804	3.005	84.960	- 3.832.620	- 1.214.607		
Dividendos (miles)		586.933	928.262	645.063	645.063	619.890		
Δ Valor para accionistas		- 2.806.871	931.267	730.023	- 3.187.556	- 594.717		
Rentabilidad accionistas		-19,57	8,50	6,66	-28,88	-8,25	-8,31	16,25
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	3,08	5,36	8,47	5,84	8,95	10,35	7,01	2,71

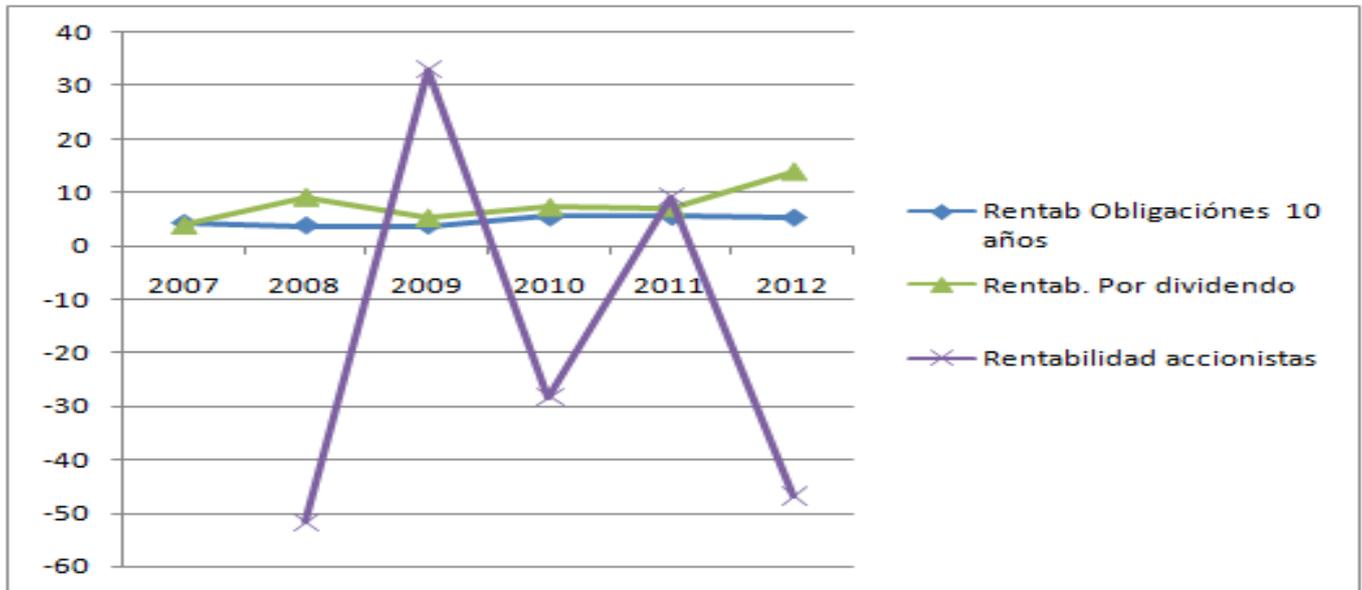




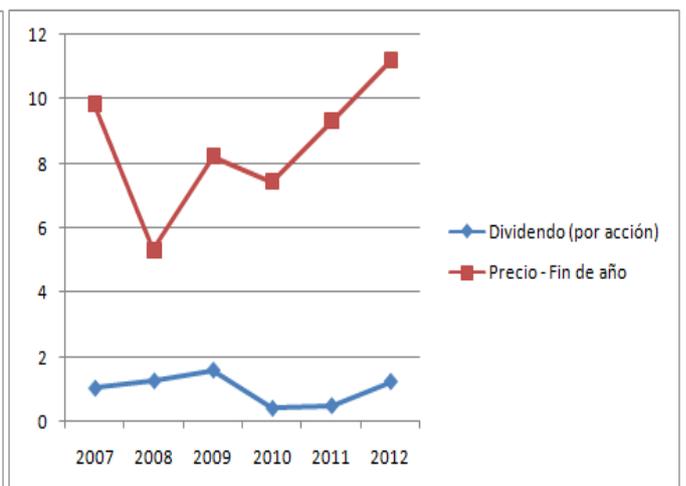
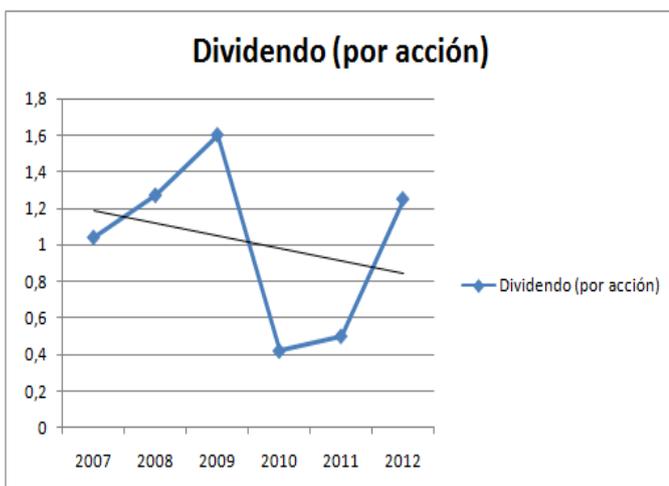
FCC-BETA 0'98	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	2,05	2,14	1,58	1,44	1,44	1,3	1,66	0,35
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		2,08	2,16	1,63	1,47	1,48		
Dív - Dív IPC		0,06	-0,58	-0,19	-0,03	-0,18		
Nº de acciones (miles)	130.567	127.303	127.303	127.303	127.303	127.303		
Precio - Fin de año	51,4	23,33	29,45	19,66	20,04	9,37		
Capitalización (miles)	6.711.144	2.969.979	3.749.073	2.502.777	2.551.152	1.192.829		
Δ Capitalización (miles)		-3.741.165	779.094	-1.246.296	48.375	-1.358.323		
Dividendos (miles)		272.428	201.139	183.316	183.316	165.494		
Δ Valor para accionistas		-3.468.736	980.233	-1.062.980	231.691	-1.192.829		
Rentabilidad accionistas		-51,69	33,00	-28,35	9,26	-46,76	-16,91	36,77
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	3,99	9,17	5,37	7,32	7,19	13,87	7,82	3,46

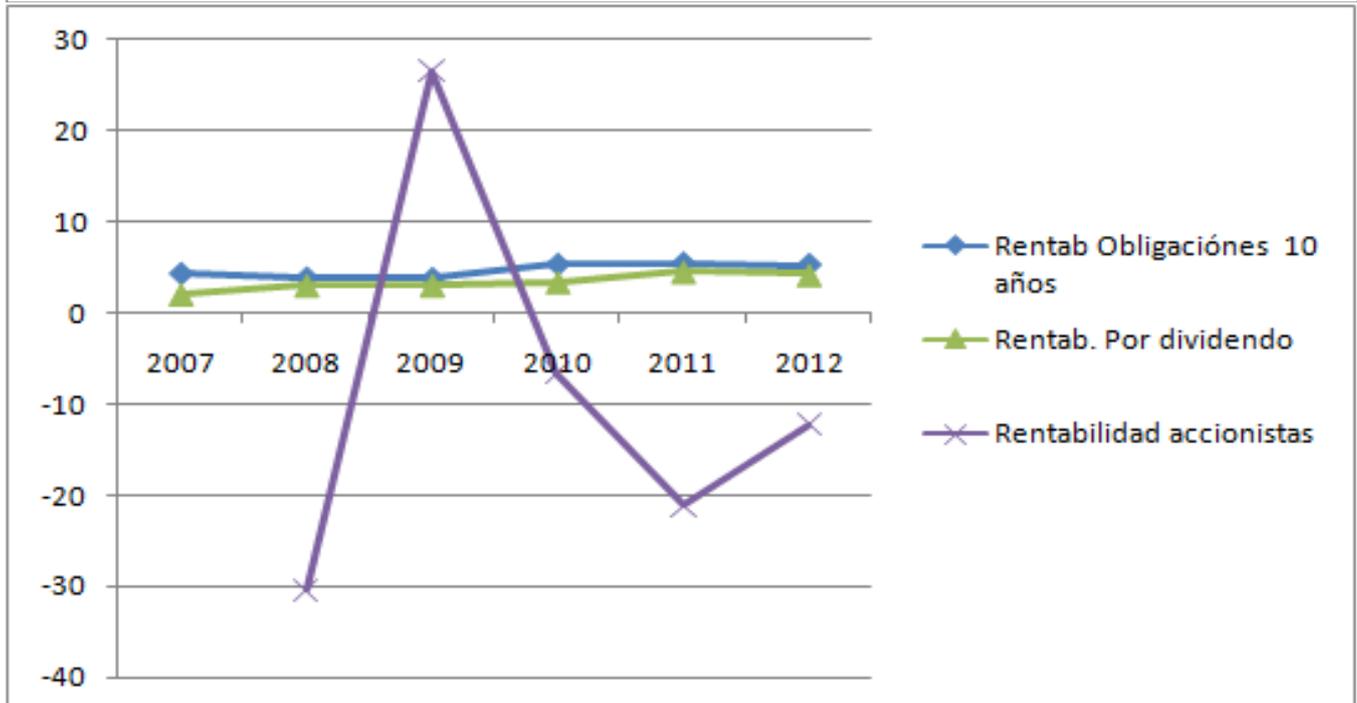
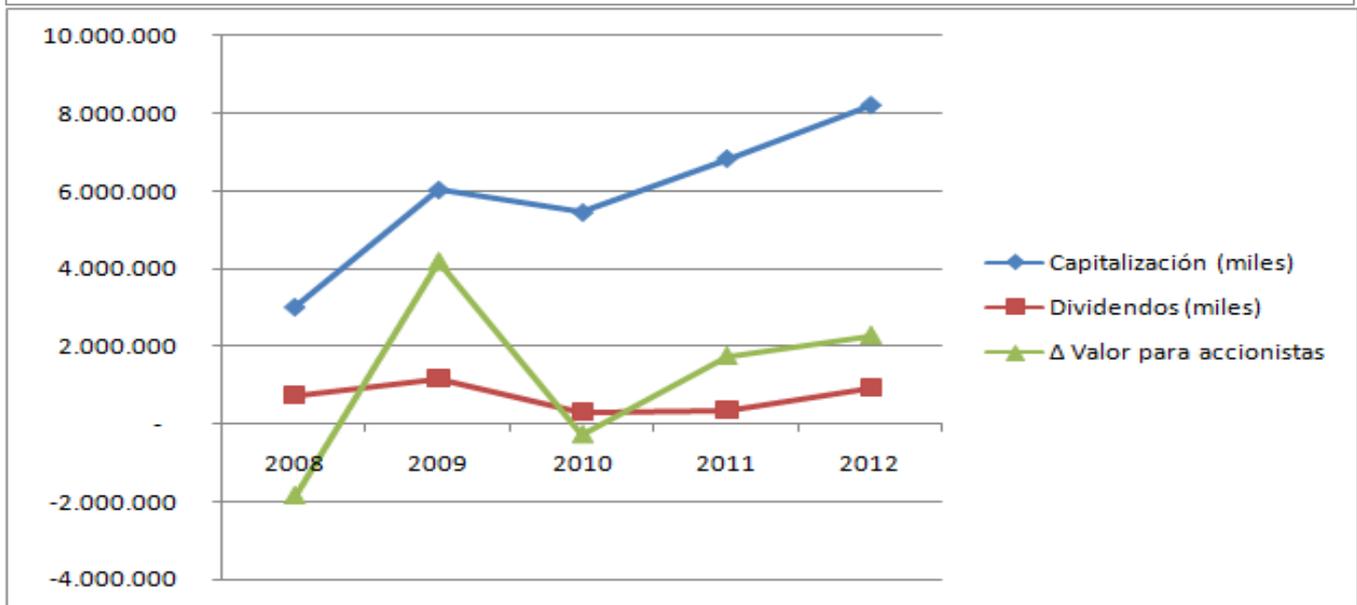
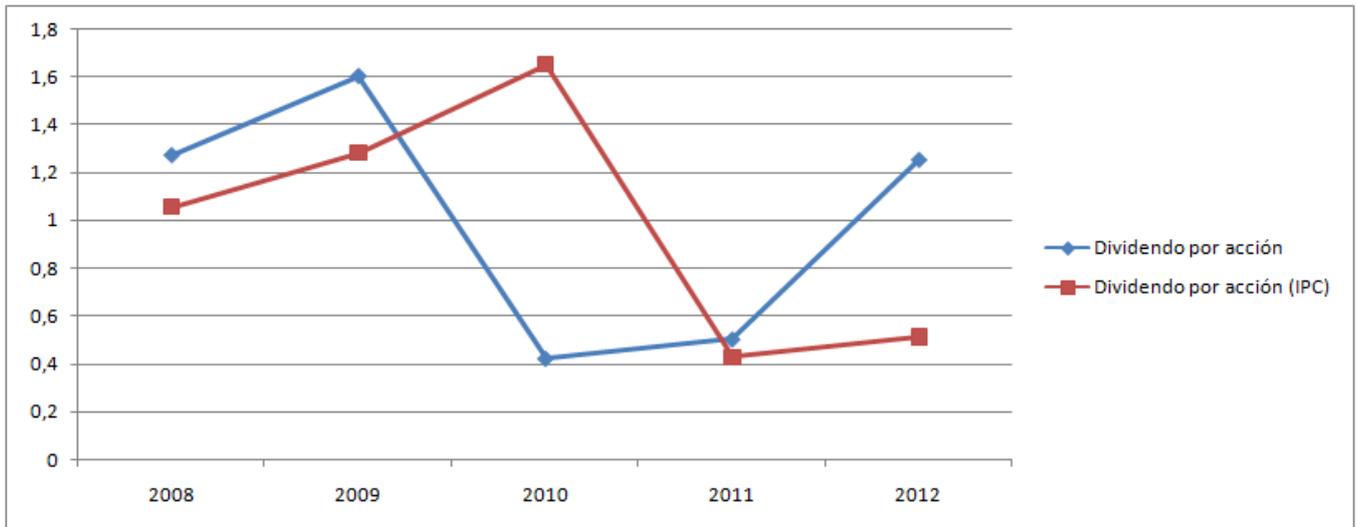
Dividendo (por acción)





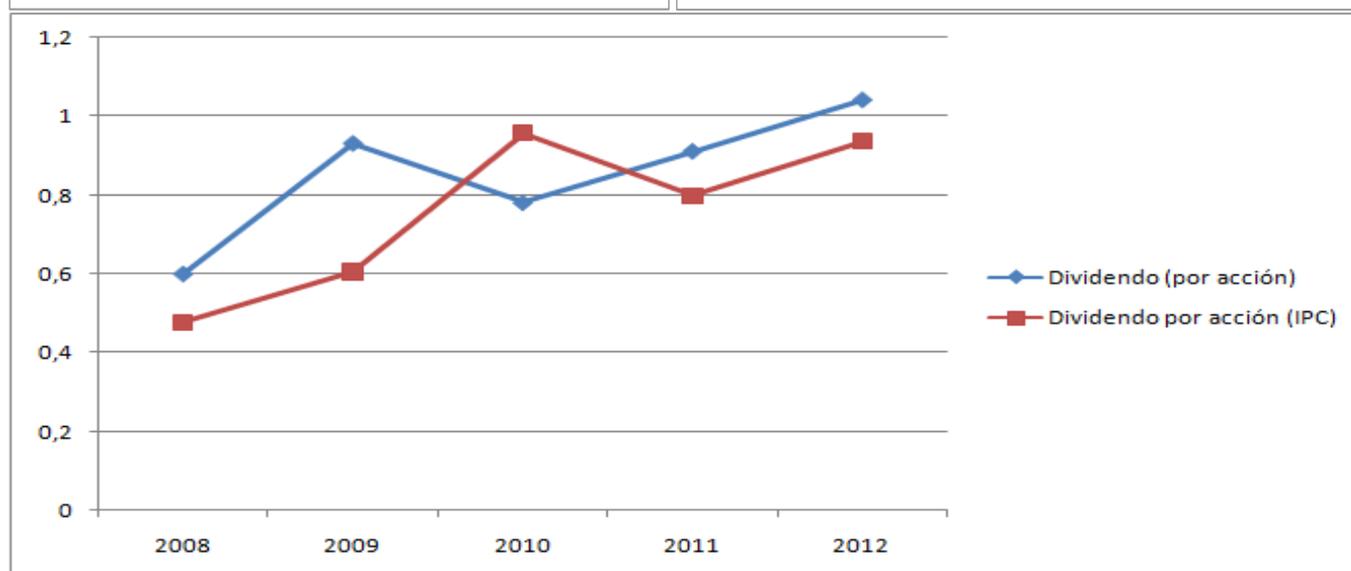
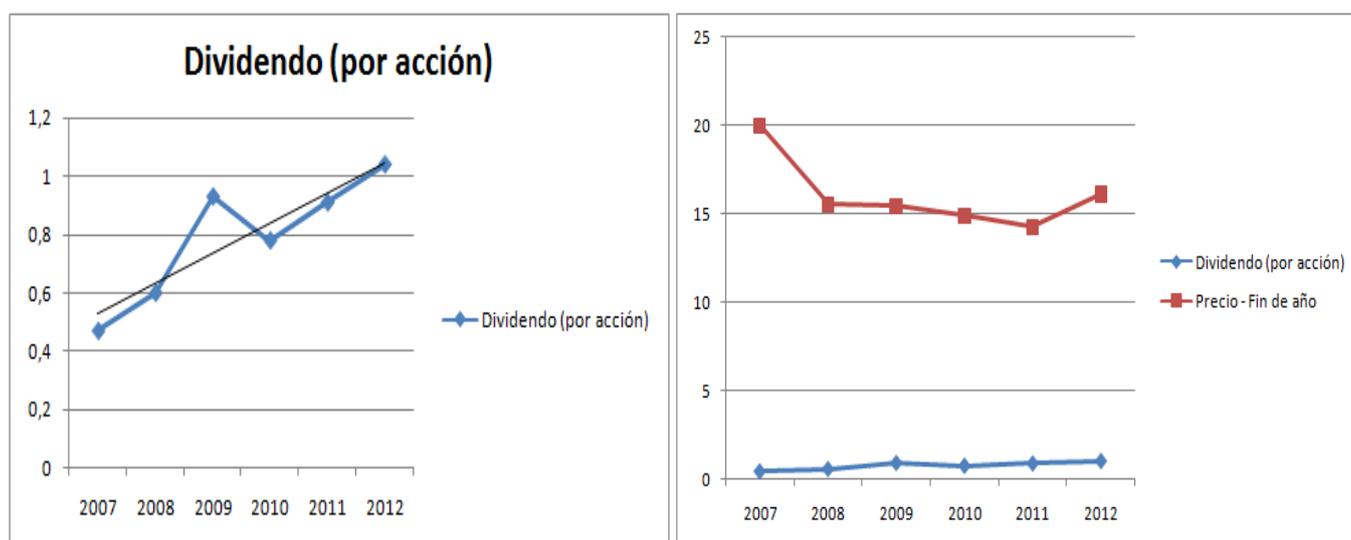
FERROVIAL-BETA 1'16	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	1,04	1,27	1,6	0,42	0,5	1,25	1,01	0,47
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		1,05	1,28	1,65	0,43	0,51		
Div - Div IPC		0,22	0,32	-1,23	0,07	0,74		
Nº de acciones (miles)	568.529	568.529	733.510	733.510	733.510	733.510		
Precio - Fin de año	9,84	5,32	8,23	7,44	9,33	11,2		
Capitalización (miles)	5.594.325	3.024.574	6.036.787	5.457.314	6.843.648	8.215.312		
Δ Capitalización (miles)		- 2.569.751	3.012.213	- 579.473	1.386.334	1.371.664		
Dividendos (miles)		722.032	1.173.616	308.074	366.755	916.888		
Δ Valor para accionistas		- 1.847.719	4.185.829	- 271.399	1.753.089	2.288.551		
Rentabilidad accionistas		-33,03	138,39	-4,50	32,12	33,44	33,29	64,95
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	10,57	23,87	19,44	5,65	5,36	11,16	12,67	7,49

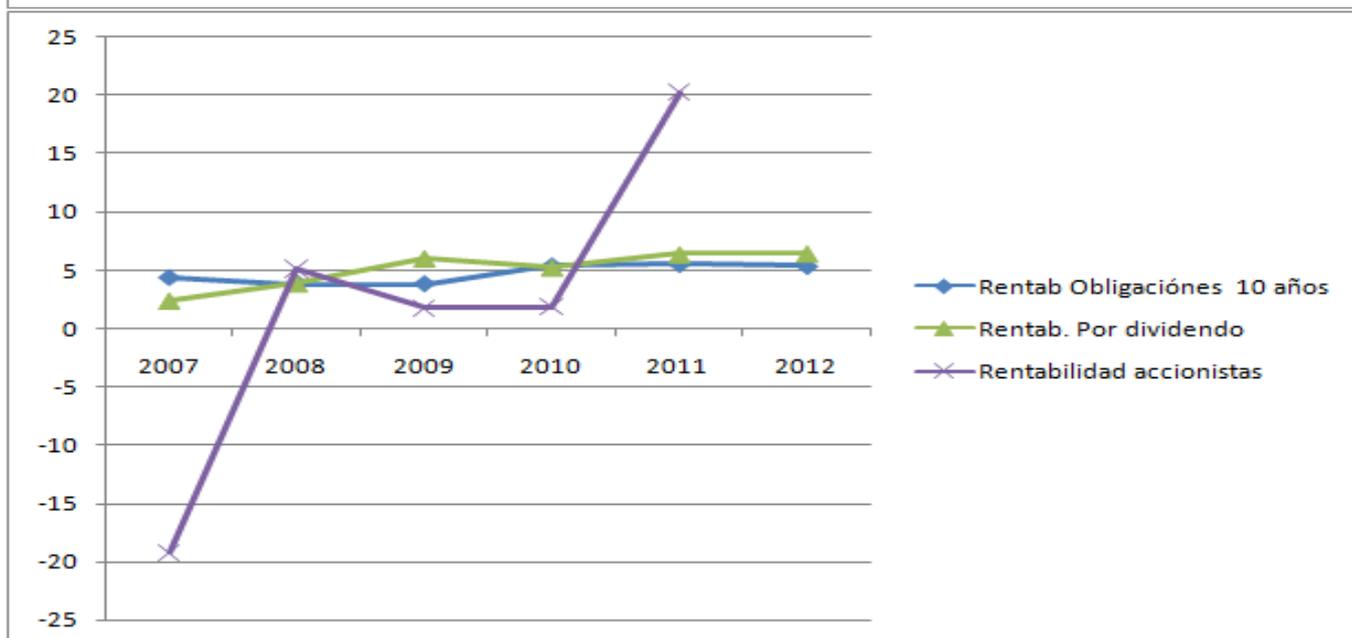
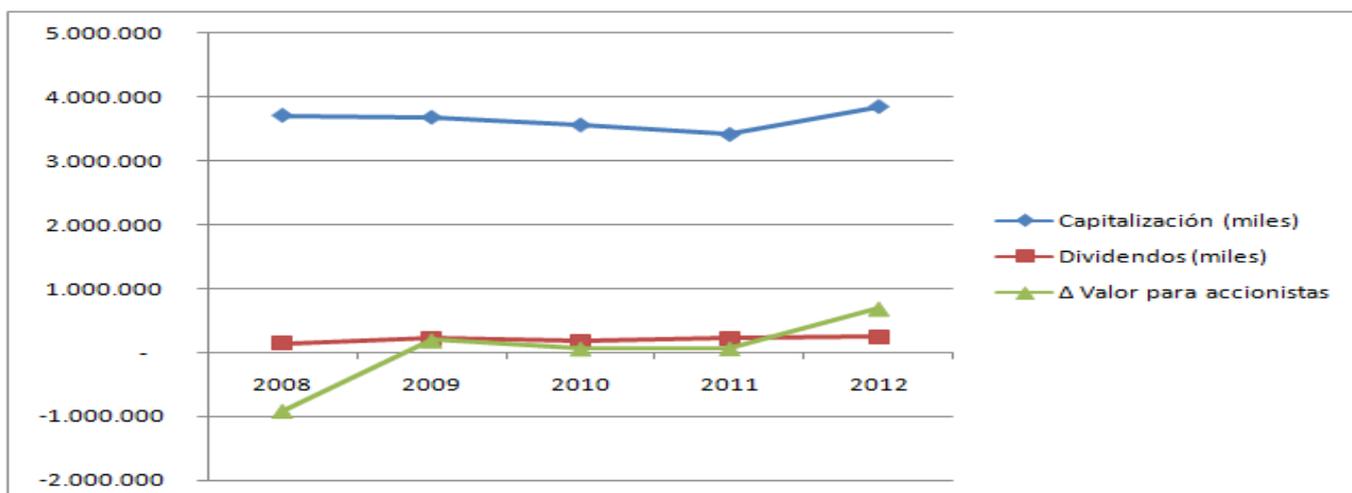




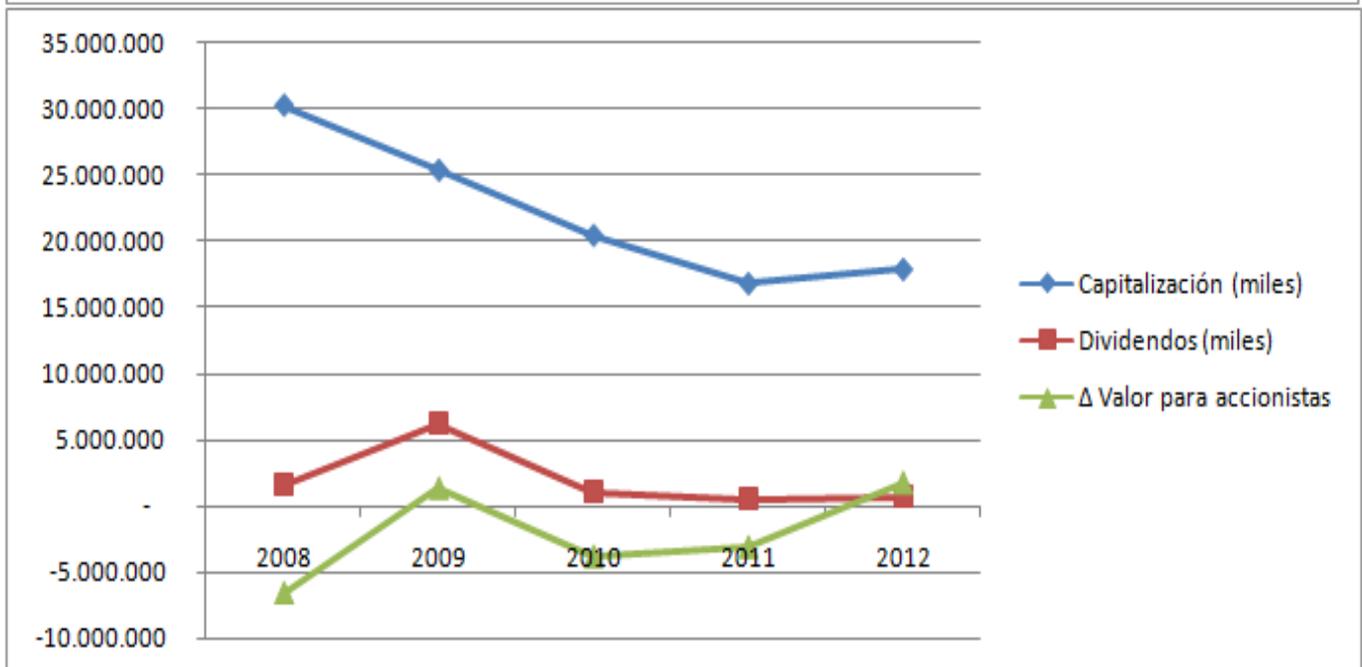
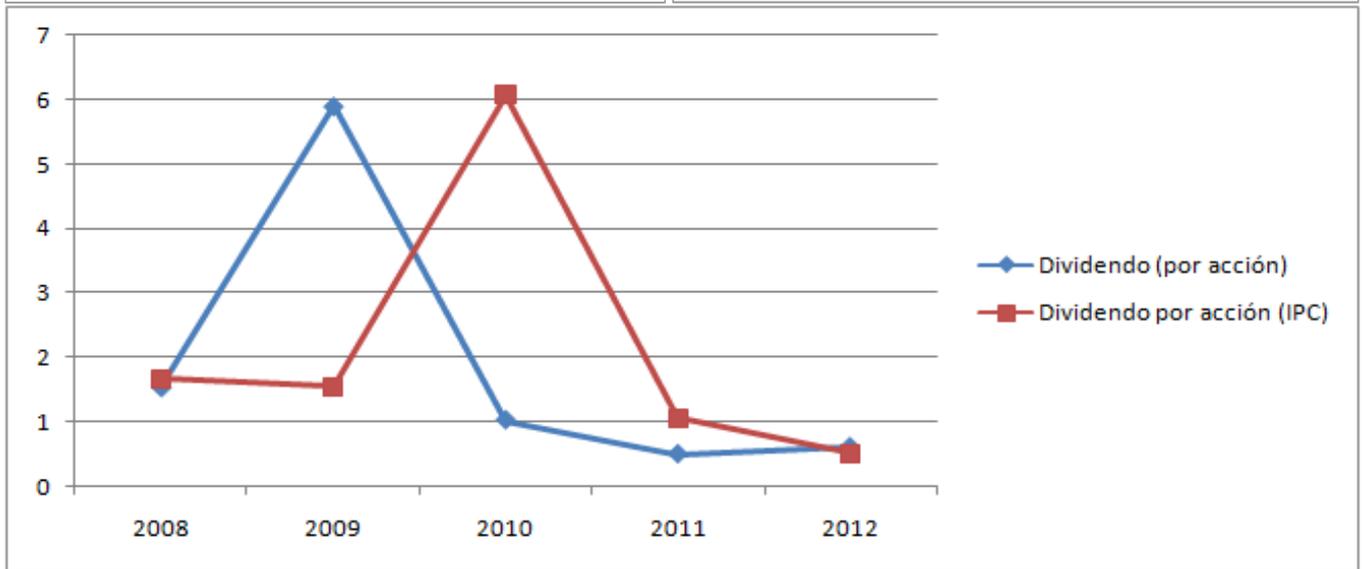
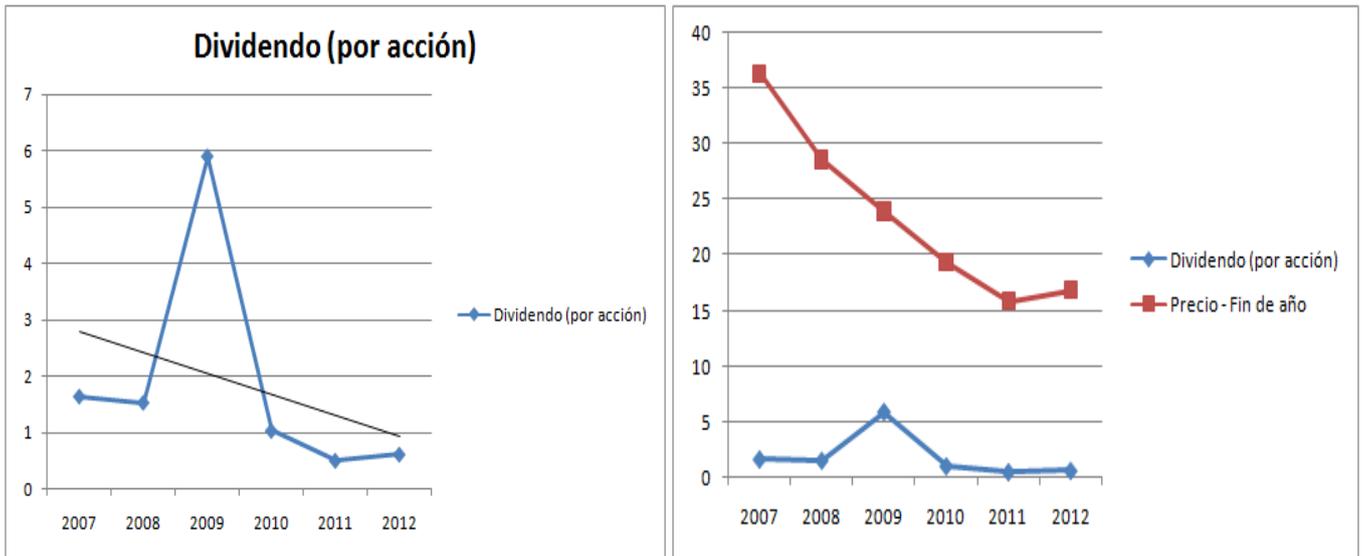
➤ PETRÓLEO Y ENERGÍA

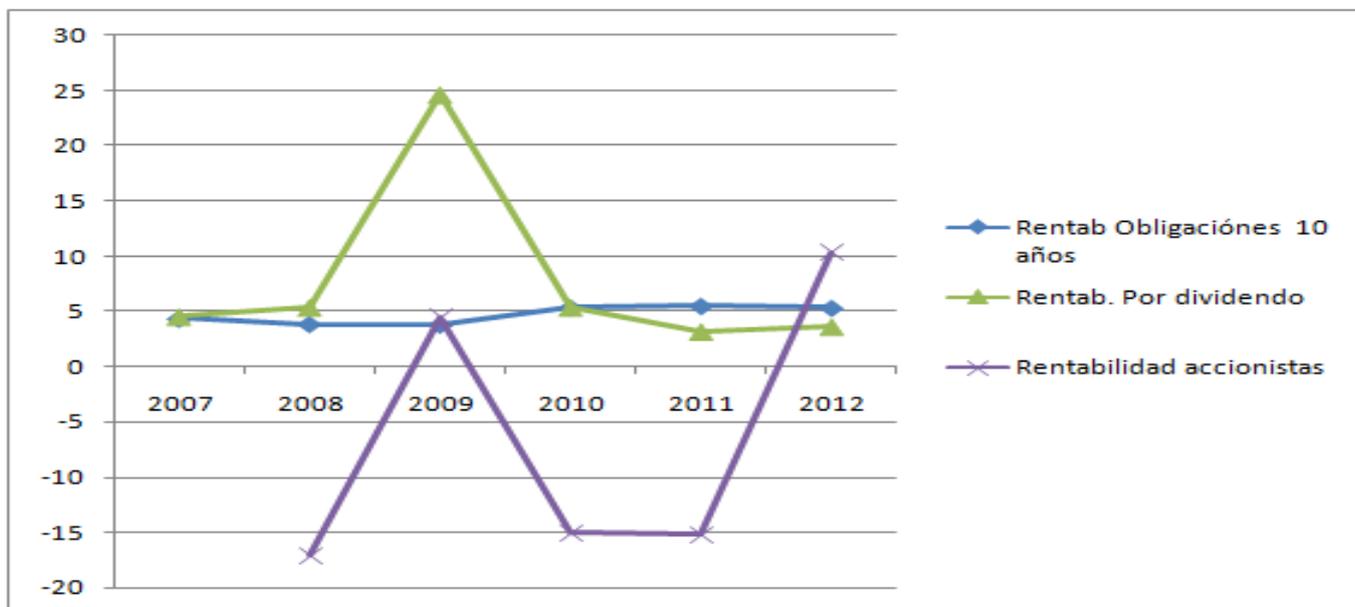
ENAGAS-BETA 0'49	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,47	0,6	0,93	0,78	0,91	1,04	0,79	0,22
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,48	0,60	0,96	0,80	0,94		
Div - Div IPC		0,12	0,33	-0,18	0,11	0,10		
Nº de acciones (miles)	238.734	238.734	238.734	238.734	238.734	238.734		
Precio - Fin de año	19,99	15,56	15,43	14,92	14,29	16,14		
Capitalización (miles)	4.772.293	3.714.701	3.683.666	3.561.911	3.411.509	3.853.167		
Δ Capitalización (miles)		- 1.057.592	- 31.035	- 121.754	- 150.402	441.658		
Dividendos (miles)		143.240	222.023	186.213	217.248	248.283		
Δ Valor para accionistas		- 914.351	190.987	64.458	66.846	689.941		
Rentabilidad accionistas		-19,16	5,14	1,75	1,88	20,22	1,97	14,05
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	2,35	3,86	6,03	5,23	6,37	6,44	5,05	1,64



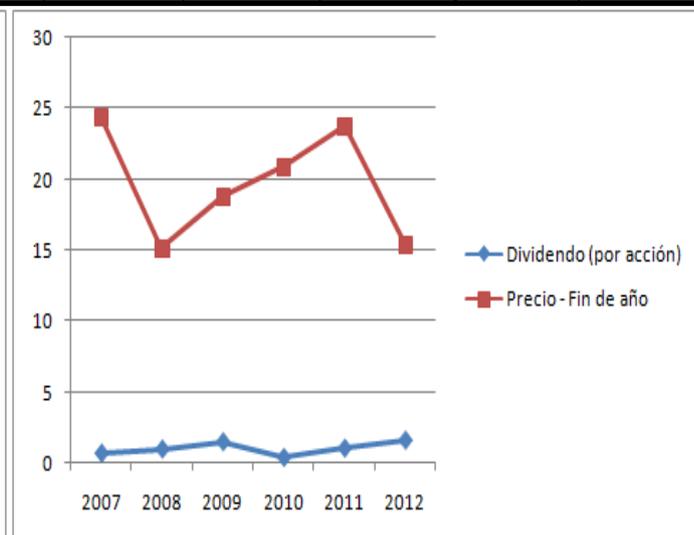


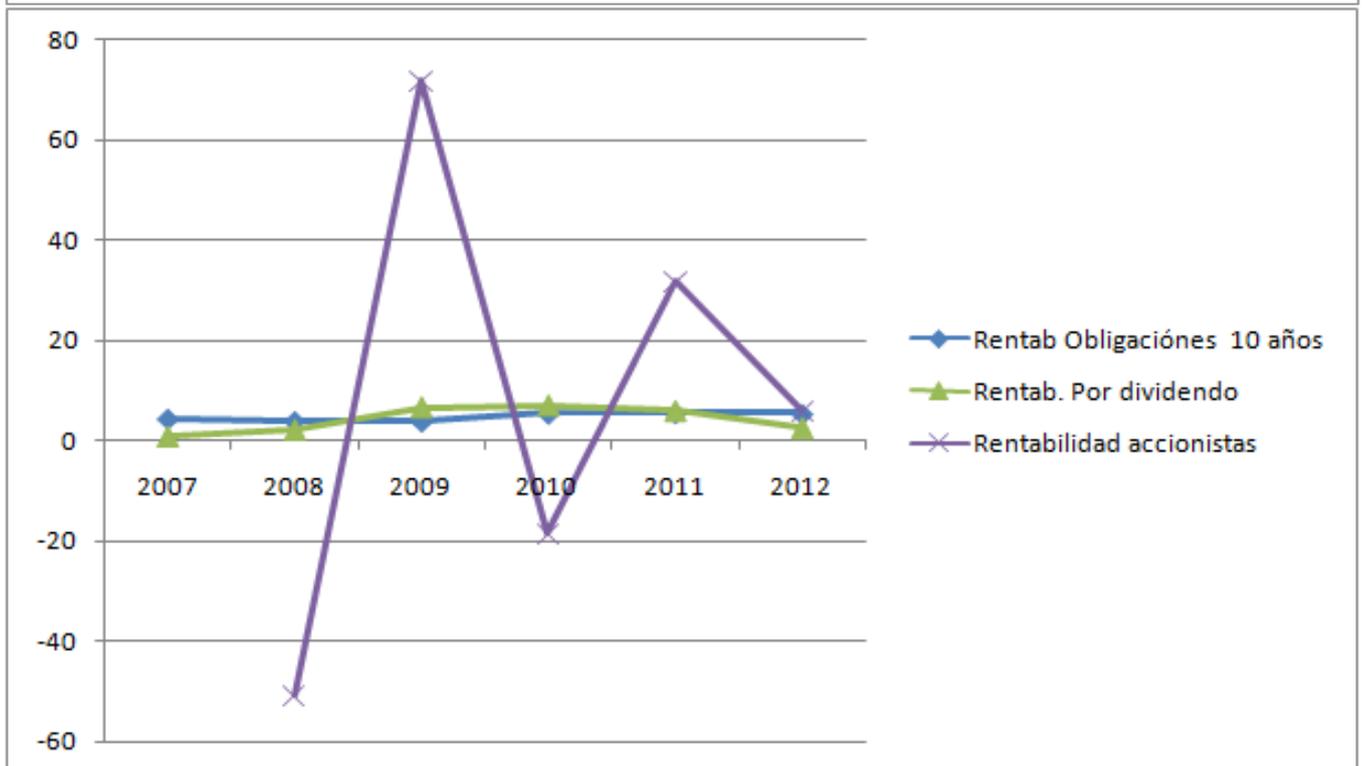
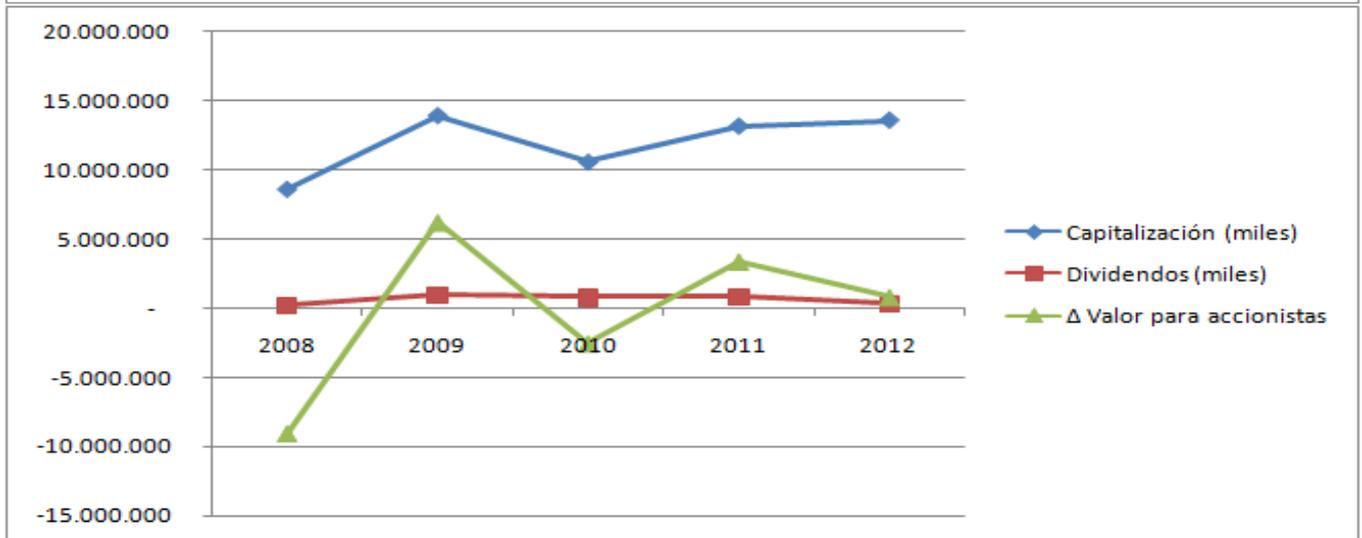
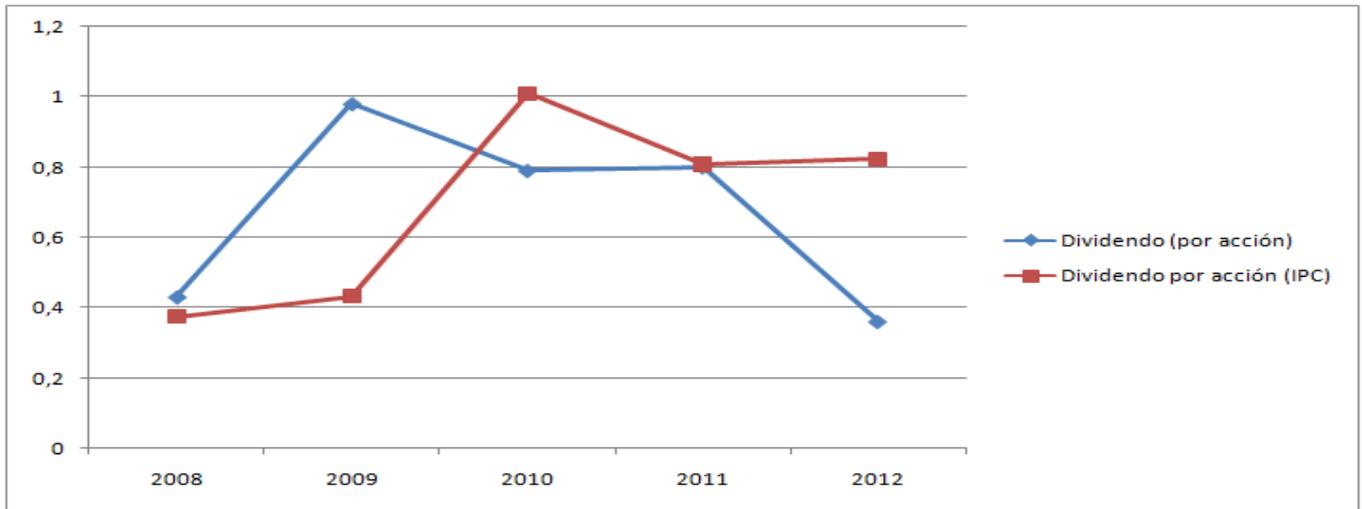
ENDESA-BETA 1'12	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	1,64	1,53	5,9	1,03	0,5	0,61	1,87	2,03
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		1,66	1,54	6,08	1,05	0,51		
Div - Div IPC		-0,13	4,36	-5,05	-0,55	0,10		
Nº de acciones (miles)	1.058.752	1.058.752	1.058.752	1.058.752	1.058.752	1.058.752		
Precio - Fin de año	36,35	28,6	23,95	19,3	15,85	16,87		
Capitalización (miles)	38.485.639	30.280.311	25.357.113	20.433.916	16.781.221	17.861.148		
Δ Capitalización (miles)		- 8.205.329	- 4.923.197	- 4.923.197	- 3.652.695	1.079.927		
Dividendos (miles)		1.619.891	6.246.637	1.090.515	529.376	645.839		
Δ Valor para accionistas		- 6.585.438	1.323.440	- 3.832.683	- 3.123.319	1.725.766		
Rentabilidad accionistas		-17,11	4,37	-15,11	-15,28	10,28	-6,57	12,88
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	4,51	5,35	24,63	5,34	3,15	3,62	7,77	8,31



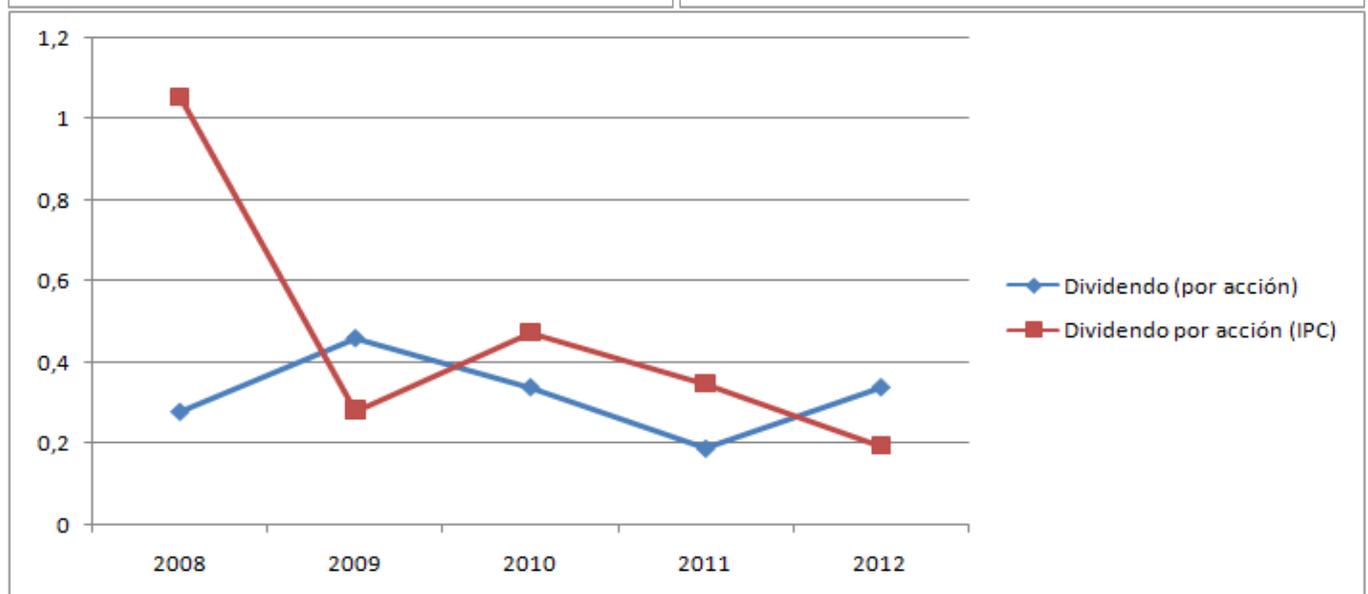
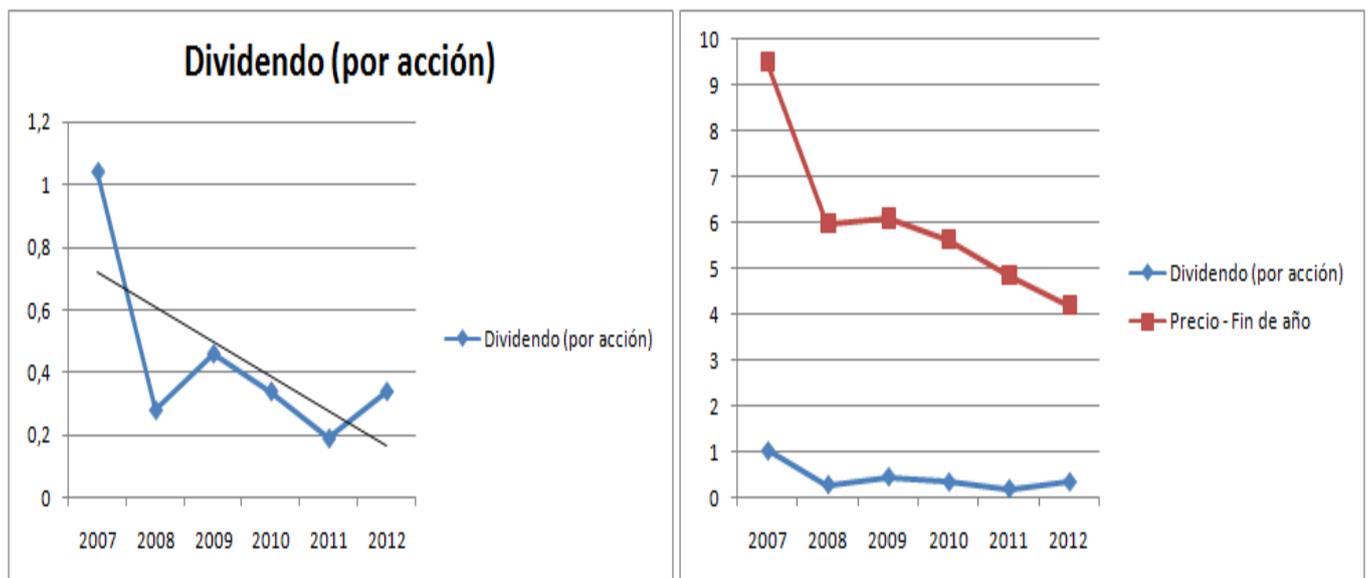


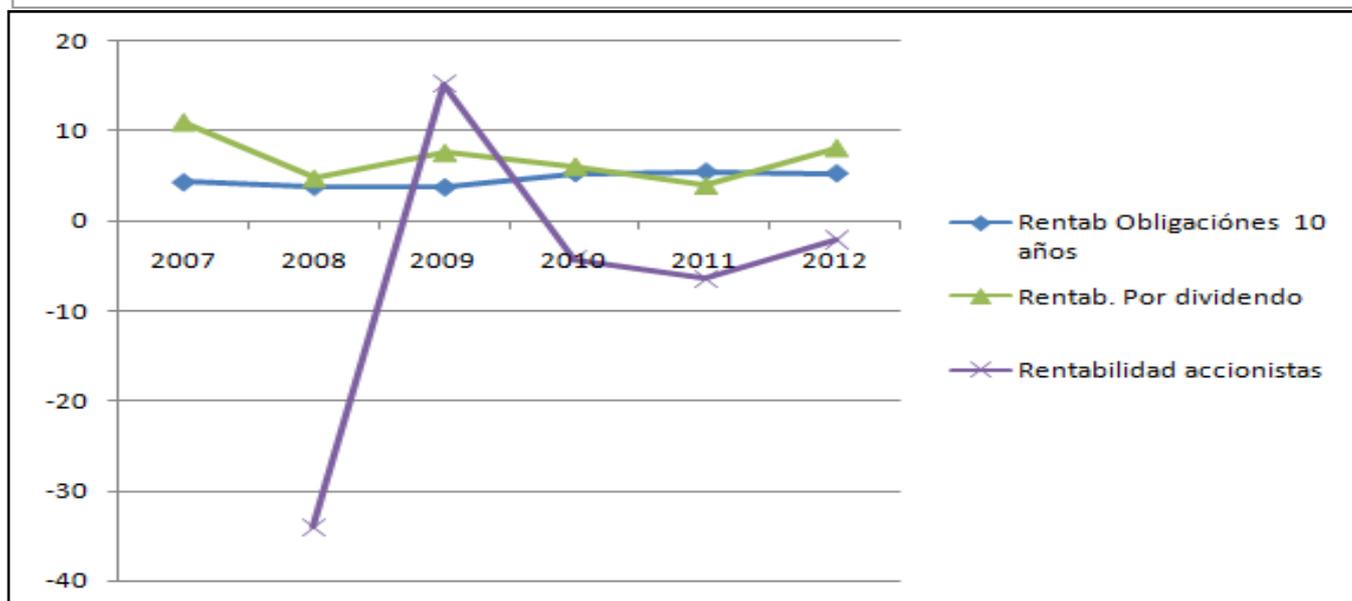
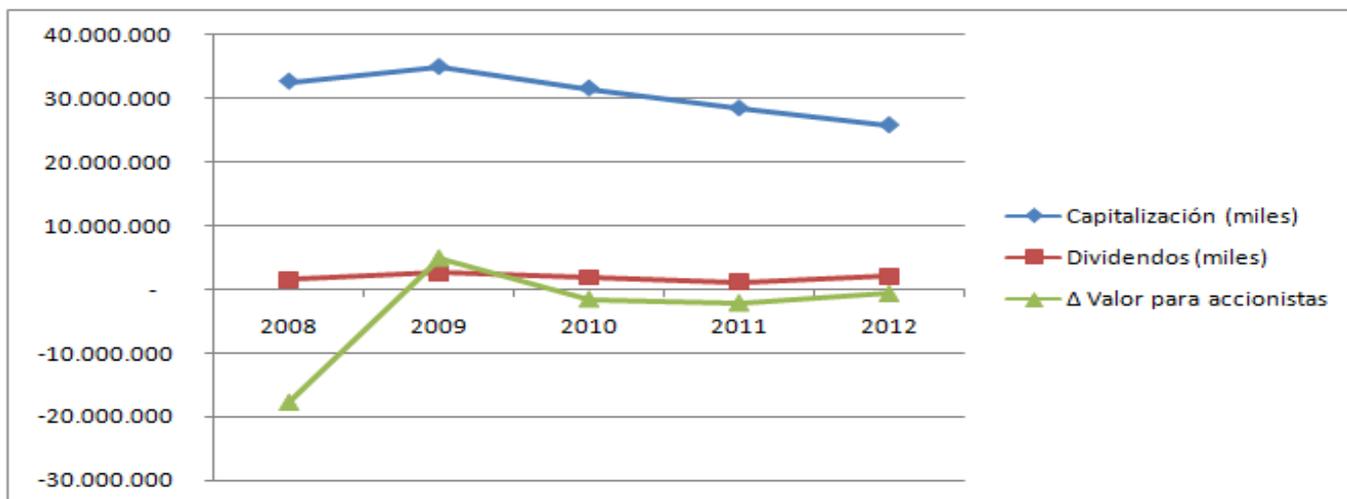
GAS NATURAL-BETA 0'97	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,37	0,43	0,98	0,79	0,8	0,36	0,62	0,27
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,38	0,43	1,01	0,81	0,82		
Div - Div IPC		0,05	0,55	-0,22	-0,01	-0,46		
Nº de acciones (miles)	463.768	463.768	954.677	954.677	991.672	1.000.689		
Precio - Fin de año	38,64	18,63	14,57	11,09	13,27	13,58		
Capitalización (miles)	17.919.996	8.639.998	13.909.644	10.587.368	13.159.487	13.589.357		
Δ Capitalización (miles)		- 9.279.998	5.269.646	- 3.322.276	2.572.120	429.869		
Dividendos (miles)		199.420	935.583	754.195	793.338	360.248		
Δ Valor para accionistas		- 9.080.577	6.205.230	- 2.568.081	3.365.457	790.117		
Rentabilidad accionistas		-50,67	71,82	-18,46	31,79	6,00	8,10	46,87
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	0,96	2,31	6,73	7,12	6,03	2,65	4,30	2,63



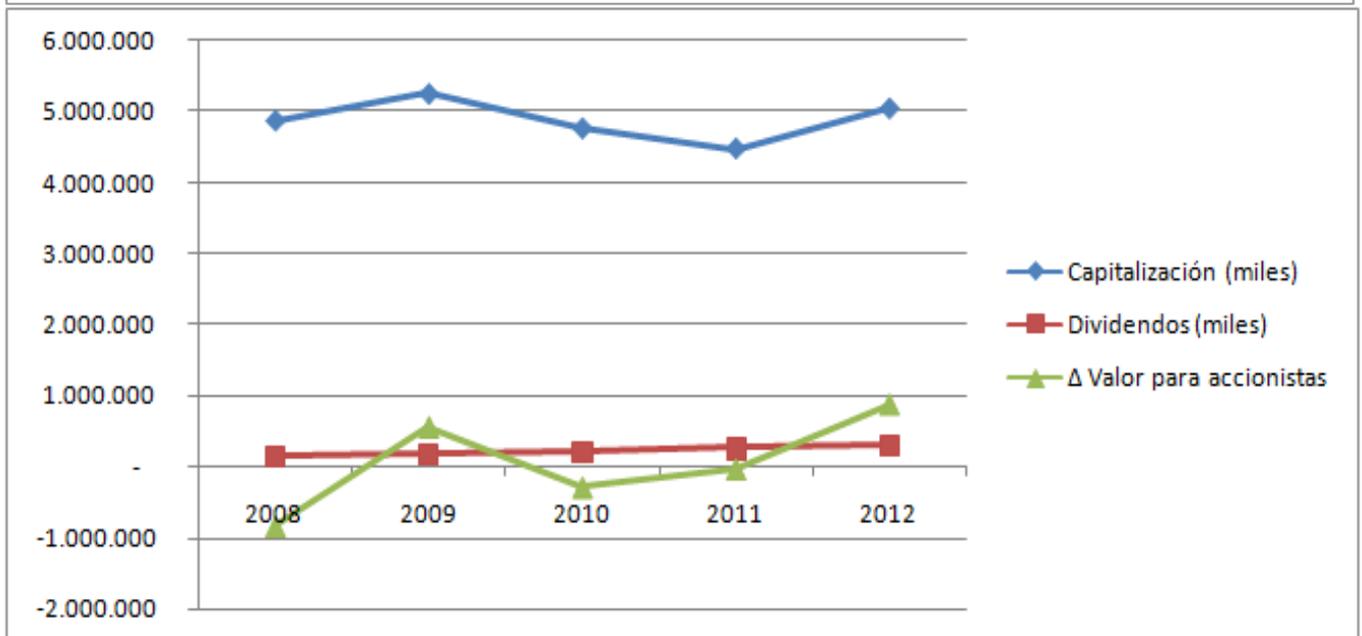
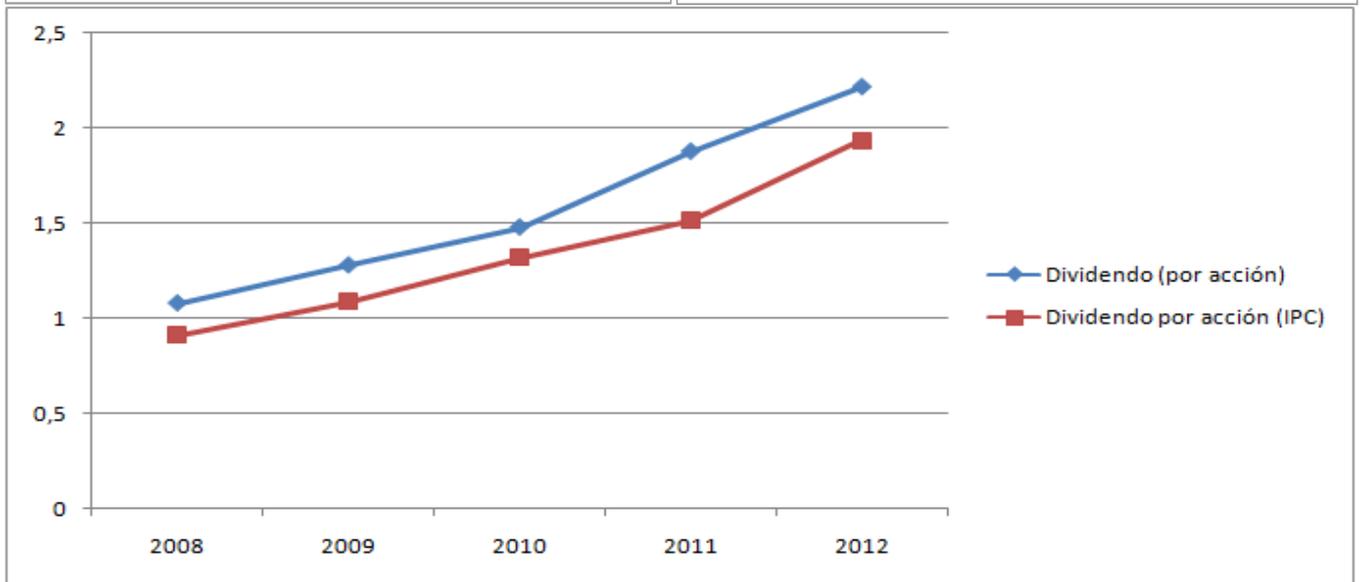
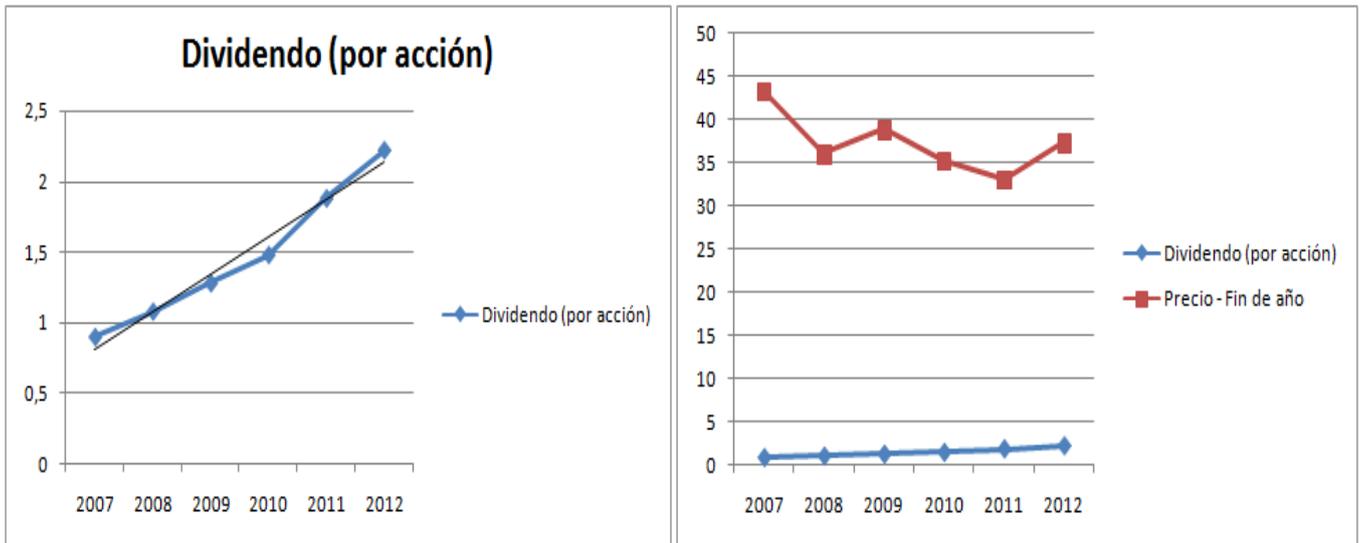


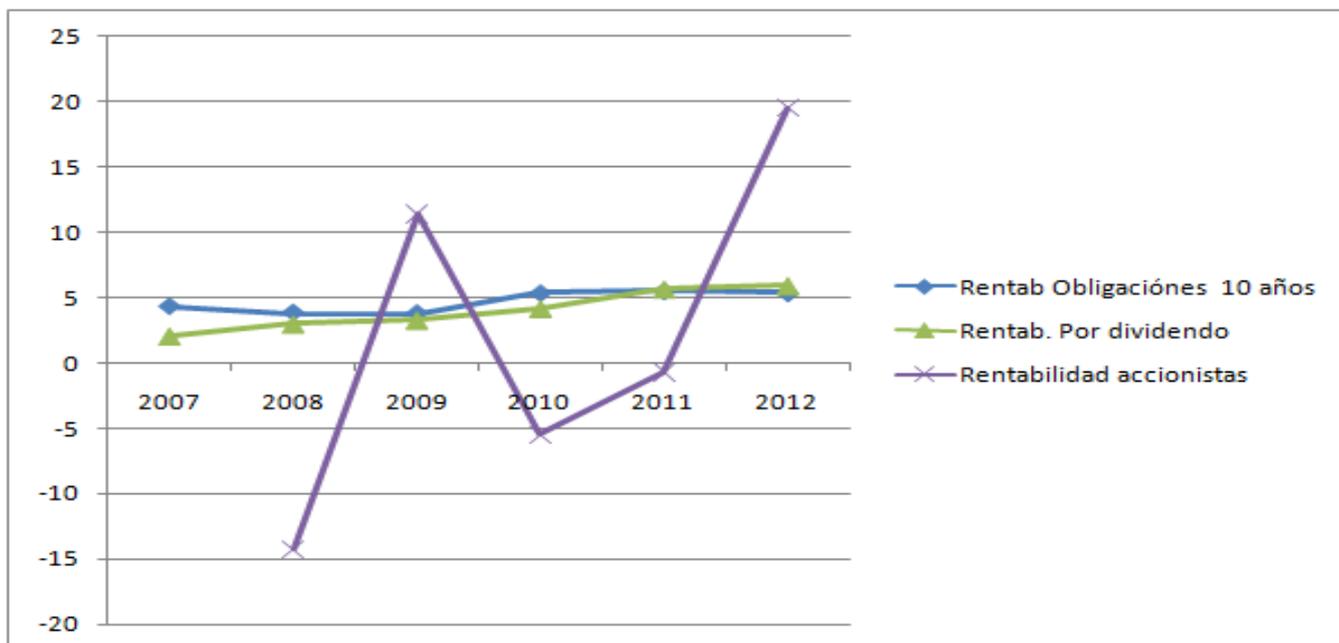
IBERDROLA-BETA 1'30	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	1,04	0,28	0,46	0,34	0,19	0,34	0,44	0,31
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		1,05	0,28	0,47	0,35	0,20		
Div - Div IPC		-0,77	0,18	-0,13	-0,16	0,14		
Nº de acciones (miles)	5.470.118	5.479.519	5.753.367	5.628.155	5.882.490	6.138.893		
Precio - Fin de año	9,49	5,97	6,09	5,62	4,84	4,2		
Capitalización (miles)	51.911.420	32.712.728	35.038.005	31.630.231	28.471.252	25.783.351		
Δ Capitalización (miles)		-19.198.691	2.325.277	- 3.407.774	- 3.158.980	- 2.687.901		
Dividendos (miles)		1.534.265	2.646.549	1.913.573	1.117.673	2.087.224		
Δ Valor para accionistas		-17.664.426	4.971.825	- 1.494.201	- 2.041.306	- 600.677		
Rentabilidad accionistas		-34,03	15,20	-4,26	-6,45	-2,11	-6,33	17,70
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	10,96	4,69	7,55	6,05	3,93	8,10	6,88	2,56



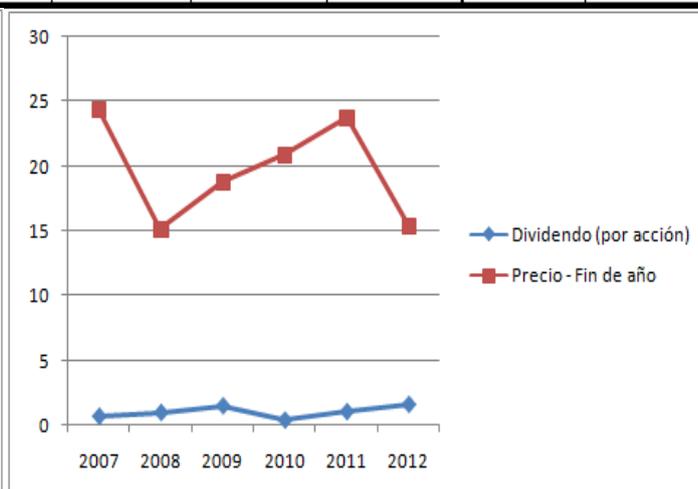


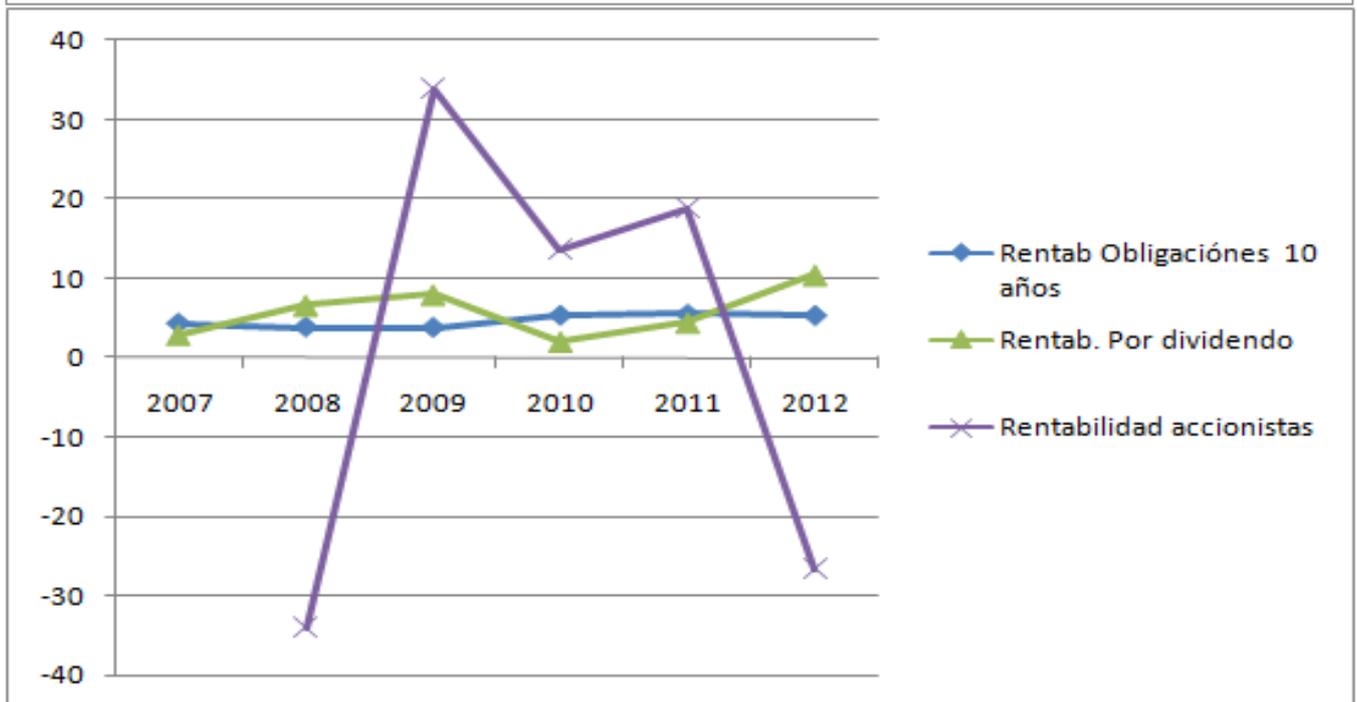
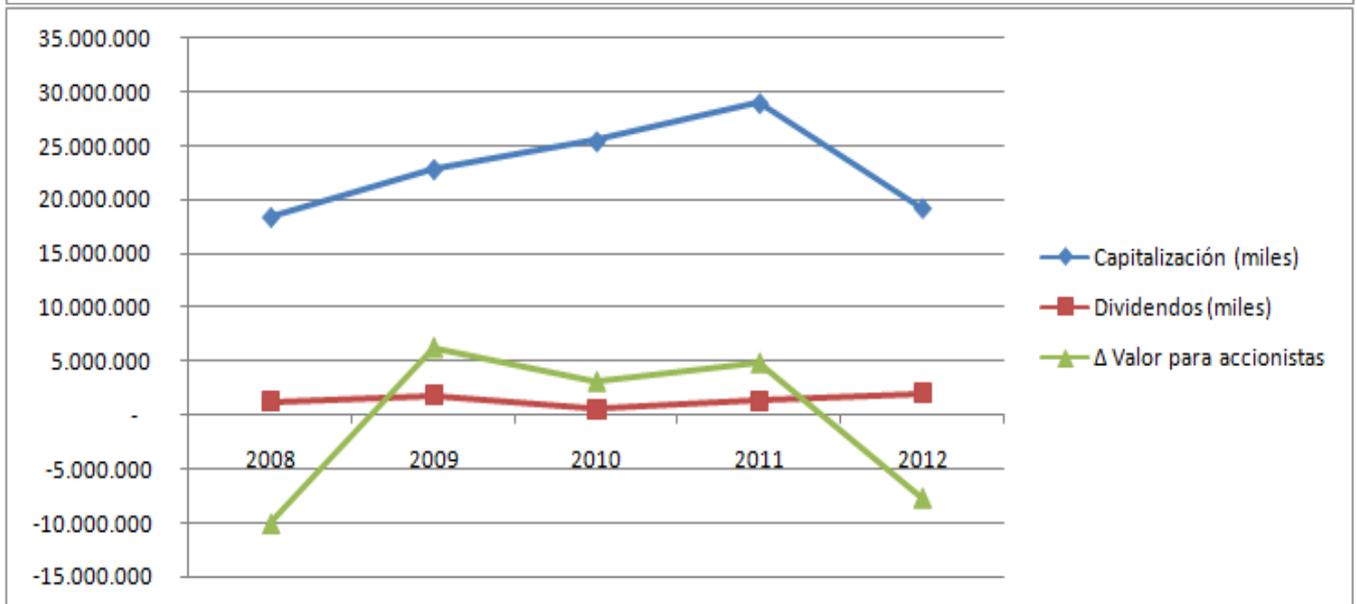
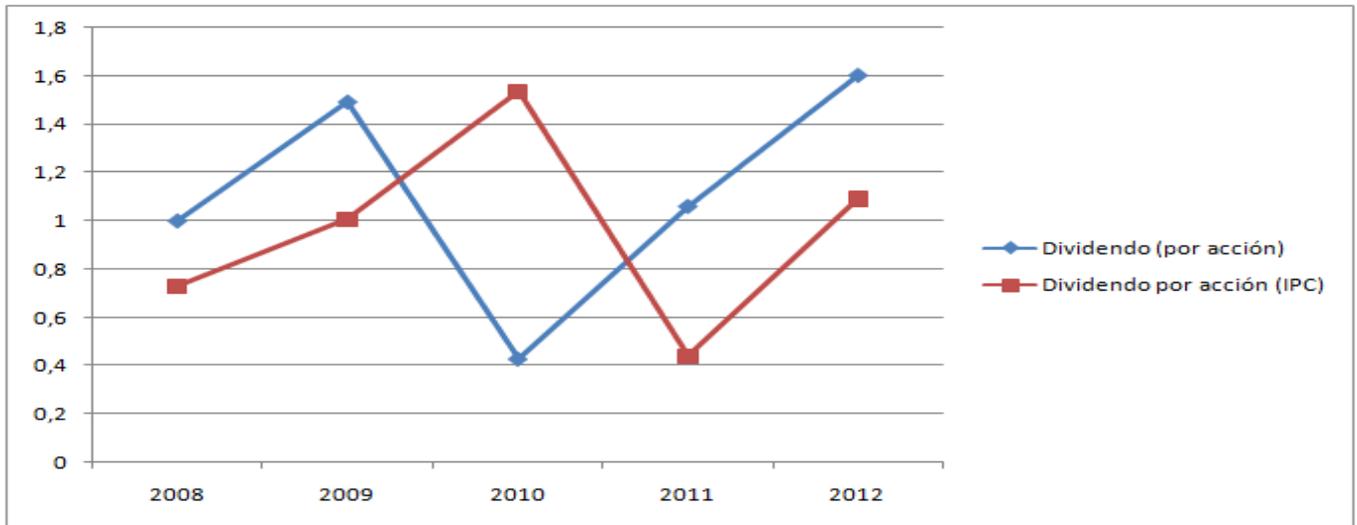
REE-BETA 0'54	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,9	1,08	1,28	1,48	1,88	2,22	1,47	0,50
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,91	1,09	1,32	1,52	1,93		
Div - Div IPC		0,17	0,19	0,16	0,36	0,29		
Nº de acciones (miles)	135.270	135.270	135.270	135.270	135.270	135.270		
Precio - Fin de año	43,24	36	38,82	35,2	33,07	37,3		
Capitalización (miles)	5.849.075	4.869.720	5.251.181	4.761.504	4.473.379	5.045.571		
Δ Capitalización (miles)		- 979.355	381.461	- 489.677	- 288.125	572.192		
Dividendos (miles)		146.092	173.146	200.200	254.308	300.299		
Δ Valor para accionistas		- 833.263	554.607	- 289.478	- 33.817	872.492		
Rentabilidad accionistas		-14,25	11,39	-5,51	-0,71	19,50	2,08	13,44
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	2,08	3,00	3,30	4,20	5,68	5,95	4,04	1,54





REPSOL-BETA 0'94	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,72	1	1,49	0,43	1,06	1,6	1,05	0,45
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,73	1,01	1,53	0,44	1,09		
Div - Div IPC		0,27	0,48	-1,10	0,62	0,51		
Nº de acciones (miles)	1.220.863	1.220.863	1.220.863	1.220.863	1.220.863	1.256.179		
Precio - Fin de año	24,38	15,1	18,73	20,85	23,74	15,34		
Capitalización (miles)	29.764.651	18.435.038	22.866.773	25.455.003	28.983.299	19.269.782		
Δ Capitalización (miles)		-11.329.613	4.431.734	2.588.231	3.528.295	- 9.713.517		
Dividendos (miles)		1.220.863	1.819.087	524.971	1.294.115	2.009.886		
Δ Valor para accionistas		-10.108.749	6.250.821	3.113.202	4.822.411	- 7.703.631		
Rentabilidad accionistas		-33,96	33,91	13,61	18,94	-26,58	1,18	29,78
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	2,95	6,62	7,96	2,06	4,47	10,43	5,75	3,18

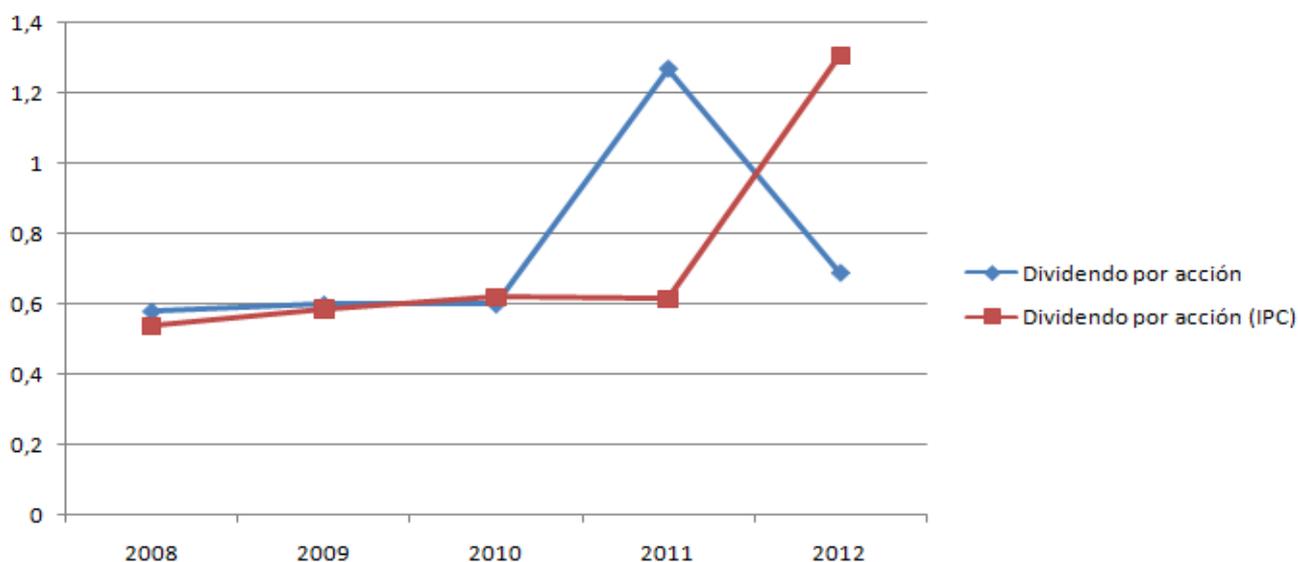
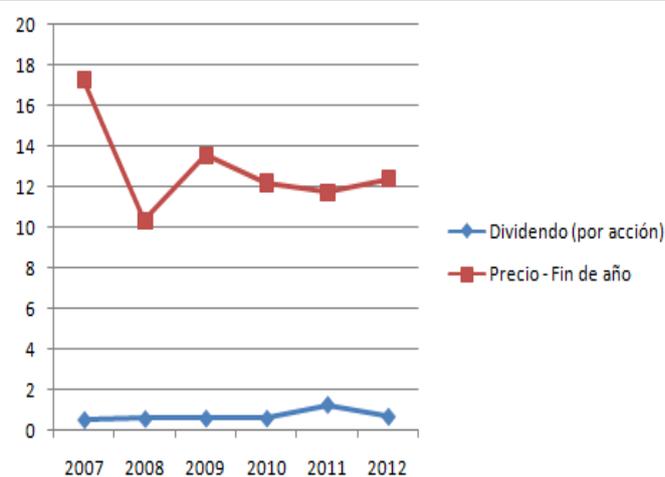
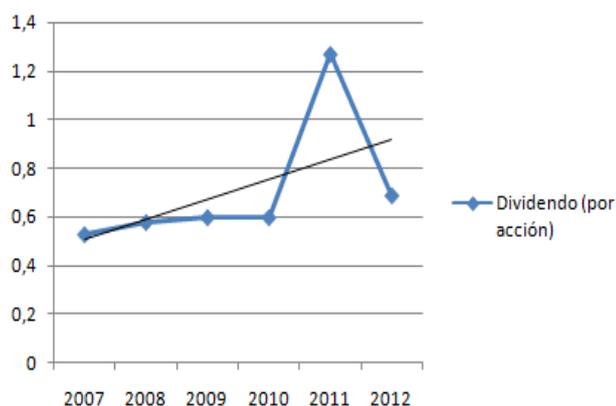


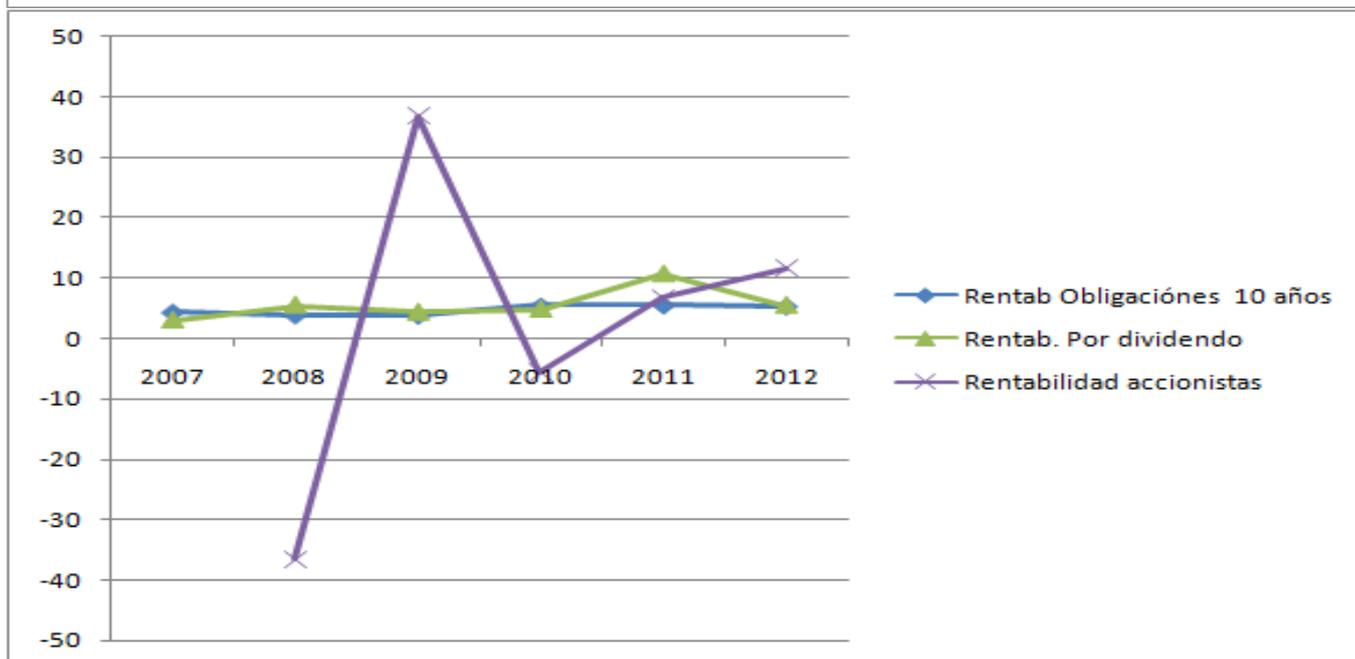
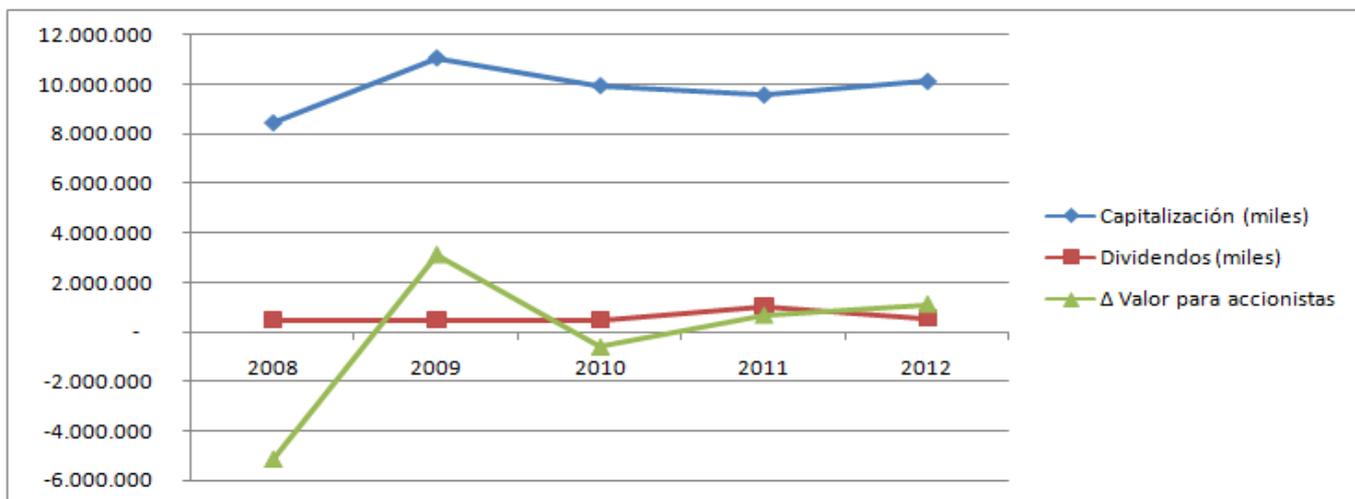


➤ **SERVICIOS DE CONSUMO**

ABERTIS-BETA 0'83	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	0,53	0,58	0,6	0,6	1,27	0,69	0,71	0,28
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,54	0,58	0,62	0,61	1,31		
Div - Div IPC		0,04	0,02	-0,02	0,66	-0,62		
Nº de acciones (miles)	814.789	814.789	814.789	814.789	814.789	814.789		
Precio - Fin de año	17,27	10,37	13,58	12,21	11,75	12,42		
Capitalización (miles)	14.071.406	8.449.362	11.064.835	9.948.574	9.573.771	10.119.679		
Δ Capitalización (miles)		-5.622.044	2.615.473	-1.116.261	- 374.803	545.909		
Dividendos (miles)		472.578	488.873	488.873	1.034.782	562.204		
Δ Valor para accionistas		-5.149.466	3.104.346	- 627.388	659.979	1.108.113		
Rentabilidad accionistas		-36,60	36,74	-5,67	6,63	11,57	2,54	26,77
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	3,07	5,59	4,42	4,91	10,81	5,56	5,73	2,66

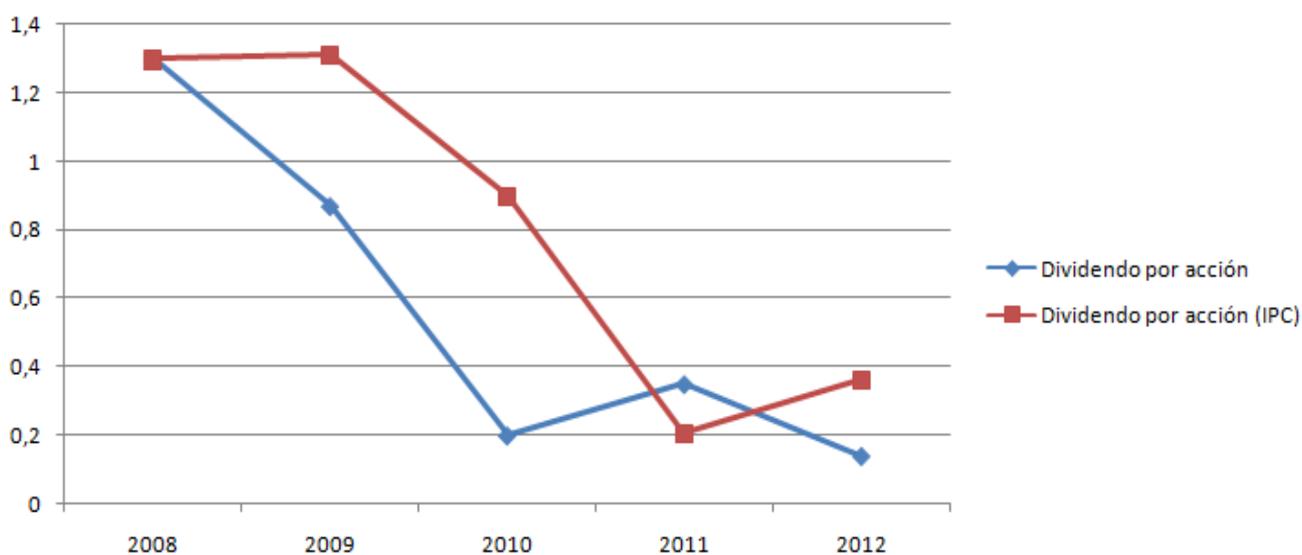
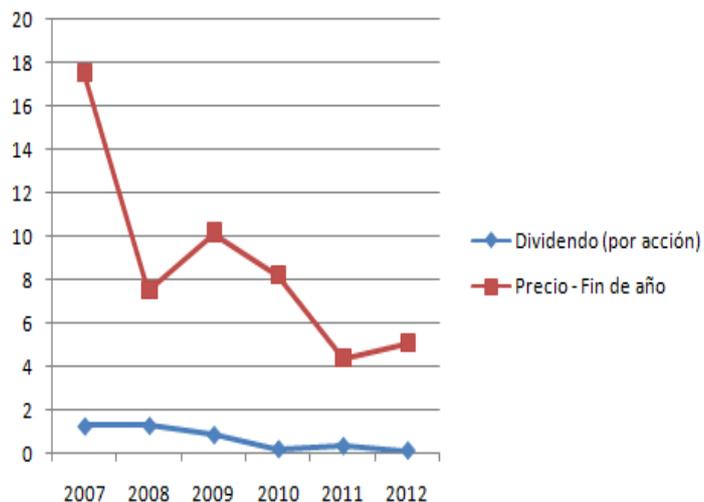
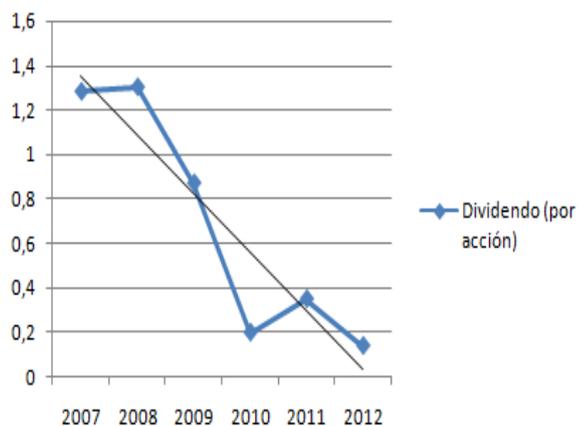
Dividendo (por acción)

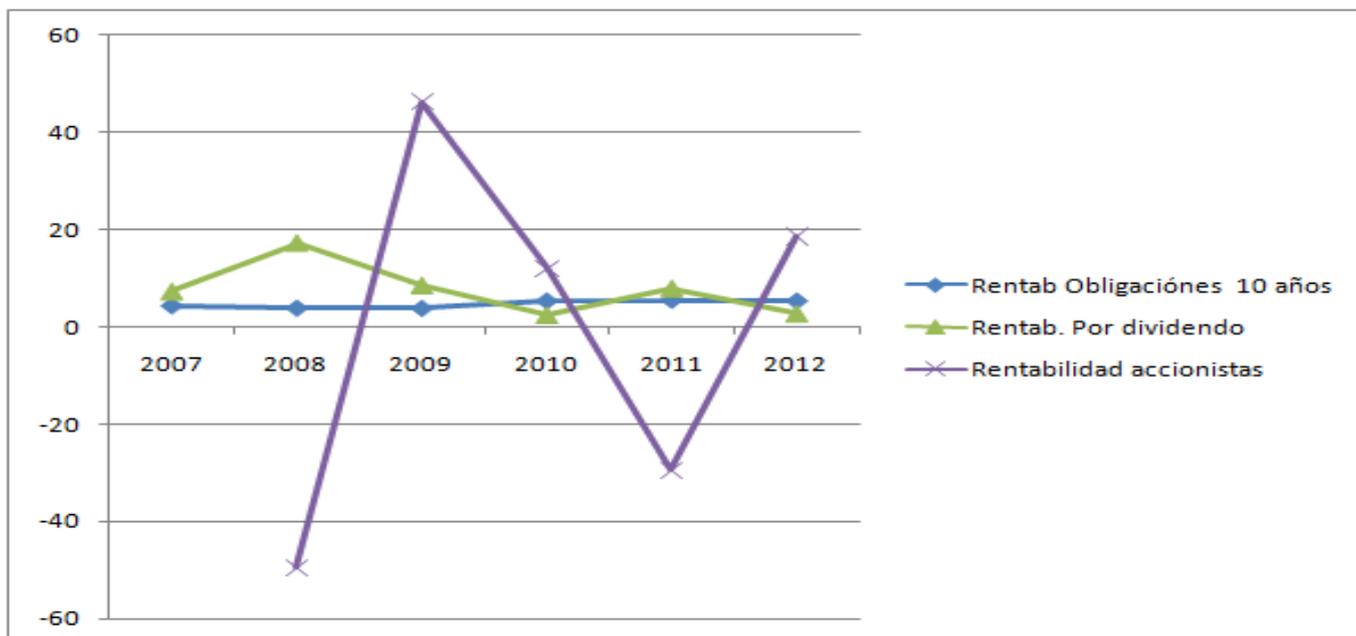




MEDIASET-BETA 1'28	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo por acción	1,28	1,3	0,87	0,2	0,35	0,14	0,69	0,53
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		1,30	1,31	0,90	0,20	0,36		
Div - Div ipc		0,00	-0,44	-0,70	0,15	-0,22		
Nº de acciones (miles)	246.642	246.642	246.642	333.460	406.861	406.861		
Precio - Fin de año	17,51	7,55	10,17	8,23	4,41	5,09		
Capitalización (miles)	4.318.701	1.862.147	2.508.349	2.744.376	1.794.257	2.070.922		
Δ Capitalización (miles)		- 2.456.554	646.202	236.027	- 950.119	276.665		
Dividendos (miles)	315.702	320.635	214.579	66.692	142.401	56.961		
Δ Valor para accionistas		- 2.135.920	860.781	302.719	- 807.717	333.626		
Rentabilidad accionistas		-49,46	46,23	12,07	-29,43	18,59	-0,40	38,53
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	7,31	17,22	8,55	2,43	7,94	2,75	7,70	5,36

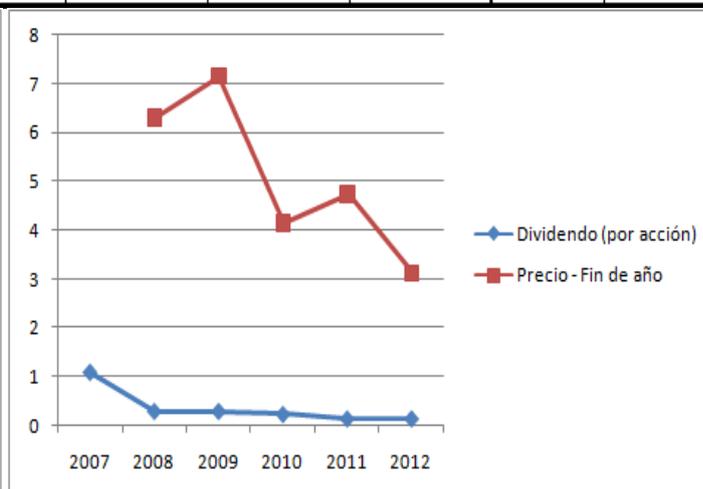
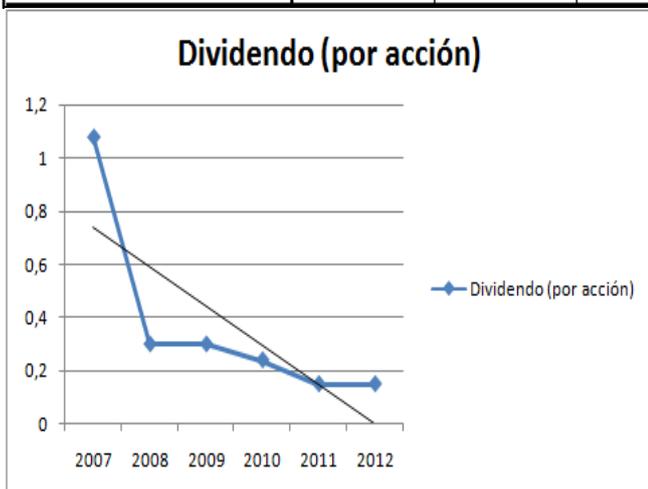
Dividendo (por acción)

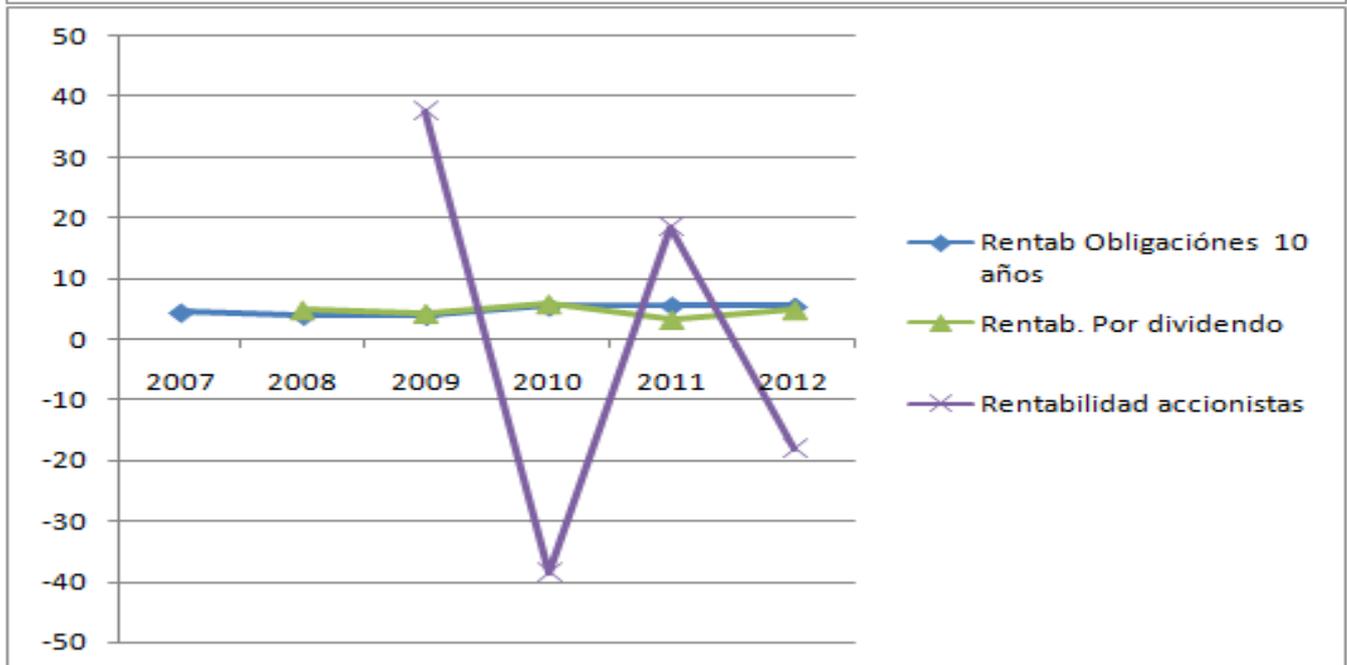
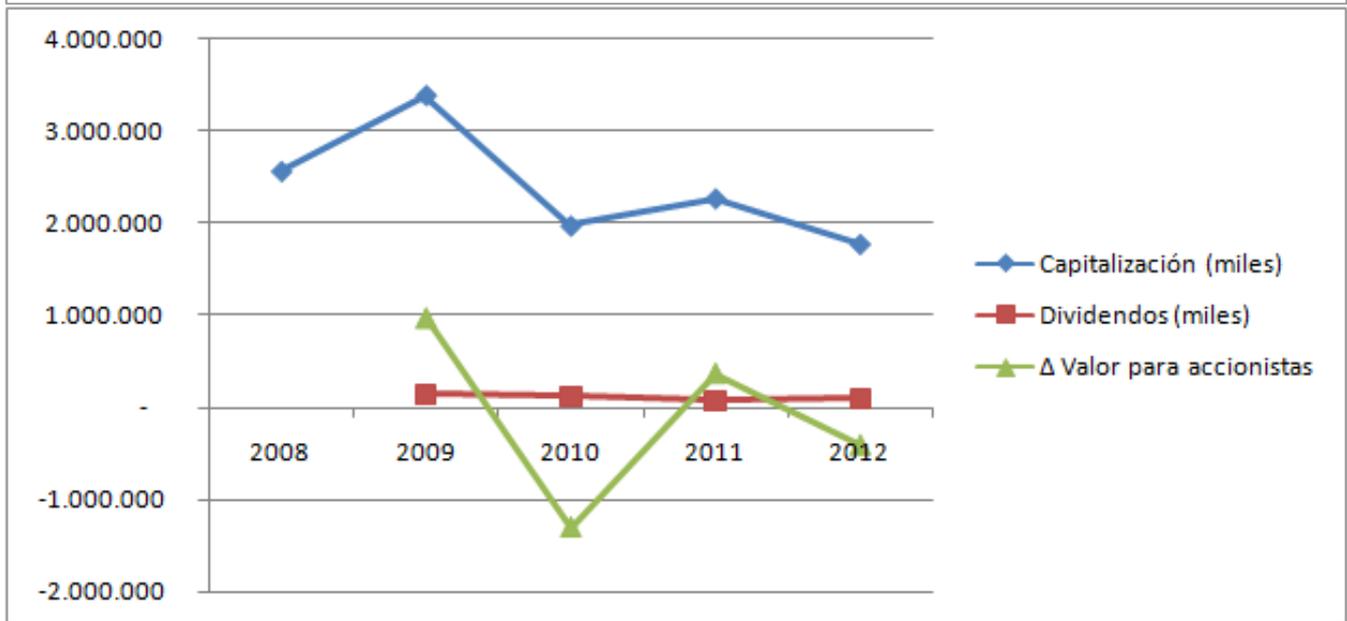
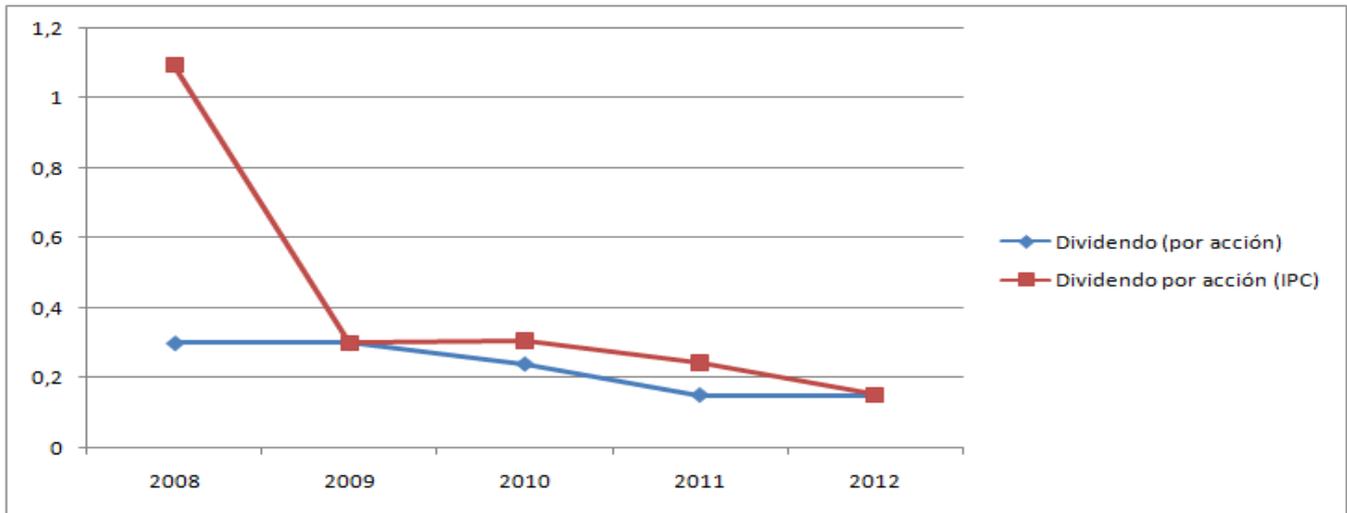




➤ SERVICIOS FINANCIEROS E INMOBILIARIOS

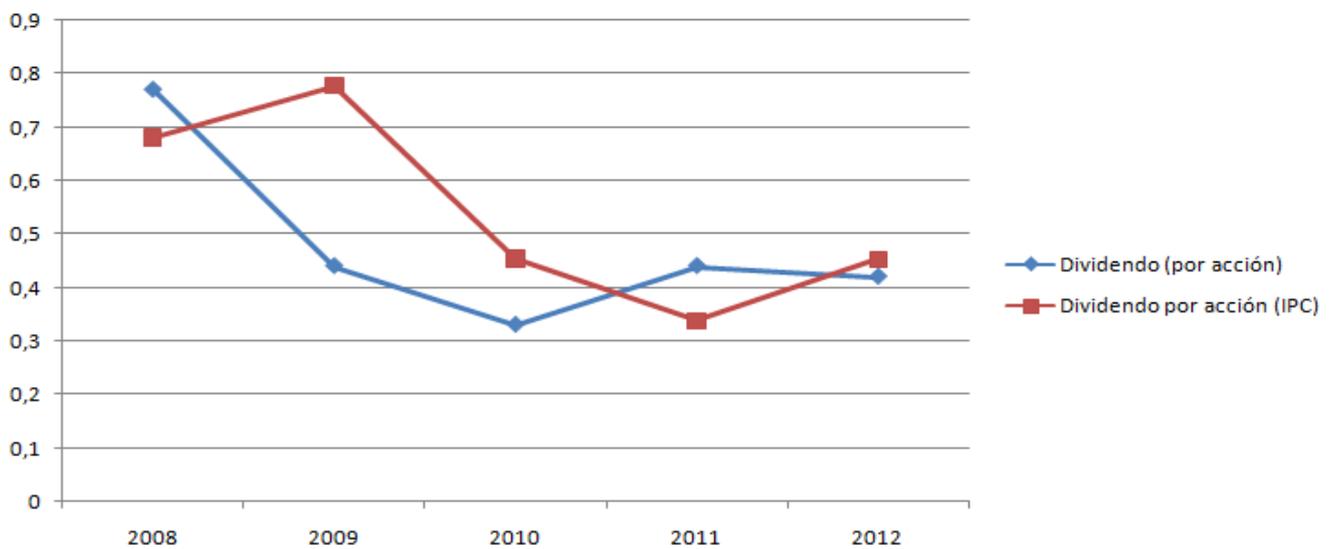
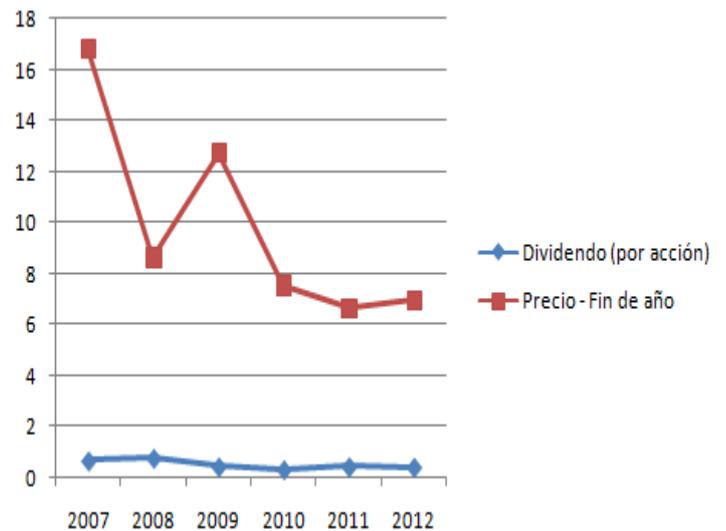
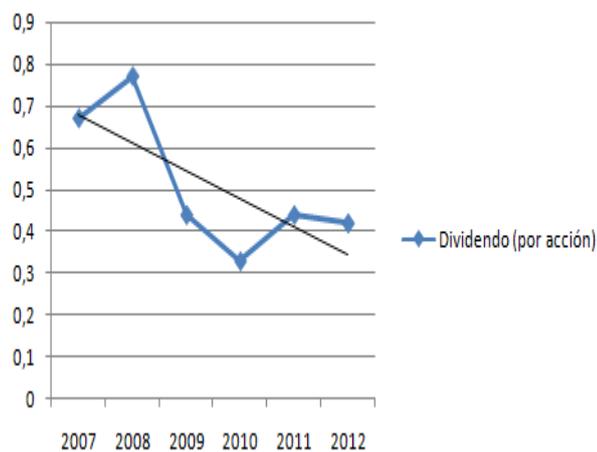
BANKINTER-BETA 0'65	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	1,08	0,3	0,3	0,24	0,15	0,15	0,37	0,35
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		1,10	0,30	0,31	0,25	0,15		
Div - Div IPC		-0,80	0,00	-0,07	-0,10	0,00		
Nº de acciones (miles)		405.894	473.448	473.448	476.919	563.806		
Precio - Fin de año		6,31	7,15	4,16	4,75	3,14		
Capitalización (miles)		2.561.190	3.385.151	1.969.543	2.265.365	1.770.351		
Δ Capitalización (miles)			823.961	- 1.415.609	295.823	- 495.014		
Dividendos (miles)			142.034	113.627	71.538	84.571		
Δ Valor para accionistas			965.995	- 1.301.981	367.361	- 410.443		
Rentabilidad accionistas			37,72	-38,46	18,65	-18,12	-0,05	34,53
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo		4,75	4,20	5,77	3,16	4,78	4,53	0,95

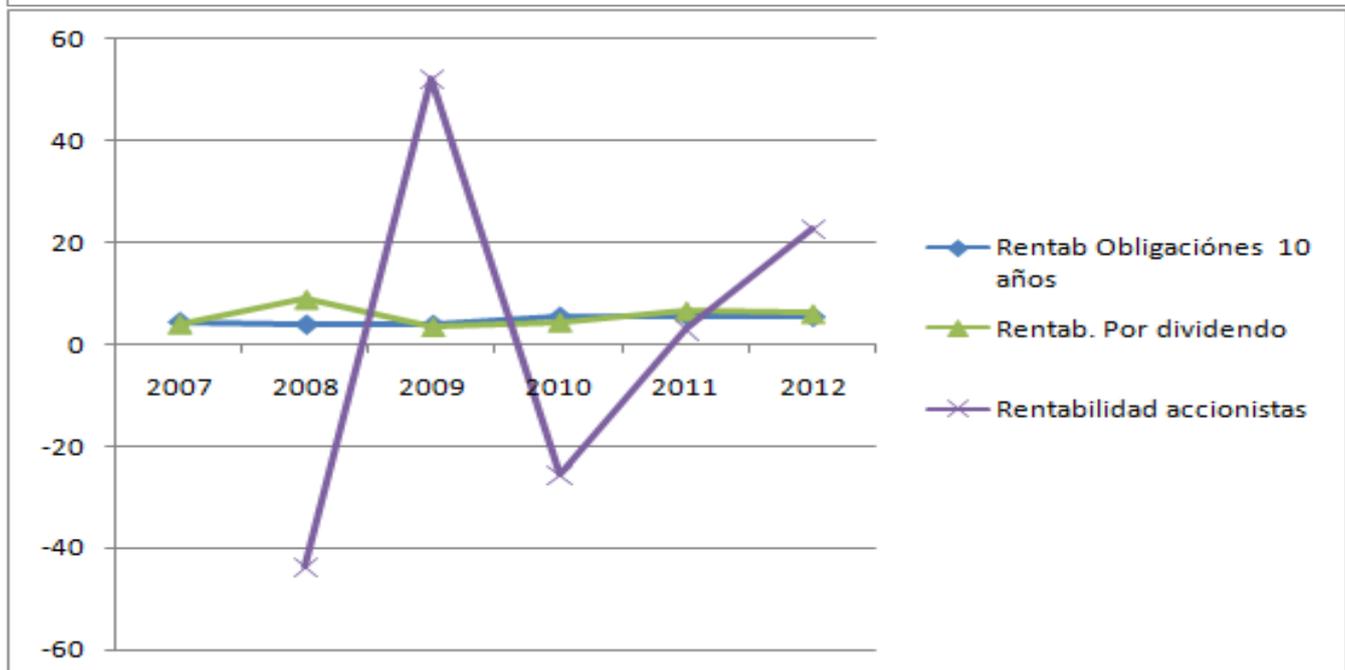
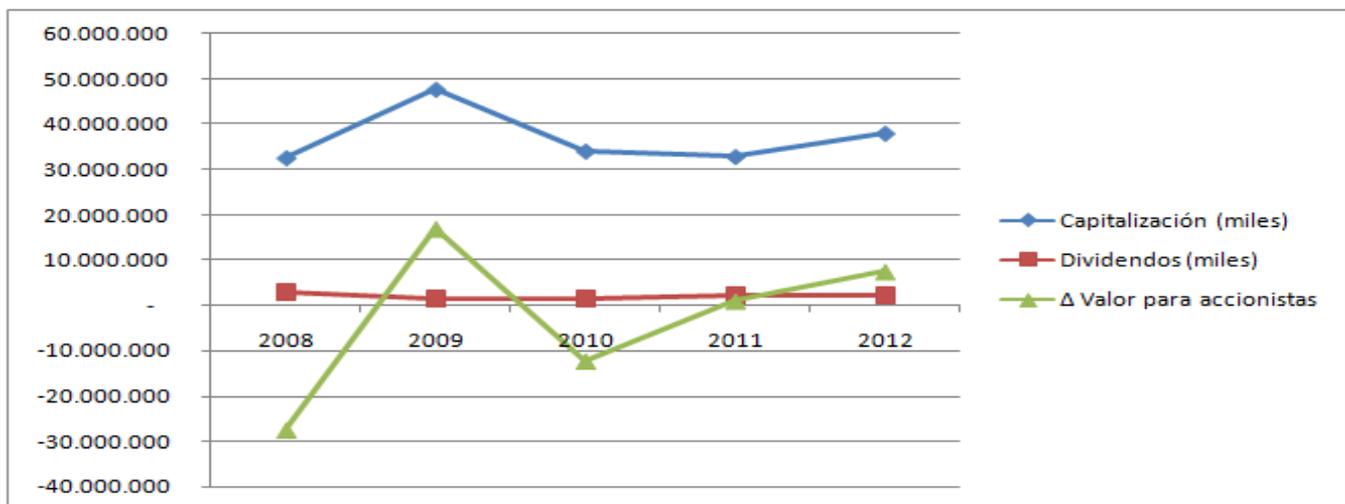




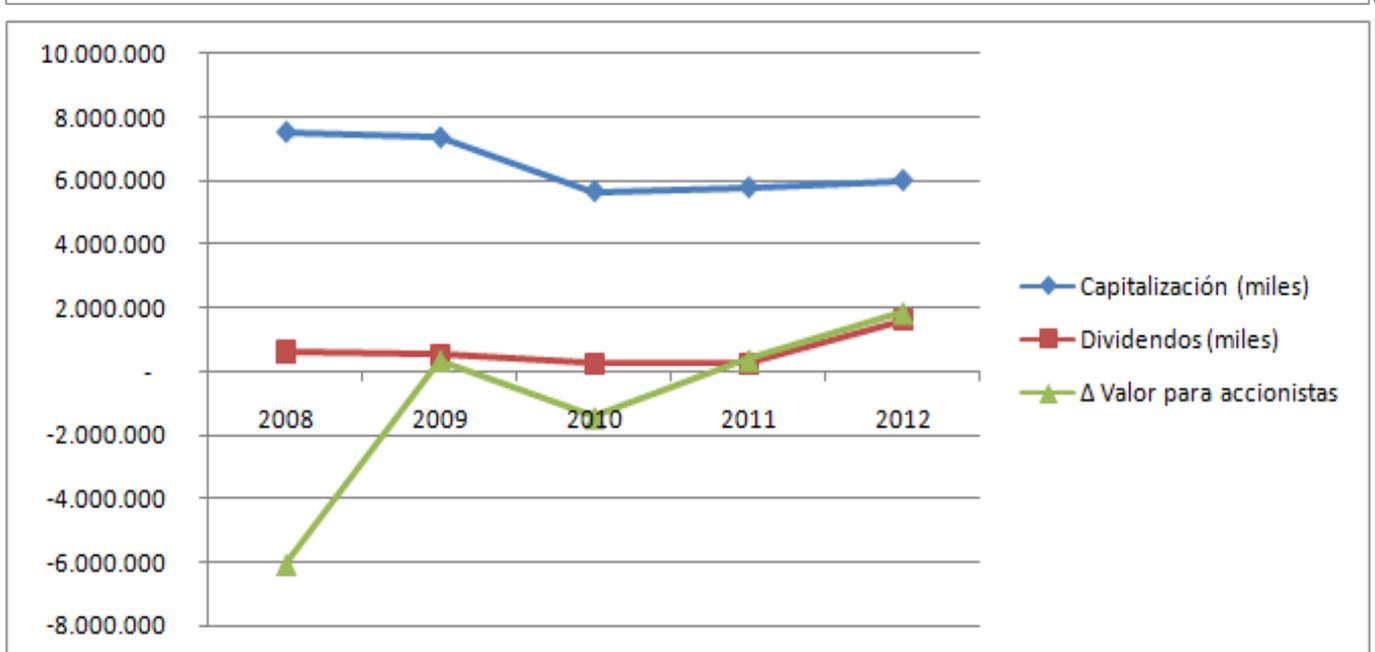
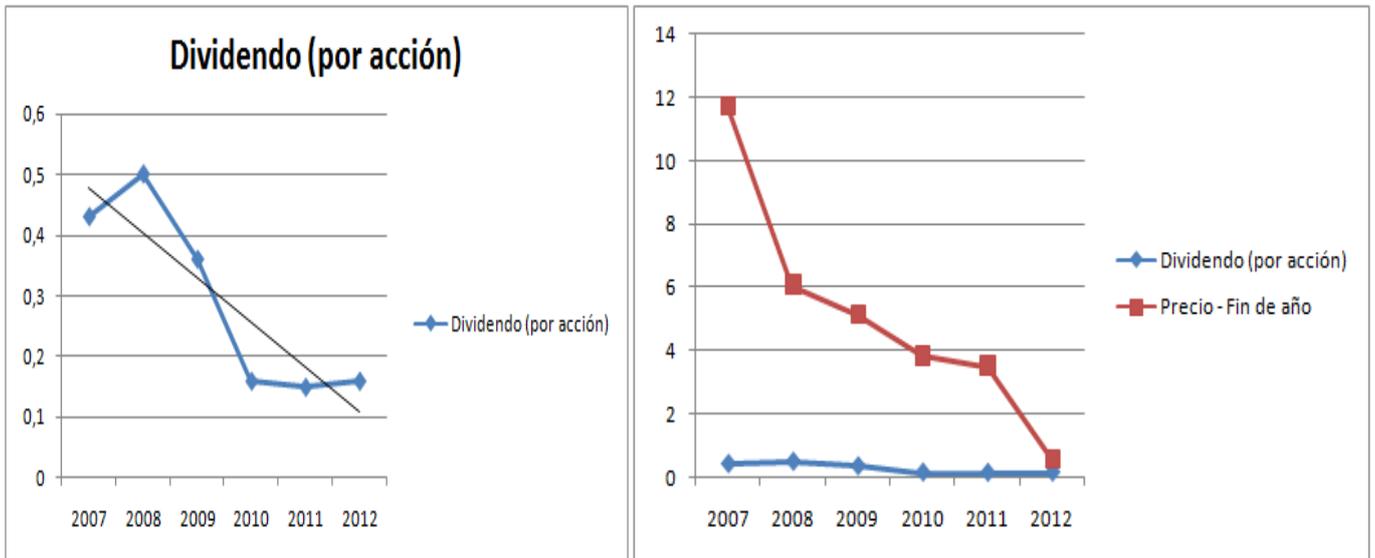
BBVA-BETA 1'15	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,67	0,77	0,44	0,33	0,44	0,42	0,51	0,17
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,68	0,78	0,45	0,34	0,45		
Div - Div IPC		0,09	-0,34	-0,12	0,10	-0,03		
Nº de acciones (miles)	3.748.000	3.748.000	3.748.000	4.491.000	4.903.000	5.449.000		
Precio - Fin de año	16,76	8,66	12,73	7,56	6,68	6,96		
Capitalización (miles)	62.816.480	32.457.680	47.712.040	33.951.960	32.752.040	37.925.040		
Δ Capitalización (miles)		- 30.358.800	15.254.360	- 13.760.080	- 1.199.920	5.173.000		
Dividendos (miles)		2.885.960	1.649.120	1.482.030	2.157.320	2.288.580		
Δ Valor para accionistas		- 27.472.840	16.903.480	- 12.278.050	957.400	7.461.580		
Rentabilidad accionistas		-43,74	52,08	-25,73	2,82	22,78	1,64	38,08
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	4,00	8,89	3,46	4,37	6,59	6,03	5,56	2,03

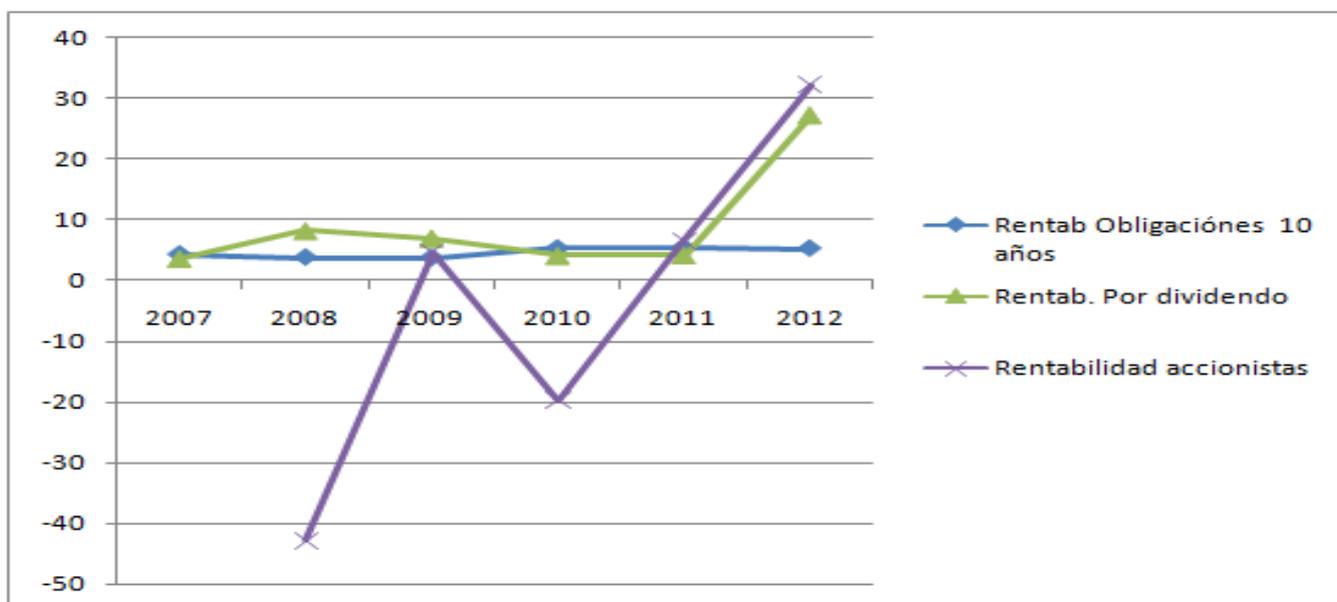
Dividendo (por acción)





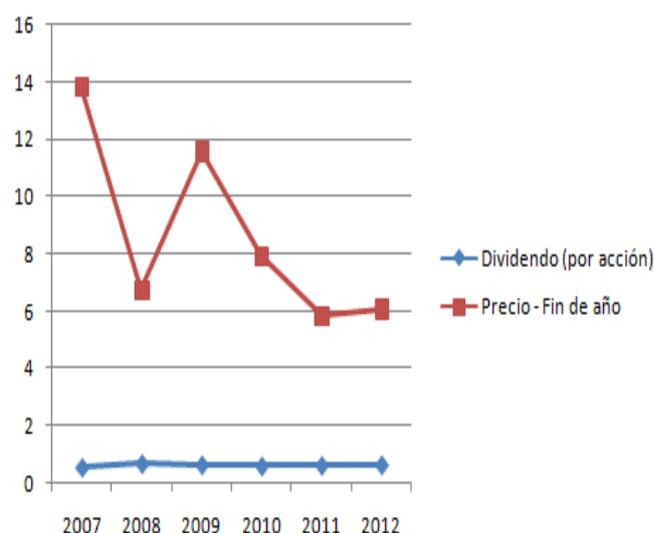
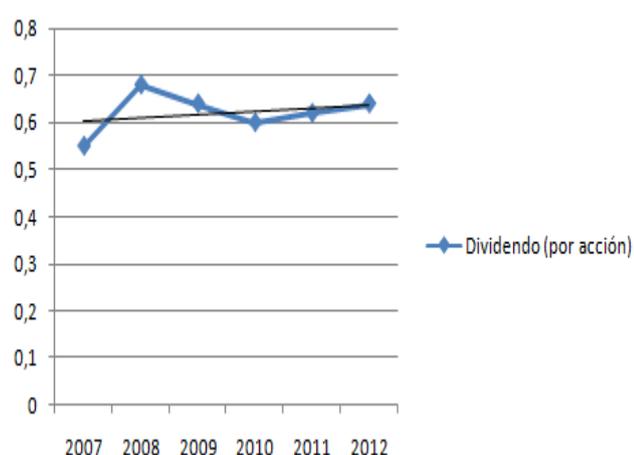
POPULAR-BETA 0'96	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,43	0,5	0,36	0,16	0,15	0,16	0,29	0,16
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,44	0,50	0,37	0,16	0,15		
Div - Div IPC		0,06	-0,14	-0,21	-0,01	0,01		
Nº de acciones (miles)	1.215.433	1.235.741	1.431.222	1.472.481	1.639.403	10.164.929		
Precio - Fin de año	11,7	6,08	5,13	3,84	3,52	0,59		
Capitalización (miles)	14.220.566	7.513.305	7.342.169	5.654.327	5.770.699	5.997.308		
Δ Capitalización (miles)		-6.707.261	- 171.136	-1.687.842	116.372	226.610		
Dividendos (miles)		617.871	515.240	235.597	245.910	1.626.389		
Δ Valor para accionistas		-6.089.390	344.103	-1.452.245	362.282	1.852.998		
Rentabilidad accionistas		-42,82	4,58	-19,78	6,41	32,11	-3,90	28,47
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	3,68	8,22	7,02	4,17	4,26	27,12	9,08	9,02

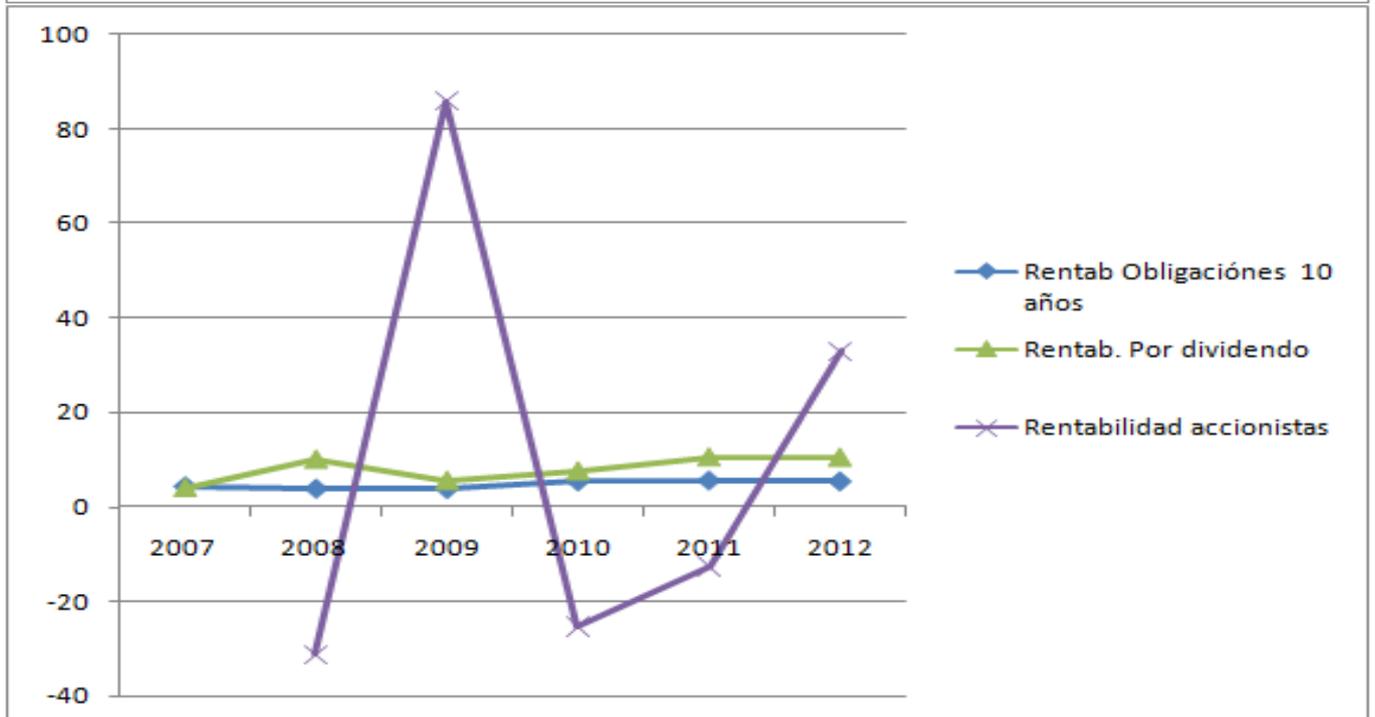
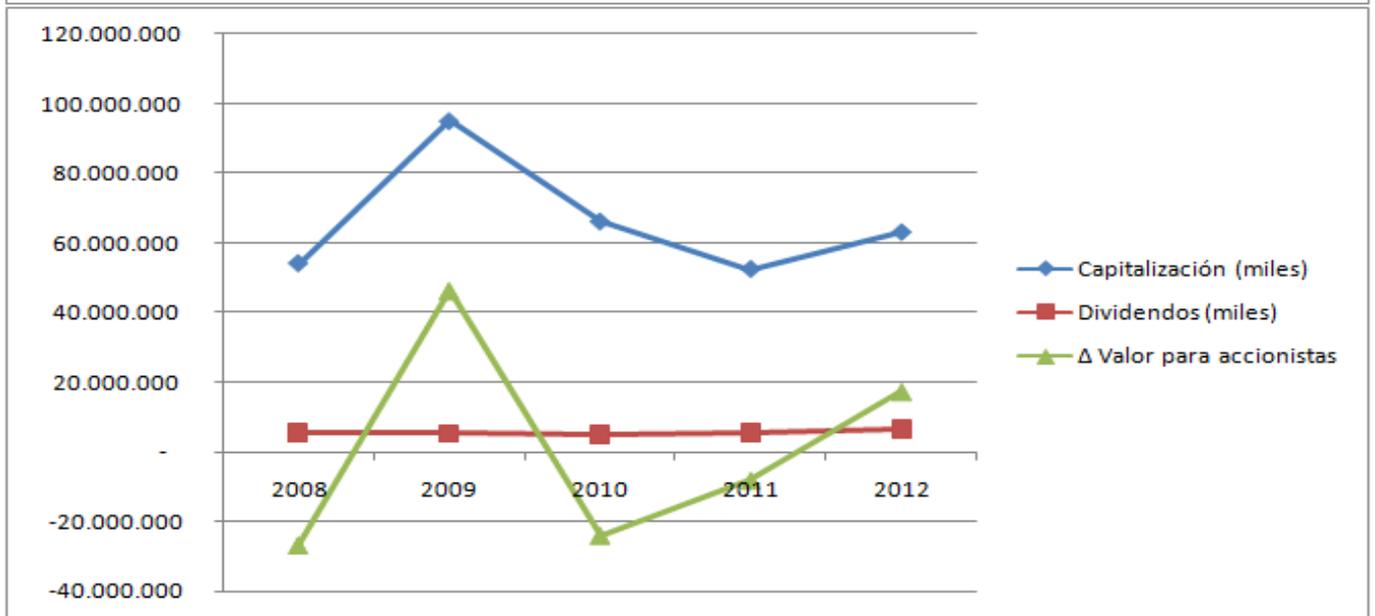
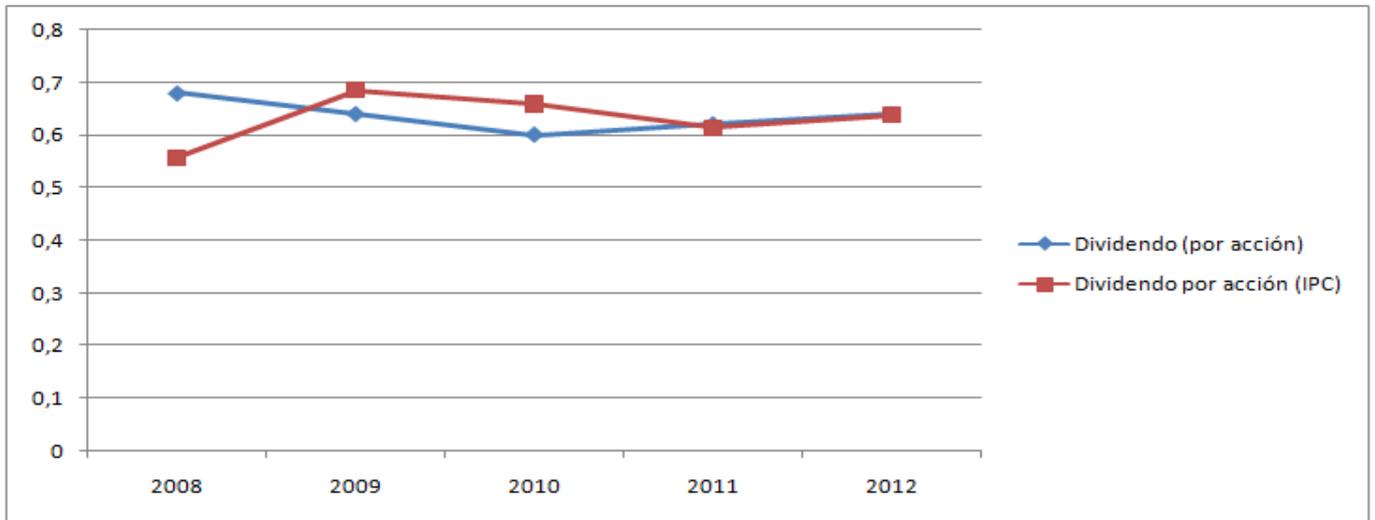




SANTANDER-BETA 1'40	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,55	0,68	0,64	0,6	0,62	0,64	0,62	0,04
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,56	0,69	0,66	0,61	0,64		
Div - Div IPC		0,12	-0,05	-0,06	0,01	0,00		
Nº de acciones (miles)	6.254.000	7.994.000	8.229.000	8.329.000	8.909.000	10.321.000		
Precio - Fin de año	13,79	6,75	11,55	7,93	5,87	6,1		
Capitalización (miles)	86.242.660	53.959.500	95.044.950	66.048.970	52.295.830	62.958.100		
Δ Capitalización (miles)		-32.283.160	41.085.450	-28.995.980	-13.753.140	10.662.270		
Dividendos (miles)		5.435.920	5.266.560	4.997.400	5.523.580	6.605.440		
Δ Valor para accionistas		-26.847.240	46.352.010	-23.998.580	- 8.229.560	17.267.710		
Rentabilidad accionistas		-31,13	85,90	-25,25	-12,46	33,02	10,02	49,32
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	3,99	10,07	5,54	7,57	10,56	10,49	8,04	2,81

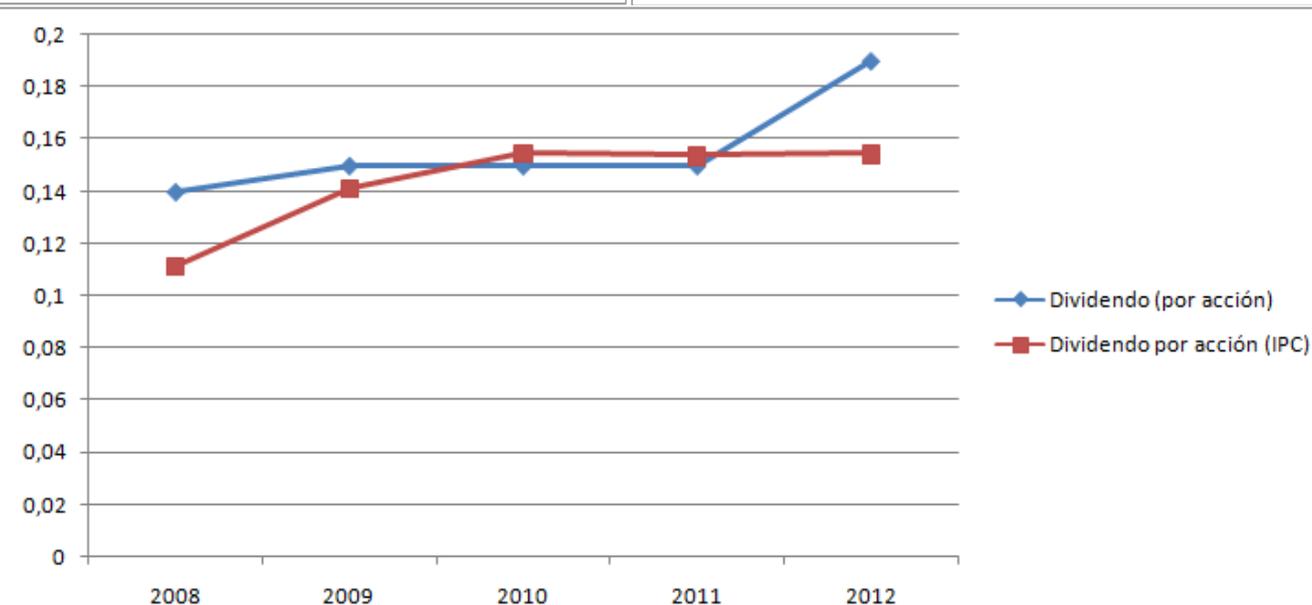
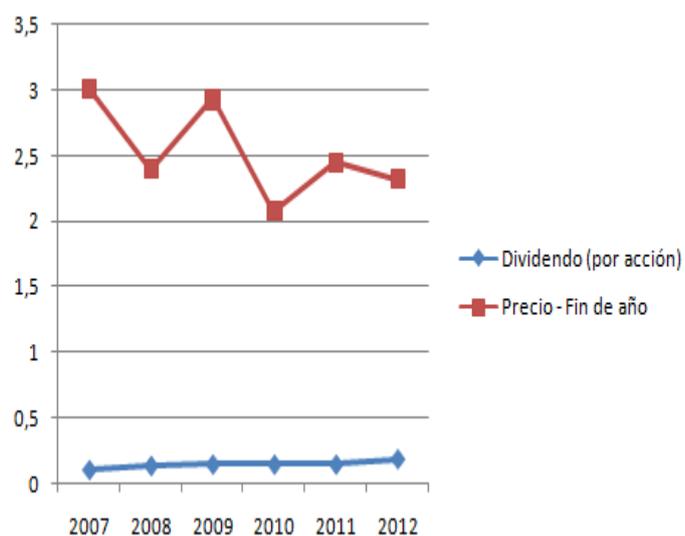
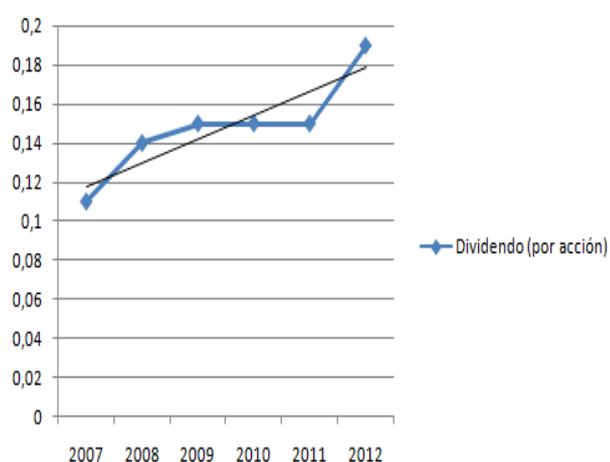
Dividendo (por acción)

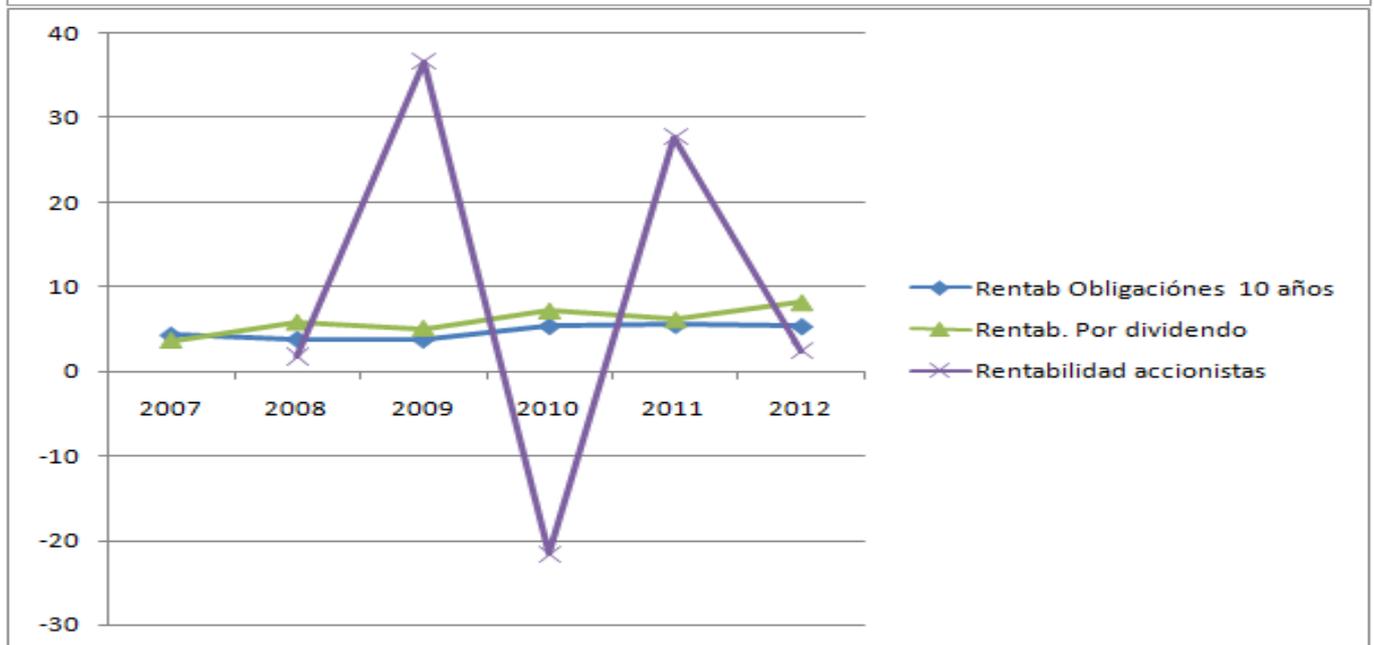
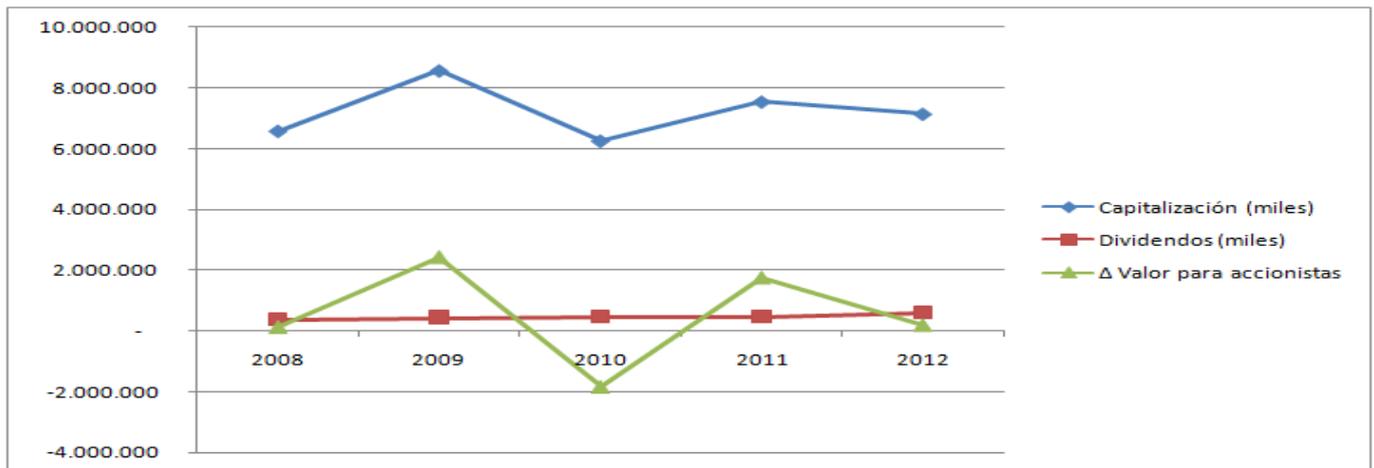




MAPFRE-BETA 0'82	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,11	0,14	0,15	0,15	0,15	0,19	0,15	0,03
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,11	0,14	0,15	0,15	0,15		
Div - Div IPC		0,03	0,01	0,00	0,00	0,04		
Nº de acciones (miles)	2.275.324	2.744.832	2.922.709	3.012.154	3.079.553	3.079.553		
Precio - Fin de año	3,01	2,4	2,93	2,08	2,45	2,32		
Capitalización (miles)	6.848.725	6.587.597	8.563.537	6.265.280	7.544.905	7.144.563		
Δ Capitalización (miles)		- 261.128	1.975.941	- 2.298.257	1.279.625	- 400.342		
Dividendos (miles)		384.276	438.406	451.823	461.933	585.115		
Δ Valor para accionistas		123.148	2.414.347	- 1.846.434	1.741.557	184.773		
Rentabilidad accionistas		1,80	36,65	-21,56	27,80	2,45	9,43	23,16
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	3,65	5,83	5,12	7,21	6,12	8,19	6,02	1,59

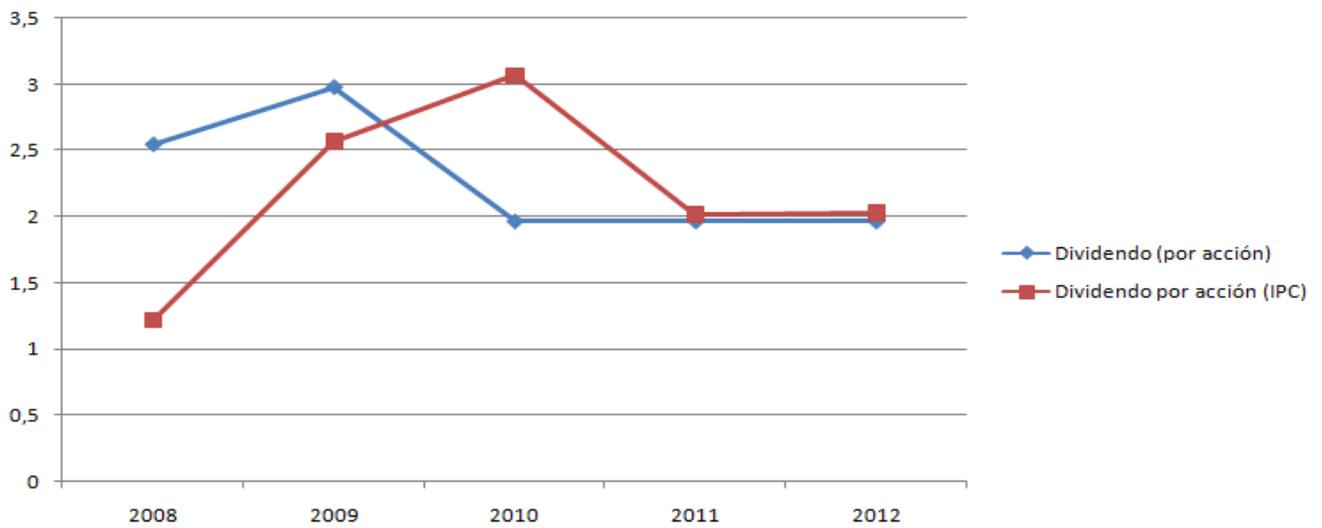
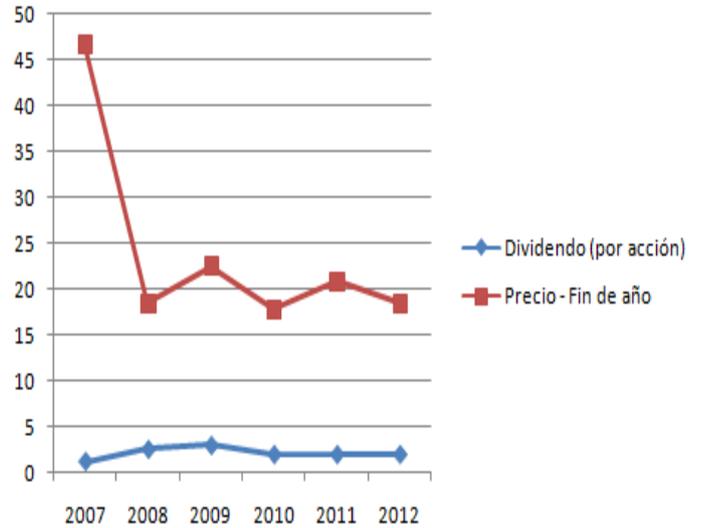
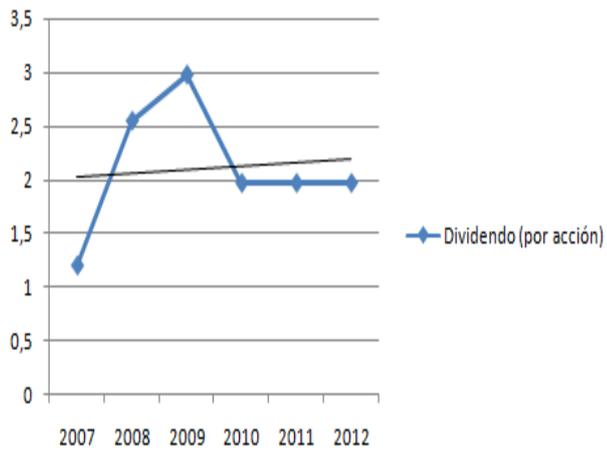
Dividendo (por acción)

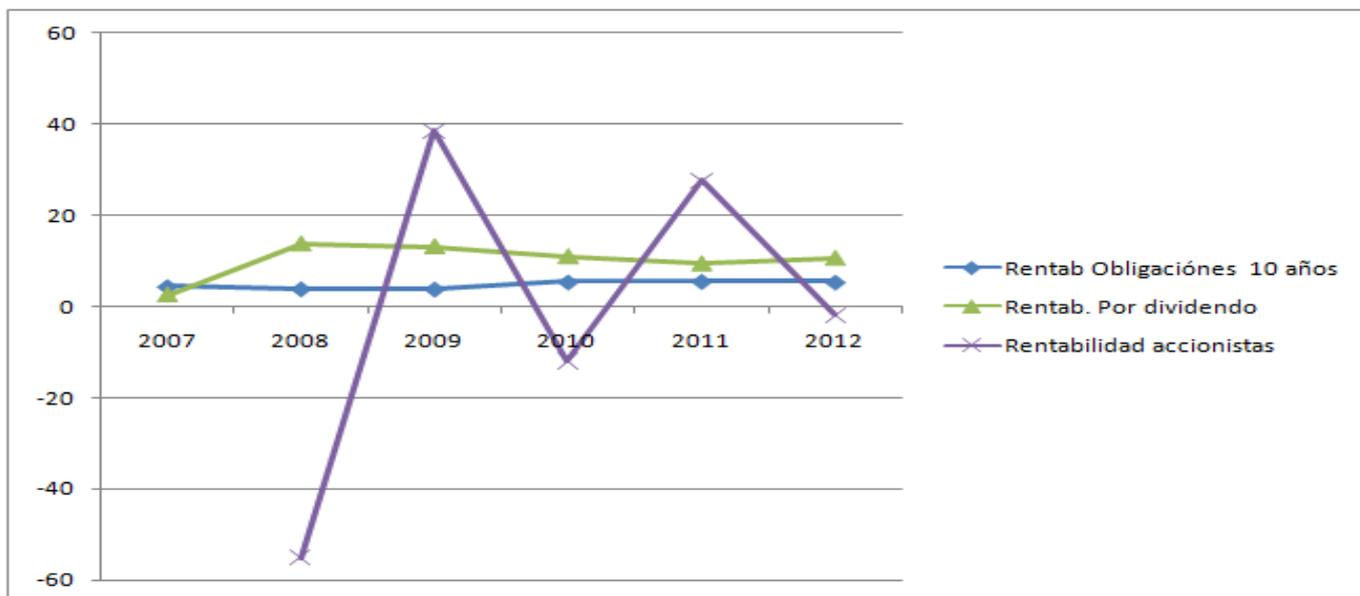




BME-BETA 1'25	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	1,2	2,55	2,98	1,97	1,97	1,97	2,11	0,61
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		1,22	2,57	3,07	2,02	2,03		
Dív - Dív IPC		1,33	0,41	-1,10	-0,05	-0,06		
Nº de acciones (miles)	83.616	83.616	83.616	83.616	83.616	83.616		
Precio - Fin de año	46,6	18,39	22,5	17,83	20,8	18,45		
Capitalización (miles)	3.896.485	1.537.690	1.881.350	1.490.865	1.739.204	1.542.707		
Δ Capitalización (miles)		-2.358.795	343.660	- 390.485	248.338	- 196.497		
Dividendos (miles)		213.220	249.174	164.723	164.723	164.723		
Δ Valor para accionistas		-2.145.575	592.834	- 225.762	413.061	- 31.774		
Rentabilidad accionistas		-55,06	38,55	-12,00	27,71	-1,83	-0,53	36,85
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	2,58	13,87	13,24	11,05	9,47	10,68	10,15	4,06

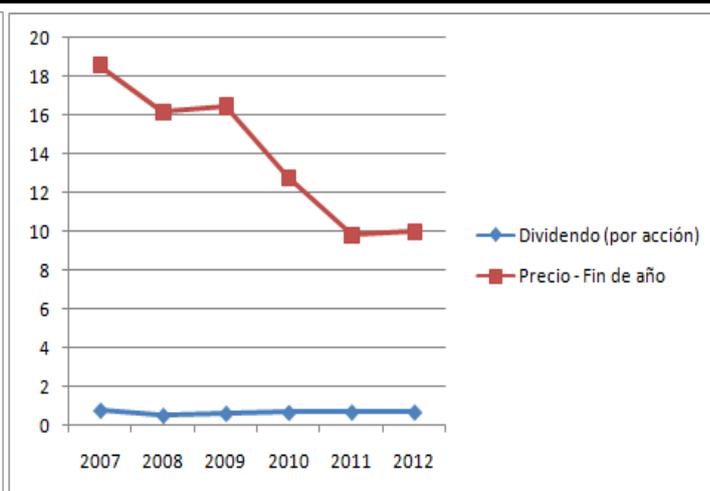
Dividendo (por acción)

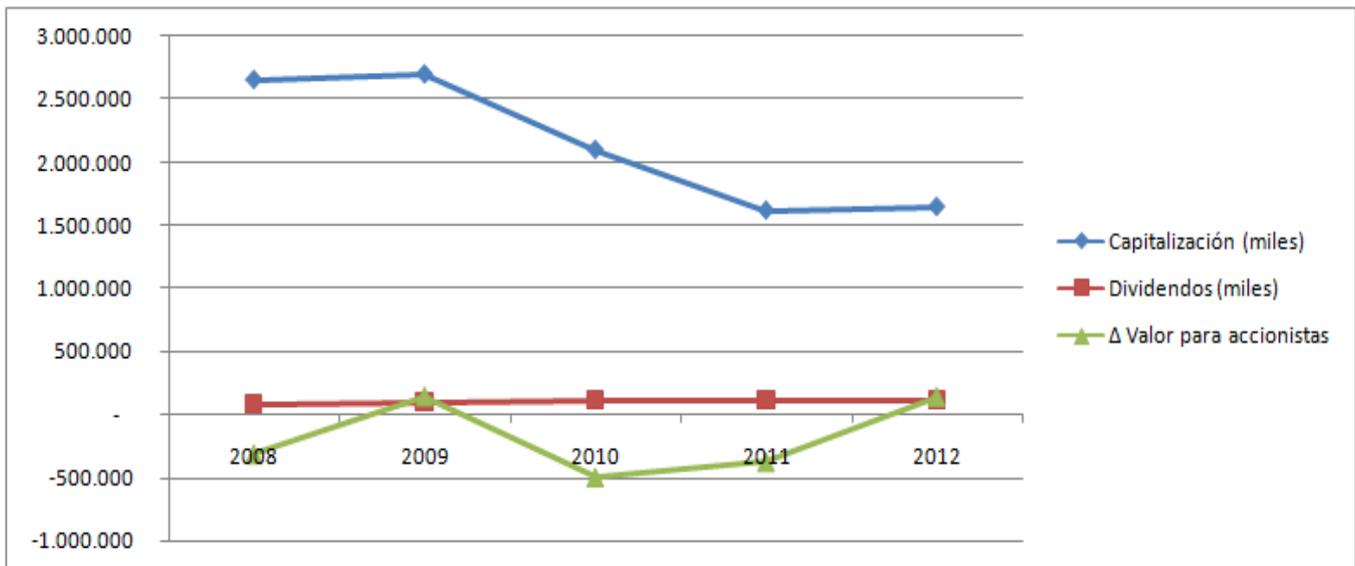
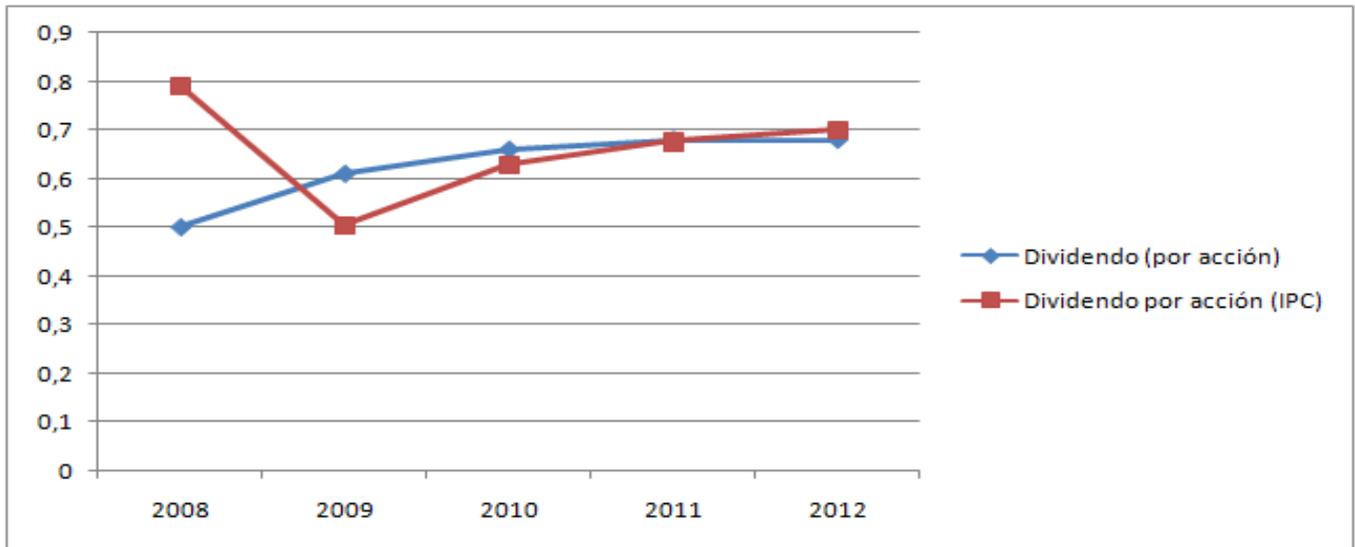




➤ TECNOLOGÍA Y TELECOMUNICACIONES

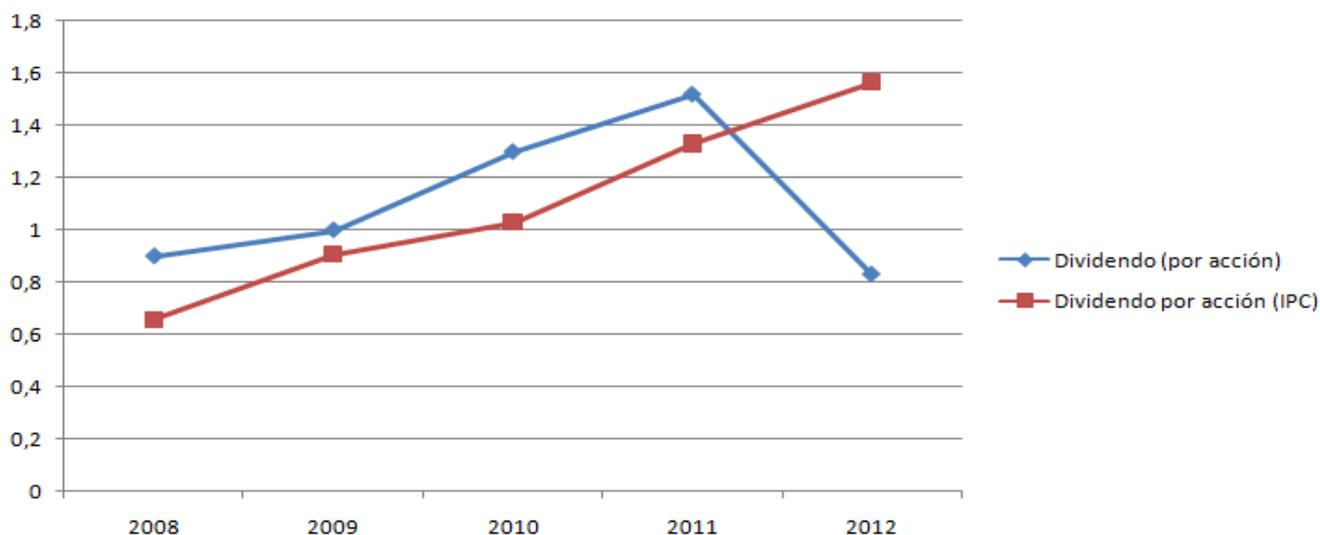
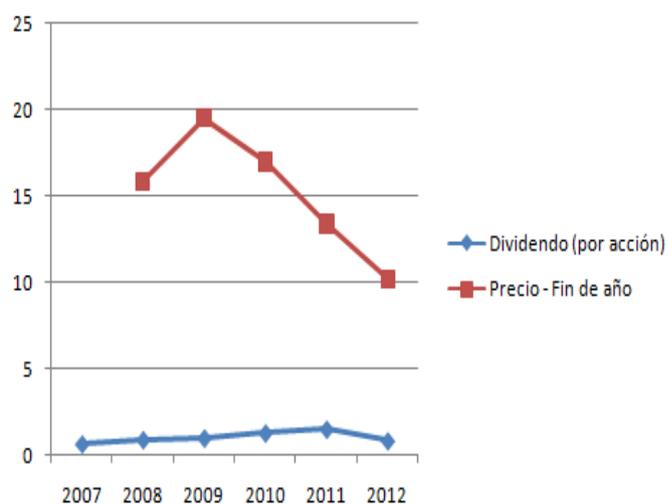
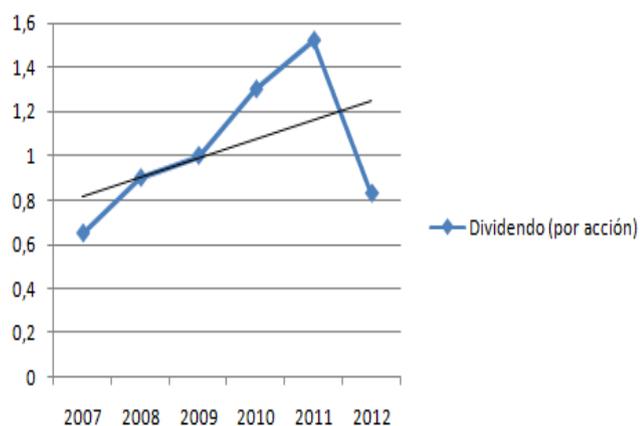
INDRA-BETA 0'57	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,78	0,5	0,61	0,66	0,68	0,68	0,65	0,09
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,79	0,50	0,63	0,68	0,70		
Div - Div IPC		-0,29	0,11	0,03	0,00	-0,02		
Nº de acciones (miles)	164.133	164.133	164.133	164.133	164.133	164.133		
Precio - Fin de año	18,58	16,19	16,46	12,79	9,84	10,02		
Capitalización (miles)	3.049.591	2.657.313	2.701.629	2.099.261	1.615.069	1.644.613		
Δ Capitalización (miles)		- 392.278	44.316	- 602.368	- 484.192	29.544		
Dividendos (miles)		82.067	100.121	108.328	111.610	111.610		
Δ Valor para accionistas		- 310.211	144.437	- 494.040	- 372.582	141.154		
Rentabilidad accionistas		-10,17	5,44	-18,29	-17,75	8,74	-6,41	12,78
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo	4,20	3,09	3,71	5,16	6,91	6,79	4,97	1,60

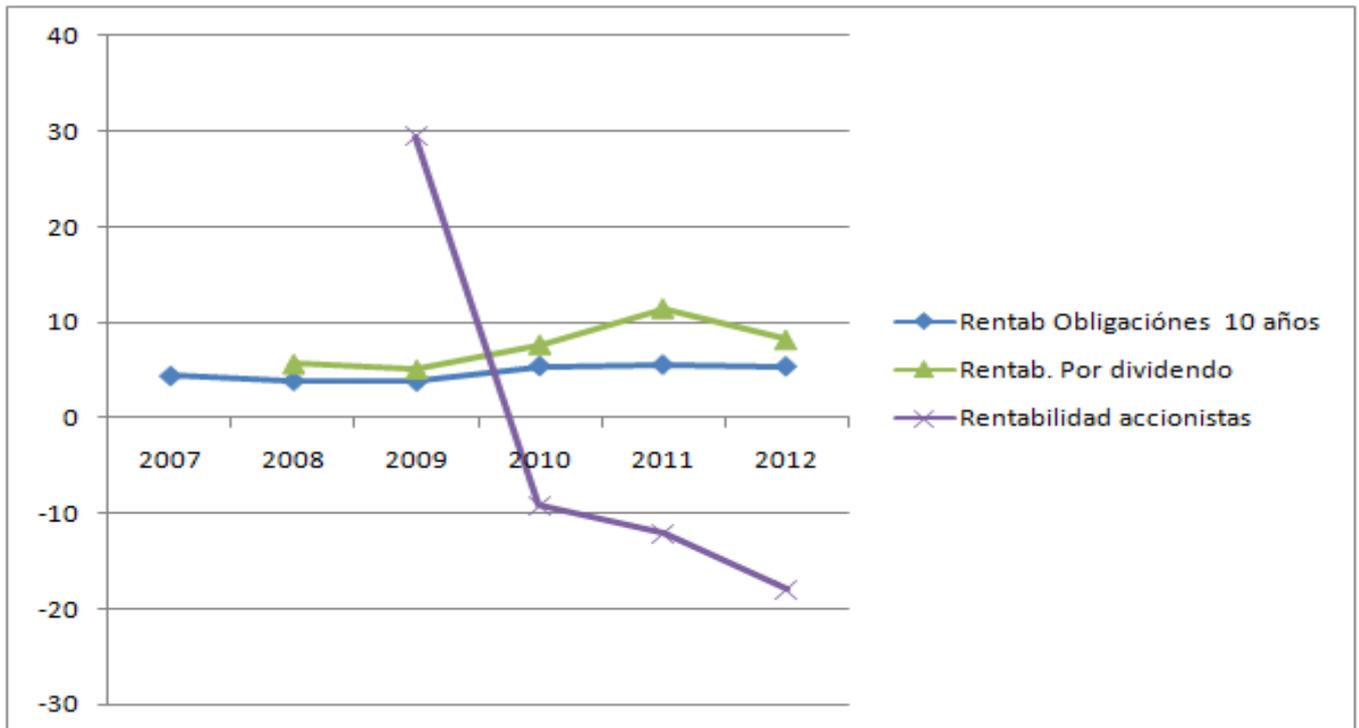
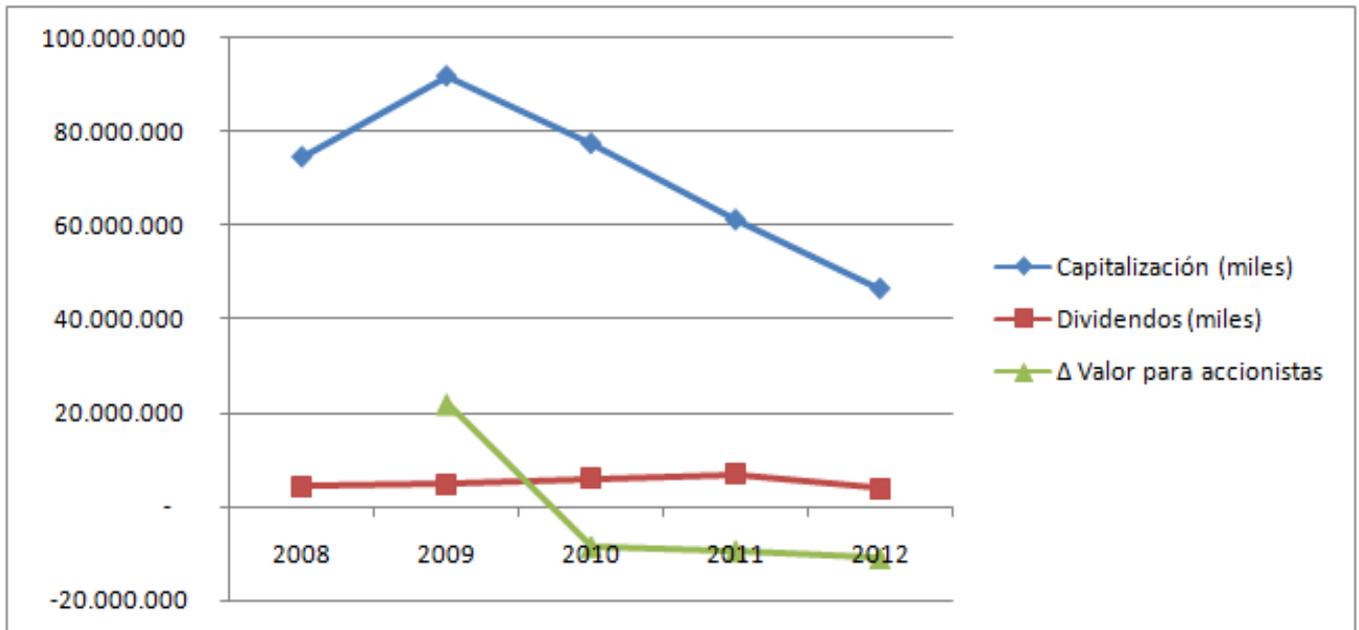




TELEFÓNICA-BETA 0'91	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA	DESV. EST.
Dividendo (por acción)	0,65	0,9	1	1,3	1,52	0,83	1,03	0,32
IPC		1,40%	0,80%	3,00%	2,40%	2,90%	2,10%	0,96%
Dividendo por acción (IPC)		0,66	0,91	1,03	1,33	1,56		
Dív - Dív IPC		0,24	0,09	0,27	0,19	-0,73		
Nº de acciones (miles)		4.704.996	4.704.996	4.563.996	4.563.996	4.551.025		
Precio - Fin de año		15,85	19,52	16,97	13,39	10,19		
Capitalización (miles)		74.574.187	91.841.522	77.451.012	61.111.906	46.374.945		
Δ Capitalización (miles)			17.267.335	- 14.390.510	- 16.339.106	- 14.736.962		
Dividendos (miles)		4.234.496	4.704.996	5.933.195	6.937.274	3.777.351		
Δ Valor para accionistas			21.972.331	- 8.457.315	- 9.401.832	- 10.959.611		
Rentabilidad accionistas			29,46	-9,21	-12,14	-17,93	-2,45	21,59
Rentab Obligaciones 10 años	4,35	3,86	3,8	5,37	5,51	5,34	4,71	0,79
Rentab. Por dividendo		5,68	5,12	7,66	11,35	8,15	7,59	2,46

Dividendo (por acción)





Fuente: (Elaboración propia, 2015)