



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Máster

Máster en Administración y Dirección de Empresas (MBA)

La política de dividendos de las empresas cotizadas españolas:

Tendencias recientes

Presentado por:

José Luis Lozano Pinar

Tutelado por :

Félix López Iturriaga

Valladolid, 17 de Julio de 2019

"Una de las cosas divertidas sobre el mercado de valores es que cada vez que una persona compra, otra vende, y ambos creen que son astutos".

William Feather

Resumen

En el presente trabajo analizamos, para el caso español, una tendencia que se está produciendo en múltiples países como es la reducción del número de empresas que distribuyen dividendos. Esta reducción en el número de pagadoras va acompañada por la concentración de dividendos en un grupo reducido de empresas.

Para ello analizamos la evolución de los dividendos en el mercado español entre 2009 y 2017. En el trabajo también identificamos las diferentes características de las empresas pagadoras y no pagadoras de dividendos. Para concluir, constatamos la concentración de los dividendos en España en torno a las empresas más grandes y estables. Por último, haré un breve repaso sobre las alternativas al pago de dividendos.

Palabras clave: dividendos, mercado bursátil, empresas, España.

Código JEL: C16, G10, G35, N22, N24.

Abstract

In this paper we analyze, for the Spanish case, a trend that is occurring in multiple countries such as the reduction in the number of companies that distribute dividends. This reduction in the number of payers is accompanied by the concentration of dividends in a small group of companies.

For this, we analyze the evolution of dividends in the Spanish market between 2009 and 2017. At work we also identify the different characteristics of the paying and non-paying companies. To conclude, we see the concentration of dividends in Spain around the largest and most stable companies. Finally, I will briefly review the alternatives to paying dividends.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS	5
3. DATOS, VARIABLES Y MÉTODO	9
4. RESULTADOS DEL ESTUDIO.....	11
5. CONCLUSIONES	20
6. BIBLIOGRAFÍA.....	22

INDICE GRÁFICOS

Gráfico 1: Porcentaje de empresas pagadoras de dividendos respecto al total	11
Gráfico 2: Evolución de los dividendos.....	12
Gráfico 3: Activo Total Medio (Pagadoras y No pagadoras de dividendos)	13
Gráfico 4: Porcentaje de Deuda sobre el Activo Total (Pagadoras y No Pagadoras de dividendos).....	14
Gráfico 5: ROA (Pagadoras y No Pagadoras de dividendos).....	14
Gráfico 6: Edad Media de las Empresas (Pagadoras y No Pagadoras de dividendos).....	16
Gráfico 7: Concentración de los Dividendos en las tres, cinco y diez principales pagadoras	18

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Diferencias significativas en el tamaño de las pagadoras y no pagadoras de dividendos	13
Tabla 2: Diferencias significativas en cuanto al porcentaje de deuda	15
Tabla 3: Diferencias significativas en cuanto a la ROA	16
Tabla 4: Diferencias significativas en cuanto a la edad media	17
Tabla 5: Mayores Pagadoras de Dividendos (2009-2017)	19

1. INTRODUCCIÓN

Desde el trabajo seminal de Modigliani y Miller (1961) han sido numerosos los estudios académicos sobre la política de dividendos de las empresas. Además de la relevancia de esta decisión para el valor de la compañía, uno de los temas más candentes ha sido un posible descenso en la propensión a pagar dividendos. Fama y French (2001), constataron que durante el periodo comprendido entre 1978 y 1999, se había reducido sensiblemente el número de empresas norteamericanas que decidían repartir sus resultados a través del pago de dividendos. Posteriormente Baker y Wurgler (2004) matizaron esos resultados añadiendo nuevas teorías explicativas (la denominada *teoría del catering*), y Fatemi y Bildik (2012) cotejaron que la cifra de dividendos repartidos se había incrementado, si bien se había reducido el número de empresas pagadoras en todo el mundo. Por el contrario, Julio e Ikenberry (2004) comprobaron que no solo los dividendos no se han reducido, sino que se han incrementado, aunque también es cierto que los dividendos repartidos por las empresas estadounidenses son menores de los esperados.

La mayoría de los autores han centrado su análisis en las sociedades norteamericanas, por lo que resulta oportuno una referencia a estudios relativos a otros ámbitos. Así, Eije y Megginson (2008) confirmaron la concentración de dividendos en las empresas de la Unión Europea, pues el decil más grande de entidades reparte un 81% del dividendo total. En la misma línea, García y Garrido (2019) muestran las alternativas al pago de dividendos en el mercado continuo español.

Objetivo:

Con el presente trabajo se pretende profundizar en tres cuestiones: en primer lugar, si los dividendos realmente están desapareciendo en España, en segundo lugar, las características de las empresas que en España eligen esta forma de remuneración al accionista y en tercero y último lugar, el grado de concentración existente en el pago de estos. La razón que me ha llevado a realizar el presente

estudio es la cantidad de trabajos realizados sobre la evolución de los dividendos y a su vez, la ausencia de estos para el mercado continuo español.

Para realizar este análisis, hemos seleccionado una muestra de 143 empresas cotizadas entre los años 2009 y 2017, esta cifra varía cada año en función de las entradas, salidas, fusiones y desapariciones de empresas que se producen en el mercado continuo español. Se excluyen las empresas del sector financiero, al no considerarlas representativas para este estudio.

Se concluirá el presente análisis afirmando que: en primer lugar, los dividendos en España no se han reducido, sólo el número de pagadores en segundo lugar, las empresas pagadoras son más grandes y estables, además, la brecha de edad entre empresas pagadoras y no pagadoras de dividendos se ha ido reduciendo y en tercer lugar, se evidenciará la concentración de dividendos que se produce en el mercado bursátil.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Los dividendos es la parte de los beneficios de la empresa entregada al accionista en concepto de retribución al inversor. Es una de las decisiones financieras más importantes que deben tomar las compañías, tanto por la cantidad de información transmitida al mercado sobre su salud financiera, como la satisfacción proporcionada a sus accionistas. Para los inversores, también es un aspecto relevante, ya que el reparto de dividendos por parte de las compañías es una de las razones que determinan la decisión de dónde invertir sus ahorros.

Fama y French (2001), en su observación acerca de la evolución del pago de dividendos para el periodo temporal comprendido entre 1978 y 1999, encontraron una serie de evidencias en la caída de la propensión a pagar dividendos en el mercado bursátil americano. En su estudio muestran cómo el número de pagadores había caído de un 67% en 1978 a un 21% en 1999.

A través de su investigación, hallaron las razones del descenso del número de entidades pagadoras. Esto, se debe al crecimiento del número de empresas cotizadas con características que se asimilaban a las compañías no pagadoras,

es decir, incrementó el número de empresas más pequeñas, menos rentables y con mayores oportunidades de inversión. Esta idea se reafirma tanto con Easterbrook (1984) como con Jensen (1986), ya que las empresas con mayores oportunidades de inversión tienden a no repartir dividendos. Por otra parte, las empresas grandes y rentables que iniciaban su cotización en la Bolsa norteamericana prefirieron no repartir sus resultados en forma de dividendos, disminuyendo el número de empresas pagadoras con resultados positivos, pasando de un 72% al inicio del estudio a un 30% en el año 1999. Otra razón para explicar la reducción del número de entidades que reparten dividendos es el aumento de las fusiones dadas entre las compañías pagadoras.

Por último, Fama y French (2001), también apreciaron evidencias en las empresas estadounidenses, éstas optaban por fórmulas alternativas de retribución a los inversores, como se trata de la recompra de acciones. La cual, tiene su boom inicial a principio de los años 70 cuando el presidente Nixon, en un intento de reducir la inflación, decidió congelar los dividendos y por ello las sociedades cotizadas para evitar los controles impuestos al pago de estos, se inclinaron por la recompra de acciones con la intención de generar ganancias de capital. Una vez retiradas las restricciones impuestas por el presidente norteamericano, las compañías volvieron a escoger el pago de dividendos como forma de retribución, hasta mediados de los años 80, cuando se produce la explosión definitiva de la recompra de acciones, pasando a representar el 31,6% de las ganancias de capital de la Bolsa norteamericana.

Sin embargo, otros economistas como Baker y Wurgler (2004), de manera paralela a lo expuesto por Bagwell y Shoven (1989), exhiben razones muy diferentes a la hora de explicar la caída en la propensión a pagar dividendos. Estos autores desarrollan la *teoría del catering*, la cual explica la caída en la propensión a pagar como un cambio en las preferencias de los inversores a la hora de obtener una determinada rentabilidad, optando estos, por las ganancias de capital por delante de los dividendos. En el desarrollo de esta teoría Baker y Wurgler (2004) concluyen que, los inversores se han decantado por las ganancias de capital producidas por la adquisición de títulos propios por parte de las entidades, ocasionándose un exceso de demanda de acciones de empresas

que escogen este tipo de remuneración. Esto produce un aumento en la cotización de este tipo compañías. Esta situación es observada por el mercado, y este responde con una mayor oferta de empresas que ofrecen este tipo de remuneración al accionista, causando un descenso en el número de pagadoras de dividendos.

Además, encontraron evidencias empíricas de cómo la prima de dividendos posee una doble capacidad, explicativa y predictiva, a la hora de anticipar tendencias sobre el aumento o reducción de los dividendos en el mercado americano, apreciando cuatro etapas diferentes desde los años 60. La primera etapa se inicia a principios de los años 60, y dura hasta mediados de esa década, durante ese tiempo la prima de dividendos es positiva y se evidencia un comportamiento creciente de los dividendos. La segunda etapa que se extiende desde mediados de los años 60 hasta finales, se observa una prima de dividendos negativa, que coincide con una caída en el pago de dividendos. En 1969 se advierte un aumento en el valor de las acciones de las empresas pagadoras, dando inicio a la tercera etapa. En esta tercera etapa, se percibe un aumento de los dividendos, pero dicho aumento no se hace efectivo hasta 1974, momento en el cual desaparecen las limitaciones impuestas por Nixon. La cuarta y última etapa del estudio tiene su inicio en el año 1977, cuando se aprecia una caída en la prima de dividendos que tiene su continuidad hasta el año 2000.

Al contrario de lo anteriormente expuesto sobre la caída en el pago de los dividendos, Fatemi y Bildik (2012), analizaron la distribución de resultados de más de 17.000 compañías repartidas por 33 países diferentes. Estos autores determinan que los dividendos no sólo no están disminuyendo, sino que están aumentando. Según Fatemi y Bildik (2012), se está produciendo una mayor concentración en el número de sociedades que reparten dividendos, es decir, actualmente los pagadores de dividendos son menos, pero pagan más. La caída en la propensión a pagar es un fenómeno global, salvo en algunos países como Austria, Brasil, Chile, España o Japón, y se está dando tanto en mercados desarrollados, como en mercados en desarrollo. Sobre la concentración de los dividendos aseveran que se trata de un acontecimiento producido en todo el mundo, salvo las excepciones de Estados Unidos y Japón. Las empresas

pagadoras de dividendos son empresas más grandes y pagan una mayor cantidad. En este trabajo se constata que los 5 mercados bursátiles más desarrollados (Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido) concentran más del 50% de los dividendos agregados mundiales. Aun habiéndose producido en Estados Unidos un descenso del número de pagadores tal es la concentración, que las empresas norteamericanas acumulan el 12% de dichos dividendos globales.

Otro de los aspectos que Fatemi y Bildik (2012) consideran importantes a la hora de explicar las tendencias evidenciadas en el pago de dividendos es el sistema legal instaurado en cada país mostrando que, en los países con derecho común las empresas tienen una menor propensión al pago de dividendos. Sin embargo, la caída en la propensión a pagar es mayor en los países con derecho civil.

Por su parte, García y Garrido (2019) ratifican que el descenso en la propensión a pagar dividendos en España no ha sido tan evidente como en el resto del mundo, en consonancia con lo afirmado por Fatemi y Bildik (2012). García y Garrido (2019) aseguran, que las empresas cotizadas en el mercado bursátil español han mantenido un gran rendimiento medio en el dividendo, en concreto del 4% anual en los últimos diez años. Esto supone una gran protección para la rentabilidad del accionista, porque de alguna forma asegura una utilidad fija para estos *stakeholders*¹, y provoca un efecto llamada para los inversores internacionales. Estos actualmente constituyen entorno al 45% del total. La rentabilidad del 4% anual ofrecida por los dividendos españoles es superior a la proporcionada por los denominados bonos “sin riesgo”, los cuales llevan un lustro sin superar el 2% anual. Otra razón atractiva para los inversores es la legislación armonizada con el resto de Europa, ya que permite una mejor gestión de sus inversiones, debido a que los pagos son más predecibles tanto en fecha como en cantidad.

¹ **stakeholders**: Todas aquellas personas u organizaciones afectadas por las actividades y las decisiones de una empresa.

Algunas de las evidencias empíricas sobre el pago de dividendos y las empresas pagadoras encontradas por García y Garrido (2019) en su estudio son las siguientes:

- Desde el año 2012 hasta el 31 de diciembre de 2018, el Ibex 35 sin dividendos ha crecido un 42,2%. Sin embargo, el Ibex 35 con dividendos ha crecido hasta un 86,4%.
- Desde el año 2000 las empresas cotizadas han retribuido en forma de dividendos 421.642 millones de euros, es decir, una cantidad similar al valor actual del 65% de las empresas cotizadas.
- A partir del año 2006 los dividendos pasan de 11.000 millones del año anterior a 21.000 millones, y desde entonces no baja de los 23.000 millones anuales en concepto de dividendos.
- Existe una evidencia clara de que las empresas que pagan dividendos son más estables, menos arriesgada y los precios de los títulos se comportan de forma más favorable.

Algunas de las tendencias recientes producidas tanto en Europa como en España, son el crecimiento de alternativas al pago de dividendos como forma de retribución al accionista. La principal alternativa es la recompra y amortización de acciones con tradición en los países anglosajones, sin embargo, en nuestro entorno más cercano es algo relativamente nuevo. Otro tipo de remuneración que ha florecido en los últimos años es el dividendo script, el cual consiste en dar a elegir al accionista entre: un pago en efectivo de los dividendos o sustituir ese pago por derechos de suscripción a valor de mercado para ser utilizados en próximas ampliaciones de capital o bien, cuando la empresa decida vender las acciones recompradas.

3. DATOS, VARIABLES Y MÉTODO

Mi muestra está formada por 143 empresas (véase Anexo 1), todas cotizadas en el mercado continuo español durante el periodo 2009-2017. El número de entidades cambia cada año en función de las entradas, salidas, fusiones y desapariciones. A partir del análisis de los estados financieros de estas empresas, he hallado si las afirmaciones realizadas por diversos autores (Fama

y French, 2001; Baker y Wurgler, 2004; Fatemi y Bildik, 2012); García y Garrido, 2019) eran ciertas y cuáles no. Para ello he utilizado las bases de datos disponibles en la Universidad de Valladolid (Uva); tanto Orbis como Sabi, además de contenidos publicados en la Bolsa de Madrid, como sus informes anuales, los cuales he utilizado para conocer las empresas que cotizan en el mercado continuo cada año. El periodo analizado es el 2009-2017, debido a la escasa disponibilidad de registros antes de 2009. Las bases de datos anteriormente nombradas sólo recogen datos para los últimos 10 años, y no todas las empresas cuentan con el mismo periodo, teniendo algunas compañías una muestra para el periodo 2008-2017 y otras para el periodo 2009-2018. También, para los años 2016 y 2017, los datos con los que contaban Orbis y Sabi no estaban consolidados, por lo que he optado por la base de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en concreto XBRL, para completar los registros obtenidos de las bases de datos de la UVA.

Los estados financieros utilizados son el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas seleccionadas, además las partidas son: el activo total, el patrimonio neto, la deuda, el resultado del ejercicio, el año de fundación y los dividendos ordinarios repartidos. A partir de estas partidas contables expresadas en miles de dólares americanos he obtenido en primer lugar, el porcentaje de empresas pagadoras para conocer la evolución que se está dando en España en este sentido. En segundo lugar, he calculado el activo total medio para conocer el tamaño de las empresas analizadas, estableciendo un promedio para cada tipo de empresa, la ratio deuda/activo total calculando el porcentaje medio de deuda sobre el activo total para ambos tipos de entidades, también su rentabilidad económica, mediante el cálculo de la ROA² (Return On Assets) para conocer su estabilidad y también muestro la diferencia de edad, tanto para sociedades pagadoras como no pagadoras, todo esto con el fin de establecer conclusiones sobre las características de unas y otras. En tercer lugar, se realizará un contraste de igualdad de medias mediante la prueba *t de Student*³,

² **ROA**: Rentabilidad económica de la empresa, entendida como la relación entre los resultados brutos de la empresa y los activos totales de la misma.

³ **T de Student**: La prueba t de student, es una prueba estadística, con el fin de determinar si las diferencias entre dos muestras son significativas

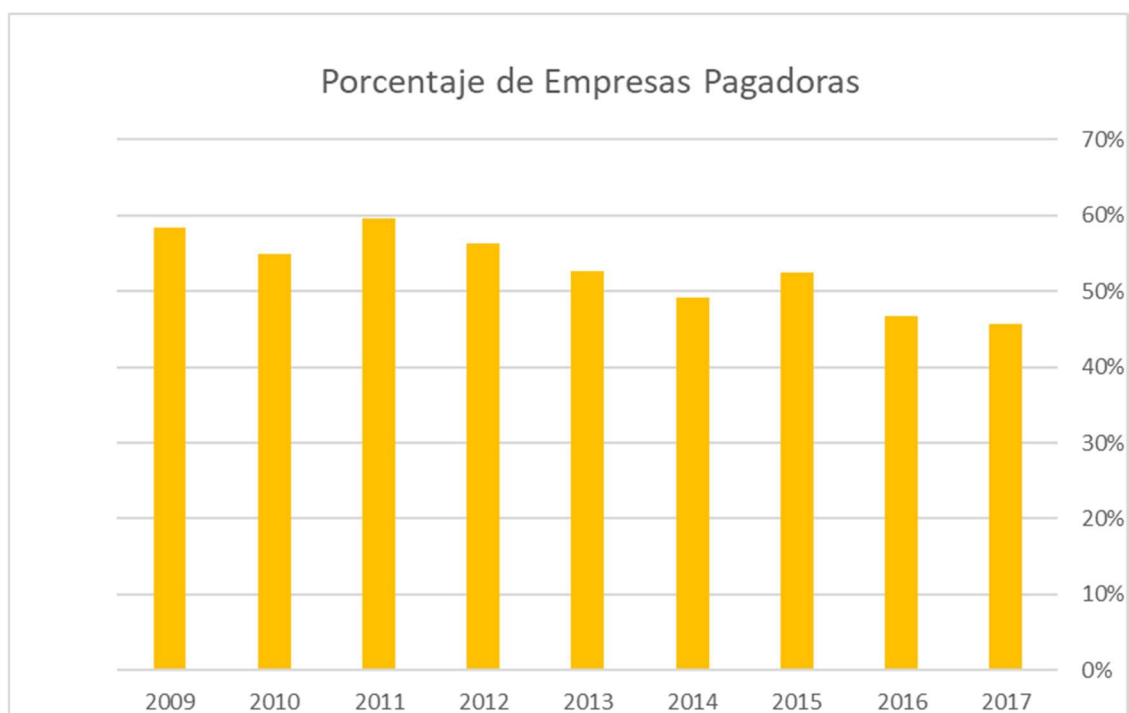
con el fin conocer si las diferencias existentes entre empresas pagadoras y no pagadoras son significativas. En último lugar se ha calculado el porcentaje de dividendos que pagan sobre el total las tres, cinco y diez principales pagadoras, con el propósito de establecer la concentración de dividendos que se da en este país.

La moneda utilizada son los dólares americanos, al ser la divisa empleada en la mayor parte de los estudios expuestos en este trabajo. Los datos relativos a registros monetarios están en miles.

4. RESULTADOS DEL ESTUDIO

En primer lugar, voy a analizar si existe una tendencia hacia la desaparición de las empresas pagadoras de dividendos, tal y como afirman Fama y French (2001) entre otros, los cuales indican una tendencia global hacia la desaparición de las empresas que reparten sus resultados en forma de dividendos.

Gráfico 1: Porcentaje de empresas pagadoras de dividendos respecto al total



Datos: Orbis, Sabi y XBRL

En el Gráfico 1 se expone que desde el año 2009 existe una reducción progresiva de empresas que reparten dividendos, siendo este tipo de compañías el 58% del total de las sociedades cotizadas al inicio del estudio, mientras que este porcentaje se reduce hasta el 46% en el año 2017. Esto se debe a que en

España tal y como indican García y Garrido (2019), las empresas cotizadas están inclinándose por formas alternativas de remuneración como son la recompra de acciones o el dividendo script, cada vez más habitual entre las empresas cotizadas en nuestro mercado.

Seguidamente en el Gráfico 2, veremos si este descenso progresivo en el número de pagadores está acompañado de un descenso en la cantidad de dividendos repartidos.

Gráfico 2: Evolución de los dividendos

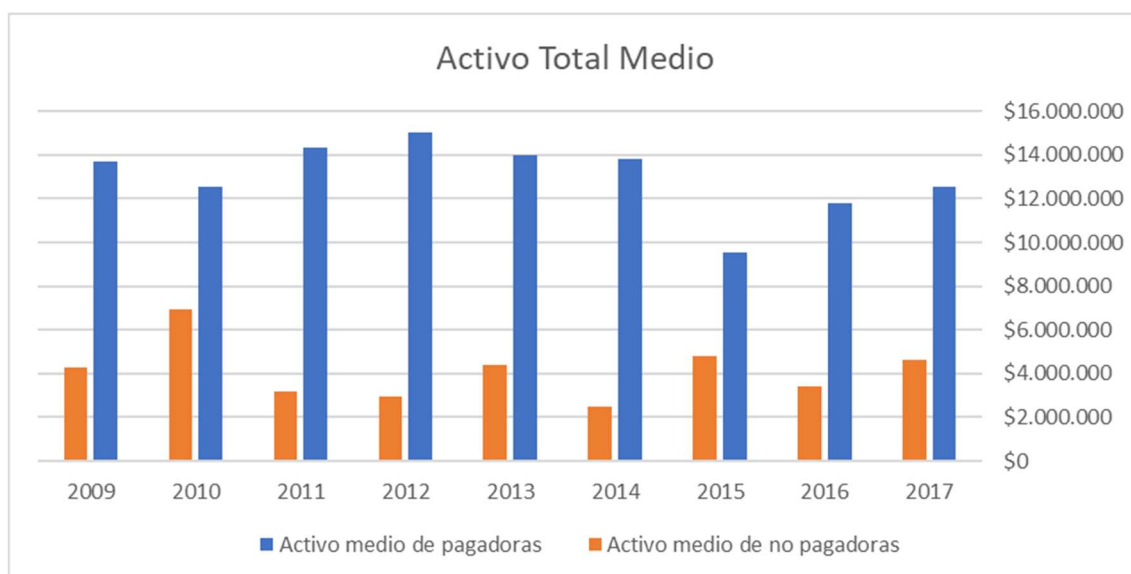


Datos: Bolsa de Madrid

Como se puede apreciar los dividendos se han mantenido estables e incluso en el año 2014 hubo un crecimiento del 85% respecto al año anterior, que luego se vio corregido en los años posteriores, manteniendo una tendencia creciente desde el año 2013.

También, analizaré la influencia del tamaño, medido por el activo total medio. Para ello realizaré una comparación del promedio de los activos totales tanto de las compañías pagadoras como de las no pagadoras y evaluaré si se produce algún cambio significativo.

Gráfico 3: Activo Total Medio (Pagadoras y No pagadoras de dividendos)



Datos: Orbis y Sabi

En el Gráfico 3, se pueden apreciar grandes diferencias entre el activo total de las empresas pagadoras y el de las no pagadoras. Por lo que puedo establecer en función de este resultado y en consonancia con Fama y French (2001), que las entidades más grandes tienen una mayor propensión al pago de dividendos. A continuación, a través del análisis estadístico *t de Student* hallaré si tales diferencias mostradas en los activos totales de ambos tipos de sociedades son significativas.

Tabla 1: Diferencias significativas en el tamaño de las pagadoras y no pagadoras de dividendos

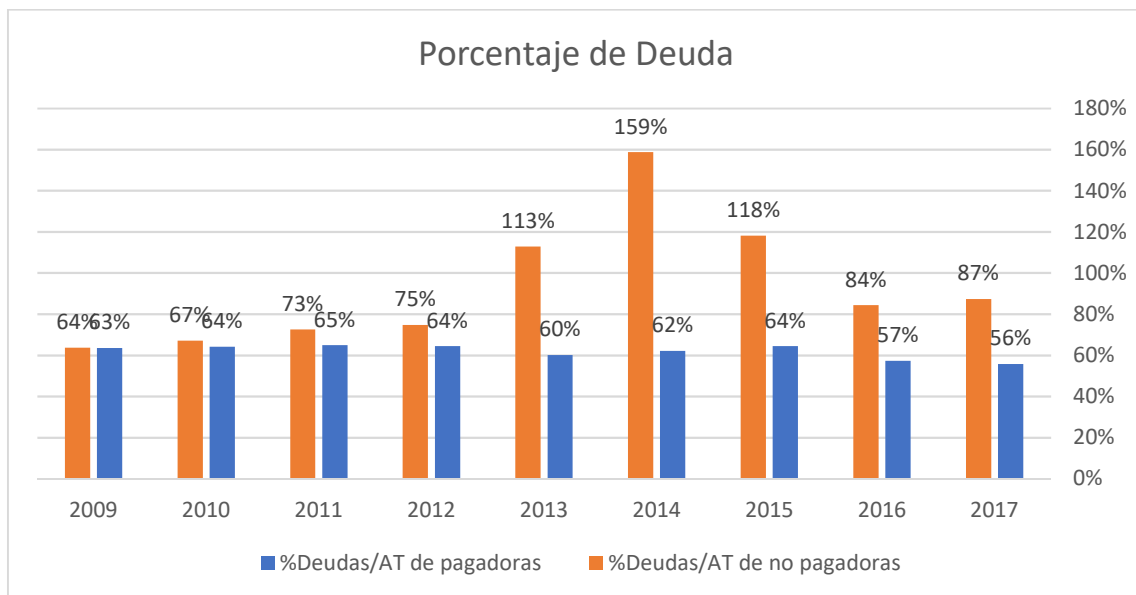
	2009	2017
Pagadoras	\$13.695.609,2	\$12.571.200,5
No pagadoras	\$4.285.704,4	\$4.652.201,8
p-valor	0,03	0,05

En la anterior tabla, se exhiben las diferencias significativas en el tamaño medido por el activo total de pagadoras y no pagadoras, al tener tanto al inicio del análisis como al final un p-valor < 0,1

Tanto en el gráfico 3 como en el gráfico 4 analizaré la estabilidad de las empresas. Esto lo determinaré en función del porcentaje de deuda sobre el total del activo y de la rentabilidad económica medida a través de la ROA. Según

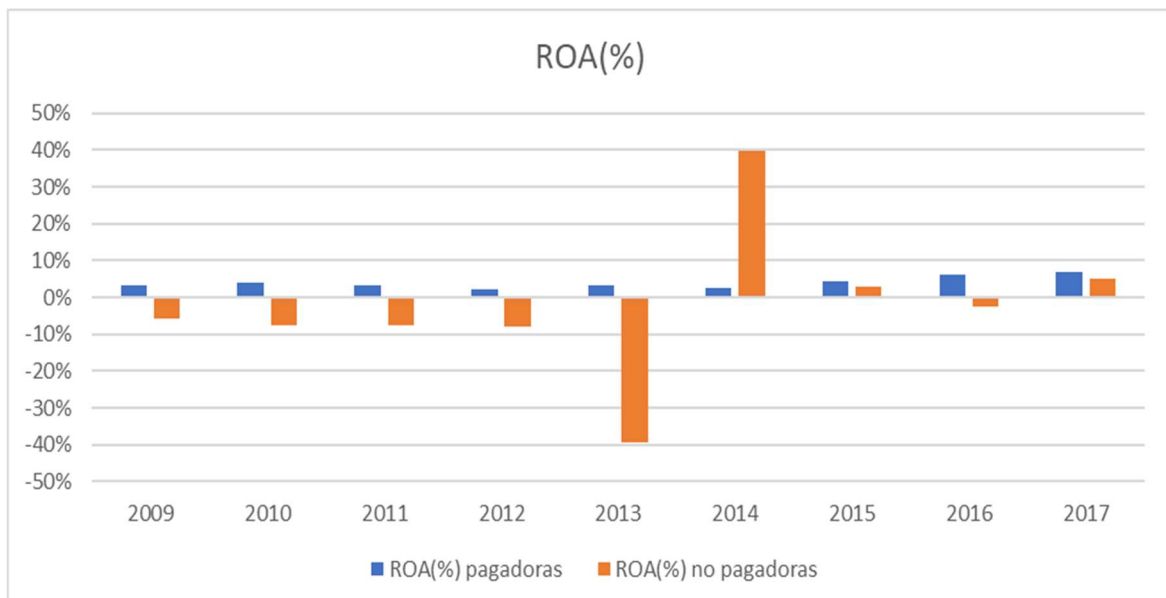
diversos estudios las sociedades que pagan dividendos son más estables y rentables. Dicha estabilidad, también es apreciada por los inversores, los cuales la valoran positivamente, decantándose en muchas ocasiones por este tipo de compañías a la hora de decidir dónde invertir su dinero.

Gráfico 4: Porcentaje de Deuda sobre el Activo Total (Pagadoras y No Pagadoras de dividendos)



Datos: Orbis y Sabi

Gráfico 5: ROA (Pagadoras y No Pagadoras de dividendos)



Datos: Orbis y Sabi

Tal y como muestran los gráficos 4 y 5 las empresas pagadoras tienen una mayor estabilidad en el porcentaje de deuda respecto a sus activos, siendo este

para todo el periodo de entorno al 60% del total del activo, dicha estabilidad se debe a que en este tipo de compañías el comportamiento tanto de la deuda como de los activos se ha mantenido estable. En este tipo de compañías los inversores buscan seguridad a la hora obtener una rentabilidad fija, este rendimiento en la última década se ha situado alrededor del 4% anual tal y como han indicado García y Garrido (2019). Esta estabilidad también se puede apreciar en el comportamiento de la ROA de las empresas pagadoras, y además se sitúa para la mayor parte de los años por encima de las no pagadoras.

Por el contrario, las empresas no pagadoras son más inestables, mostrando un crecimiento progresivo en el porcentaje de deuda en el periodo 2009-2014, siendo en todo momento más arriesgadas que las compañías pagadoras de dividendos, si bien es cierto a partir del año 2014, dicha tendencia se empieza a corregir. Las empresas no pagadoras, no han podido mantener estable esta ratio, esto es debido principalmente al aumento de deuda, dicho aumento no se ha visto acompañada de un crecimiento en la inversión en activos, lo que significa que no han realizado grandes inversiones. Tampoco han sido capaces de mantener una rentabilidad económica estable, predominando un rendimiento negativo para más de la mitad de los años. Todo esto nos indica que las no pagadoras tienen una gran inestabilidad y cuentan con un mayor riesgo, esto hace que los inversores exijan una mayor rentabilidad, la cual actualmente no están proporcionando.

Seguidamente analizaré si las diferencias halladas en cuanto al porcentaje de deuda y la ROA son significativas.

Tabla 2: Diferencias significativas en cuanto al porcentaje de deuda

	2009	2017
Pagadoras	63%	56%
No pagadoras	64%	87%
p-valor	0,96	0,02

En cuanto al porcentaje de deuda, se aprecia al inicio de la muestra que las diferencias entre ambos tipos de sociedades no son significativas con un p-valor > 0,1, sin embargo, en el año 2017, estas diferencias sí son significativas

evidenciándose un aumento del porcentaje de deuda en las empresas no pagadoras.

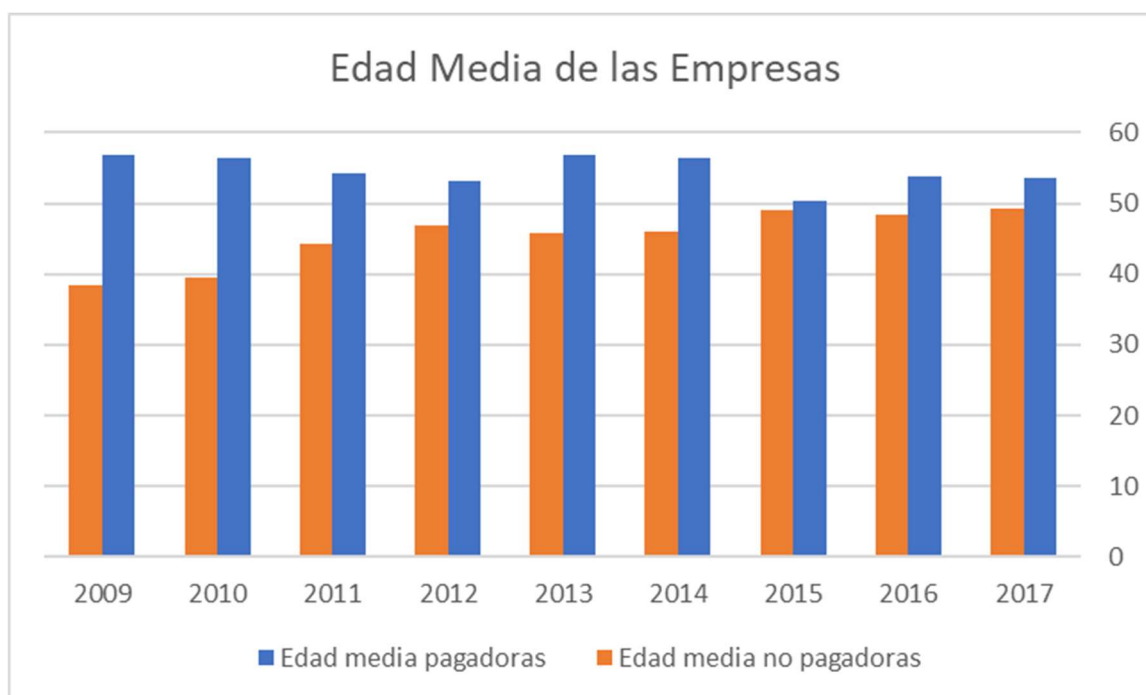
Tabla 3: Diferencias significativas en cuanto a la ROA

	2009	2017
Pagadoras	3,3%	6,8%
No pagadoras	-5,8%	5%
p-valor	0,000	0,67

En lo que se refiere a las diferencias de rentabilidad entre las pagadoras y no pagadoras al inicio del estudio es significativa, no obstante, al final del mismo esto cambia, apreciándose una reducción de las diferencias entre ambos tipos de empresas, consecuencia de la oscilación en este sentido de las no pagadoras.

Inmediatamente, se analizará si las empresas más antiguas, tienen una mayor propensión a pagar dividendos que las empresas más jóvenes, tal y como señala Fama y French (2001). Para ello he calculado la edad media de las pagadoras y de las no pagadoras.

Gráfico 6: Edad Media de las Empresas (Pagadoras y No Pagadoras de dividendos)



Datos: Orbis y Sabi

Como se puede observar en el Gráfico 6, hay diferencias en la edad media de las empresas pagadoras y no pagadoras, existiendo una tendencia en los últimos años hacia la reducción de la brecha de edad entre ambos tipos de sociedades. En el año 2009 se constata una gran diferencia de edad entre las empresas que reparten dividendos y las que no de en torno a 20 años, teniendo las compañías pagadoras una edad media de 57 años y las empresas no pagadoras de 38. Sin embargo, esta brecha de edad ha ido reduciéndose progresivamente, hasta ser en el año 2017, de cinco años. Esto se debe a que las sociedades que no han pagado dividendos al inicio del estudio siguen sin pagarlos al final y empresas más jóvenes se han inclinado por el reparto de dividendos reduciendo las diferencias en las edades medias de las empresas pagadoras y no pagadoras además, empresas más antiguas las cuales tradicionalmente pagaban más dividendos se han inclinado por otras opciones aumentando la edad media de las no pagadoras.

Ahora procederé a analizar si las diferencias en la edad media de las no pagadoras son significativas.

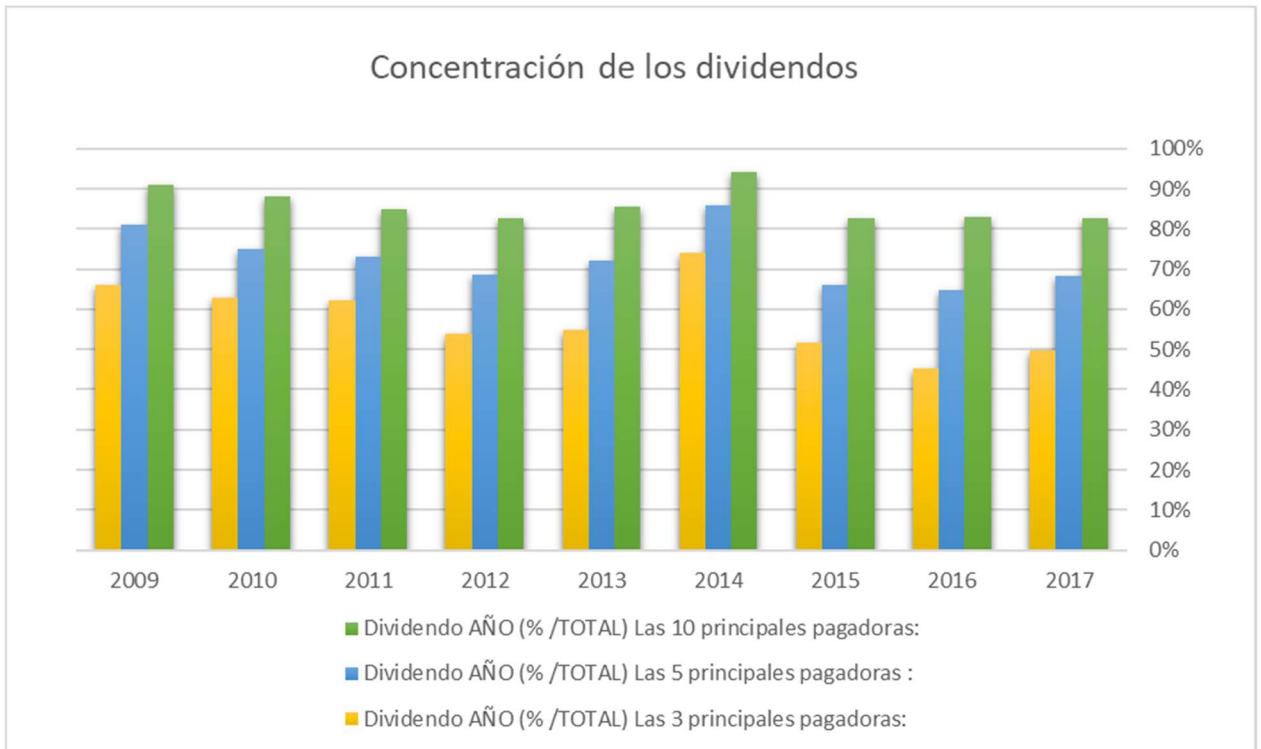
Tabla 4: Diferencias significativas en cuanto a la edad media

	2009	2017
Pagadoras	57	54
No pagadoras	38	49
p-valor	0,02	0,59

Esta tabla ratifica lo que he venido diciendo, es decir, las diferencias de edad entre ambos tipos de entidades son significativas al inicio del análisis, e insignificativas al final, dicha diferencia de edad se ha ido reduciendo a lo largo del periodo 2009-2017.

Por último, se estudiará si existe una concentración de los dividendos, como afirman Fatemi y Bildik (2012). Estos indican una gran concentración de dividendos en todo el mundo, salvo en Estados Unidos y Japón.

Gráfico 7: Concentración de los Dividendos en las tres, cinco y diez principales pagadoras



Datos: Orbis y Sabi

En el gráfico 6, se constata la gran concentración de dividendos producida en el mercado bursátil español. Las tres, cinco y diez principales pagadoras concentran más del 50%, 65% y 80% de los dividendos totales, respectivamente. Esto no deja lugar a dudas a la hora de afirmar, que en España los dividendos se encuentran ultraconcentrados. Además, esto es un hecho que se produce desde el inicio del estudio hasta el final.

Tabla 5: Mayores Pagadoras de Dividendos (2009-2017)

Mayores Pagadoras de Dividendos									
EMPRESAS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Endesa	1 ^a	3 ^a	4 ^a	4 ^a	-	1 ^a	4 ^a	4 ^a	4 ^a
Telefónica	2 ^a	1 ^a	1 ^a	1 ^a	1 ^a	2 ^a	-	7 ^a	3 ^a
Iberdrola	3 ^a	-	-	10 ^a	9 ^a	10 ^a	10 ^a	-	-
Repsol	4 ^a	5 ^a	2 ^a	3 ^a	4 ^a	4 ^a	-	-	-
Bayer	5 ^a	2 ^a	3 ^a	2 ^a	2 ^a	3 ^a	1 ^a	1 ^a	1 ^a
Gas Natural	6 ^a	4 ^a	7 ^a	5 ^a	3 ^a	5 ^a	3 ^a	3 ^a	5 ^a
Acciona	7 ^a	-	-	9 ^a	10 ^a	-	-	-	-
FCC	8 ^a	8 ^a	-	-	-	-	-	-	-
Enagás	9 ^a	-	-	7 ^a	6 ^a	7 ^a	6 ^a	-	-
Mediaset	10 ^a	-	-	-	-	-	-	-	-
Inditex	-	6 ^a	5 ^a	-	-	-	2 ^a	2 ^a	2 ^a
DIA	-	7 ^a	9 ^a	-	-	-	-	-	-
Red Eléctrica	-	9 ^a	10 ^a	6 ^a	5 ^a	6 ^a	5 ^a	8 ^a	7 ^a
Zardoya	-	10 ^a	-	-	-	-	-	-	-
Ferrovial	-	-	8 ^a	-	-	-	-	6 ^a	6 ^a
Abertis	-	-	6 ^a	8 ^a	8 ^a	9 ^a	8 ^a	-	-
Amadeus	-	-	-	-	7 ^a	8 ^a	7 ^a	9 ^a	10 ^a
Grifols	-	-	-	-	-	-	9 ^a	10 ^a	-
Siemens	-	-	-	-	-	-	-	5 ^a	-
Prosegur	-	-	-	-	-	-	-	-	8 ^a
Prosegur cash	-	-	-	-	-	-	-	-	9 ^a

En la tabla 5, podemos visualizar las 10 empresas que más dividendos pagan y que concentran a su vez como mínimo un 80% de los dividendos. Estas son para toda la serie prácticamente las mismas, con ligeros cambios en las posiciones. Un total de 22 empresas se reparten el top 10 de entidades que más pagan cada año, esto es un ejemplo más de la estabilidad en las sociedades que pagan dividendos y los mantienen a lo largo del tiempo.

5. CONCLUSIONES

Con el análisis realizado daré respuesta a las cuestiones planteadas al inicio del estudio. En primer lugar, el número de pagadores en España ha decrecido en un 12%, esto no significa una caída de los dividendos, ya que estos se han mantenido estables e incluso han crecido desde el año 2013, por lo que puedo afirmar que el reparto de dividendos en España no está desapareciendo. En segundo lugar, las características de las empresas pagadoras son las siguientes, son sociedades más grandes y estables, cuentan con un mayor número de activos totales, existiendo en este sentido una diferencia significativa con respecto a las no pagadoras, además, son menos arriesgadas ya que su porcentaje de deuda respecto al total del activo se ha mantenido en todo momento estable e inferior al 100%, también son en general más ventajosas para los inversores teniendo una rentabilidad económica positiva y estable durante todo el análisis. Asimismo, he comprobado cómo la brecha de edad se ha ido reduciendo entre los años 2009 y 2017, hasta ser en este último año una diferencia de tan solo cinco años. Esta estabilidad que se da en las empresas que pagan dividendos, es consecuencia del compromiso futuro que adquieren las compañías cuando toman esta decisión, ya que el mercado de alguna forma les obliga a mantener el dividendo en años venideros si no quieren ver penalizada su cotización. En tercer lugar, la concentración del número de pagadores es una realidad en la Bolsa española, pagando las tres, cinco y diez principales pagadoras más del 50%, 65% y 85% de los dividendos agregados, además un total de 22 empresas se reparten el top 10 de las principales pagadoras, lo que ratifica la poca variedad que existe en nuestro país a la hora de elegir una compañía que reparta dividendos de forma relevante.

Por último, concluyo que los dividendos en España no están disminuyendo, sino que están concentrados en un número reducido de empresas, además estas empresas responden a unas características concretas de tamaño, riesgo y rentabilidad, más favorables que las entidades no pagadoras, las cuales presentan un comportamiento oscilante.

En cuanto a las fórmulas alternativas de remuneración las empresas optan por estas al ser mejor valoradas por el mercado, siendo preferidas por los inversores.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Ansotegui, C. (2013), «Dividendos: la óptica de finanzas corporativas». Bolsas y Mercados Españoles.
- Baker, M. y Wurgler, J. (2004). "Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives". Journal of Financial Economics 73(2), pp. 271-288.
- Bagwell, S.L y Shoven, J.B (1989). "Cash Distributions to Shareholders". Journal of Economics Perspectives 3, (3), pp.129-140.
- Fama, E.F. y French, K.R. (2001). "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?". Journal of Financial Economics 60(1), pp. 3-43.
- Fatemi, A. y Bildik, R. (2012). "Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence". Journal of Banking & Finance 36(3), pp.662-677.
- Garcia Coto, D.J y Garrido Domingo J. (2019). "Los dividendos de las cotizadas españolas marcan diferencias". Bolsas y Mercados Españoles, pp. 192-204
- **Bibliografía Web:**
- Bolsas y mercados españoles (2018), «Las compañías del Ibex 35 redujeron autocartera en 2017». Disponible en
- https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5295_Las_compa%C3%B1as_del_IBEX_35_redujeron_autocartera_en_2017
-
- **Páginas web consultadas:**
- Bolsa de Madrid. Disponible en
- <http://www.bolsamadrid.es>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en
- <https://www.cnmv.es>
- **Bases de datos:**
- Orbis. Disponible en
- <http://biblioteca.uva.es/>
- Sabi. Disponible en
- <http://biblioteca.uva.es/>

- XBRL. Disponible en
- <https://www.cnmv.es>

Anexo 1: Empresas cotizadas en el mercado continuo español (2009-2017)

Empresas cotizadas en el mercado continuo español (2009-2017)

Abengoa	Cellnex	Ferrovial	Mediaset	Renta Corporación
Abertis	Cementos Portland	Fluidra	Meliá Hoteles	Repsol
Acciona	Cepsa	Funespaña	Merlin Properties	Reyal Urbis
Acerinox	Cie Automotive	Gas Natural	Metrovacesa	Riofisa
ACS	CLEOP	General de Alquiler de Maquinaria	Miquel y Costas	Rovi
Adolfo Domínguez	Clínica Baviera	Gestamp Automoción	Monteballito	Sacyr
Adveo	Codere	Global Dominion Acces	Natra	Service Point Solutions
Aedas Homes	COEMAC	Grifols	Naturhouse Health	Siemens Gamesa
Aena	Corporación Dermoestética	Grupo empresarial San José	Neinor Homes	Sniace
Alantra Partner	CVNE	Grupo Tavex	NH Hoteles	Solaria
Almirall	Deoleo	Hispania	Nicolás Correa	Sotogrande
Amadeud	DIA	IAG	Nyesa	Talgo
Amper	Dogi	Iberdrola	OHL	Técnicas Reunidas
Applus	Duro Felgueras	IBERIA	Oryzon Genomics	Tecnocom
Arcelormittal	EADS NV	Iberpapel	Parques Reunidos	Telefónica
Astroc Mediterraneo S.A	Ebro Foods	Inditex	Parquesol Inmobiliaria y Proyectos, S.A	Telepizza
Atres Media	eDreams Odigeo	Indo	Paternina	Testa Inmuebles
Audax Renovables	Elecnor	Indra	Pescanova	Tubacex
Axiare	Enagás	Inmobiliaria Colonial	Pharma Mar	Tubos Reunidos
Azkoyen	Ence	Inmobiliaria del Sur	Prim	Vertice 360
Barón de Ley	Endesa	Inypsa	PRISA	Vidrala
Bayer	Ercros	ITINERE	Prosegur	Viscofan
BEFESA	Europac	La Seda de Barcelona	Prosegur Cash	Vocento
Biosearch	Euskaltel	Lar España	Pul Biotech	Vueling Airlines
Bodegas Riojanas	EXIDE TEC	Lingotes Especiales	Quabit Inmobiliaria	Zardoya
Borges	Ezentis	Logista	Realia	Zeltia
CAF	Faes Farma	Martinsa Fadesa	Red Eléctrica	
CAM	FCC	MásMóvil	Reig Jofre	
Campofrío	Fergo Aisa	MECALUX	Reno Medici	

Fuente: elaboración propia