

UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS

FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES

UNIDAD DE POST-GRADO

**El contenido informativo de los anuncios de dividendos
y la reacción del precio de las acciones: Perú 2001-2010**

TESIS

Para optar el Grado Académico de Magíster en Contabilidad con mención
en Banca y Finanzas

AUTOR

Simón García Gutiérrez

ASESOR

Roberto Zarate Hermoza

Lima – Perú

2012

DEDICATORIAS

A nuestro Padre Dios que está en el cielo

Dios de Abraham, Isaac, y Jacob

Dios de mis padres, de mis hermanos y de mi persona

Que toda la gloria y la honra sean para El.

A mis padres, a mis hermanos, a mis sobrinos

A mis amigos de toda la vida.

A mis profesores de la Maestría

A mis revisores del proyecto de Investigación

A mi asesor de Tesis.

INDICE GENERAL

DEDICATORIA	I
INDICE GENERAL	II
LISTA DE CUADROS	VI
LISTA DE FIGURAS	X
RESUMEN Y PALABRAS CLAVES	XI
RESUMEN EN INGLES	XII
CAPITULO 1: INTRODUCCION	1
1.1 Situación Problemática	1
1.2 Formulación del Problema	2
1.3 Justificación Teórica	3
1.4 Justificación Practica	3
1.5 Objetivos	4
1.5.1 Objetivo General	4
1.5.2 Objetivos Específicos	4
CAPITULO 2: MARCOTEORICO	5
2.1 Antecedentes de la investigación	5
2.2 Bases Teóricas	11
2.2.1 El Modelo de Gordon	11
2.2.2 La Teoría de Modigliani y Miller	13
2.2.3 La Teoría Fiscal de los dividendos	17
2.2.4 La Teoría de los dividendos residuales	19
2.2.5 El Efecto Clientela	20
2.2.6 El Contenido Informativo de los Dividendos	21

2.2.7	La Teoría de los Costes de Agencia	23
CAPITULO 3: METODOLOGIA		25
3.1	Tipo y Diseño de investigación	25
3.2	Unidad de Análisis	25
3.3	Población de Estudio	26
3.4	Tamaño de muestra	26
3.5	Selección de muestra	27
3.6	Técnicas de recolección de Datos	30
3.7	Análisis e Interpretación de la Información	31
CAPITULO 4: POLÍTICA DE DIVIDENDOS DEL SECTOR BANCARIO		34
4.1	Banco de Crédito del Perú	
	34	
4.1.1	Información general	34
4.1.2	Política de dividendos 2001 – 2010	35
4.1.3	Anuncios de Dividendos 2001 – 2010	36
4.2	Banco Continental	37
4.2.1	Información general	37
4.2.2	Política de dividendos 2001 – 2010	38
4.2.3	Anuncios de Dividendos 2001 – 2010	39
CAPITULO 5: POLÍTICA DE DIVIDENDOS DEL SECTOR INDUSTRIAL		40
5.1	CementosLima S.A.A.	40
5.1.1	Información general	40
5.1.2	Política de dividendos 2001 – 2010	41
5.1.3	Anuncios de Dividendos 2001 –2010	43
5.2	Cementos Norte Pacasmayo S.A.A.	45
5.2.1	Información general	45

5.2.2	Política de dividendos 2001 – 2010	47
5.2.3	Anuncios de Dividendos 2001 – 2010	49
CAPITULO 6: POLÍTICA DE DIVIDENDOS DEL SECTOR MINERO		50
6.1	COMPAÑÍA MINERA ATACOCHA S.A.A.	50
6.1.1	Información general	50
6.1.2	Política de dividendos 2001 – 2010	51
6.1.3	Anuncios de Dividendos 2001 –2010	53
6.2	COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A.	55
6.2.1	Información general	55
6.2.2	Política de dividendos 2001 – 2010	56
6.2.3	Anuncios de Dividendos 2001 –2010	57
6.3	COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	59
6.3.1	Información general	59
6.3.2	Política de dividendos 2001 – 2010	60
6.3.3	Anuncios de Dividendos 2001 –2010	61
6.4	VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.	63
6.4.1	Información general	63
6.4.2	Política de dividendos 2001 – 2010	64
6.4.3	Anuncios de Dividendos 2001 –2010	65
6.5	SOUTHERN PERU COOPER PORPORATION	66
6.5.1	Información general	66
6.5.2	Política de dividendos 2001 – 2010	67
6.5.3	Anuncios de Dividendos 2001 –2010	69
CAPITULO 7: POLÍTICA DE DIVIDENDOS DEL SECTOR SERVICIOS		72
7.1	EDEGEL S.A.A.	72
7.1.1	Información general	72

7.1.2 Política de dividendos 2001 – 2010	74
7.1.3 Anuncios de Dividendos 2001 –2010	76
7.2 LUZ DEL SUR S.A.A.	78
7.2.1 Información general	78
7.2.2 Política de dividendos 2001 – 2010	79
7.2.3 Anuncios de Dividendos 2001 –2010	81
7.3TELEFONICA S.A.A.	83
7.3.1 Información general	83
7.3.2 Política de dividendos 2001 – 2010	86
7.3.3 Anuncios de Dividendos 2001 –2010	88
CAPITULO 8:ANALISIS, PRUEBAS Y RESULTADOS	89
8.1 ANÁLISISE INTERPRETACION DE LA INFORMACION	89
8.1.1 Selección y análisis de la muestra final	89
8.1.2 Análisis de los Rendimientos Anormales Acumulados	93
8.1.3 Análisis de los Rendimientos Anormales Promedios	109
8.2 PRUEBAS DE HIPOTESIS	113
8.2.1 Validación del Modelo de Mercado como estimador	115
8.2.2 Prueba de hipótesis final	121
8.3 PRESENTACION DE RESULTADOS	127
CONCLUSIONES	130
RECOMENDACIONES	132
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	133
ANEXOS	137

LISTA DE CUADROS

Cuadro 1: La política de dividendos y el efecto de los impuestos	18
Cuadro 2: Empresas que comprende la muestra de análisis	28
Cuadro 3: Anuncios de dividendos e información transmitida	33
Cuadro 4: Política de dividendos Banco de Crédito 2001-2010	35
Cuadro 5: Anuncios de dividendos Banco de Crédito 2001-2010	36
Cuadro 6: Política de dividendos Banco Continental 2001-2010	38
Cuadro 7: Anuncios de dividendos Banco Continental 2001 – 2010	39
Cuadro 8: Política de dividendos Cementos Lima 2001-2007	41
Cuadro 9: Política de dividendos Cementos Lima 2008	42
Cuadro 10: Política de dividendos Cementos Lima 2009-2010	42
Cuadro 11: Anuncios de dividendos Cementos Lima 2001-2005	43
Cuadro 12: Anuncios de dividendos Cementos Lima 2006-2010	44
Cuadro 13: Política dividendos Cementos Pacasmayo 2001-2009	47
Cuadro 14: Política de dividendos Cementos Pacasmayo 2010	48
Cuadro 15: Anuncios dividendos Cementos Pacasmayo 2001-2010	49
Cuadro 16: Política de dividendos Atacocha 2004-2008	52
Cuadro 17: Política de dividendos Atacocha 2009-2010	52

Cuadro 18: Anuncios de dividendos Atacocha2001-2010	54
Cuadro 19: Política de dividendos Buenaventura 2001-2010	56
Cuadro 20: Anuncios de dividendos Buenaventura 2001-2010	58
Cuadro 21: Política de dividendos Milpo 2001-2009	60
Cuadro 22: Política de dividendos Milpo 2010	60
Cuadro 23: Anuncios de dividendos Milpo 2001-2010	62
Cuadro 24: Política de dividendos Volcan 2001-2010	64
Cuadro 25: Anuncios de dividendos Volcan 2001-2010	65
Cuadro 26: Política de dividendos Southern 2001-2003	68
Cuadro 27: Política de dividendos Southern 2004-2010	68
Cuadro 28: Anuncios de dividendos Southern 2001-2005	70
Cuadro 29: Anuncios de dividendos Southern 2006-2010	71
Cuadro 30: Política de dividendos Edegel 2001-2004	74
Cuadro 31: Política de dividendos Edegel 2005-2010	75
Cuadro 32: Anuncios de dividendos Edegel 2001-2005	76
Cuadro 33: Anuncios de dividendos Edegel 2006-2010	77
Cuadro 34: Política de dividendos Luz del Sur 2001-2002	79
Cuadro 35: Política de dividendos Luz del Sur 2003-2010	80
Cuadro 36: Anuncios de dividendos Luz del Sur 2001-2005	81
Cuadro 37: Anuncios de dividendos Luz del Sur 2006-2010	82
Cuadro 38: Política de dividendos Telefónica 2001-2004	86
Cuadro 39: Política de dividendos Telefónica 2005-2010	87

Cuadro 40: Anuncios de dividendos Telefónica 2001-2010	88
Cuadro 41: Muestra seleccionada para el análisis	89
Cuadro 42: Anuncios de dividendos por empresa	90
Cuadro 43: Anuncios de dividendos por año	91
Cuadro 44: Anuncios de dividendos por sector	92
Cuadro 45: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Bancario	94
Cuadro 46: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Industrial	96
Cuadro 47A: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Minero	99
Cuadro 47B: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Minero (continuación)	100
Cuadro 48A: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Servicios	102
Cuadro 48B: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Servicios (continuación)	103
Cuadro 49: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción del Sector Bancario	104
Cuadro 50: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción del Sector Industrial	105
Cuadro 51: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción del Sector Minero	106

Cuadro 52: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción del Sector Servicios	107
Cuadro 53: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios sin cambio de todos los sectores	108
Cuadro 54: Rendimientos Anormales Acumulados Promedios por sector de los anuncios de incremento (N=141)	110
Cuadro 55: Rendimientos Anormales Simples Promedios por sector de los anuncios de incremento (N=141)	110
Cuadro 56: Rendimientos Anormales Acumulados Promedios por sector de los anuncios de reducción (N=69)	111
Cuadro 57: Rendimientos Anormales Simples Promedios por sector de los anuncios de reducción (N=69)	111
Cuadro 58: Rendimientos Anormales Acumulados Promedios por sector de los anuncios sin cambio (N=10)	112
Cuadro 59: Rendimientos Anormales Simples Promedios por sector de los anuncios sin cambio (N=10)	112
Cuadro 60: Estadística descriptiva de las regresiones hechas con el Modelo de Mercado para los anuncios de incremento (N=141)	118
Cuadro 61: Estadística descriptiva de las regresiones hechas con el Modelo de Mercado para los anuncios de reducción (N=69)	118
Cuadro 62: Información para el Análisis de Varianza de las variables del Modelo de Mercado aplicado a anuncios de incremento y reducción	119
Cuadro 63: Resultado del Análisis de Varianza para los anuncios de incremento (N = 141 regresiones)	120
Cuadro 64: Resultado del Análisis de Varianza para los anuncios de reducción (N = 69 regresiones)	120

Cuadro 65: Prueba Z para los Rendimientos Anormales Acumulados de los
anuncios de incremento al 95% de confianza (N=141) 124

Cuadro 66: Prueba Z para los Rendimientos Anormales Acumulados de los
anuncios de reducción al 95% de confianza (N=69) 126

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: La reacción del precio de las acciones	22
Figura 2: La ecuación del Modelo de Mercado	115
Figura 3: El proceso de la prueba de hipótesis	121
Figura 4: Región de rechazo de H_0 para los anuncios de incremento	123
Figura 5: Región de rechazo de H_0 para los anuncios de reducción	125
Figura 6: Participación porcentual según tipo de anuncio	127
Figura 7: Anuncios que cumplen con lo que sostiene la teoría	128

RESUMEN

El objetivo del presente trabajo es comprobar si se cumple la hipótesis del contenido informativo de los dividendos en la realidad financiera peruana. Para confirmar lo que sostiene la teoría se tiene que probar que los precios de las acciones reaccionan en la misma dirección que el dividendo anunciado. El trabajo examina una muestra de 220 anuncios de dividendos (141 incrementos, 69 reducciones y 10 sin cambio) hechos públicos por las empresas más representativas de la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2001-2010. Para analizar la reacción de los precios se utilizaron la Metodología de Estudio de Eventos y el Modelo de Mercado, que permitieron calcular los rendimientos anormales simples y acumulados para los 11 días alrededor de la fecha de cada anuncio. Después del análisis y las pruebas estadísticas respectivas, se obtuvieron los siguientes resultados: (a) en la mayoría de los casos, los precios de las acciones reaccionan en sentido opuesto a lo que dice la teoría; (b) La mayoría de los anuncios de incremento están relacionados con entornos favorables, lo contrario sucede con los anuncios de reducción; (c) las pruebas de hipótesis al 95% de confianza confirmaron lo observado en el análisis individual; no existen evidencias significativas para afirmar que los precios de las acciones reaccionan en el mismo sentido que el dividendo anunciado.

PALABRAS CLAVES: anuncios de dividendos; estudio de eventos; modelo de mercado; reacción del precio de las acciones; rendimientos anormales simples y rendimientos anormales acumulados.

ABSTRACT

The aim of this study is to test whether the hypothesis is true information content of dividends in the Peruvian financial reality. To confirm the claims of the theory has to be proven that stock prices react in the same direction as the dividend announced. The paper examines a sample of 220 announcements of dividend (141 increases, 69 decreases and 10 unchanged) released by the most representative companies of the Lima Stock Exchange during the period 2001-2010. To analyze the reaction of prices were used event study methodology and market model, which allowed to calculate the cumulative abnormal returns simple and for the 11 days around the date of each advertisement. After analysis and respective statistical tests, the following results were obtained: (a) in most cases, the stock prices react opposite to what the theory says, (b) Most increases announcements are related to favorable environments, the opposite happens with the announcements of reduction, (c) hypothesis testing at 95% confidence confirmed what was observed in the individual analysis, no meaningful evidence to claim that stock prices react the same direction as the dividend announced.

KEYWORDS: dividends' announcements, event studies, market model, stock price reaction; abnormal simple return and abnormal cumulative return,

CAPITULO 1: INTRODUCCION

1.1 Situación Problemática

Una de las decisiones más importantes que se toma en la empresa es la referida a la forma de retribuir al accionista por su capital aportado, es decir, a la política de dividendos. En teoría, todas las decisiones financieras deberían contribuir a incrementar el valor de la empresa ¿Cómo? A través del incremento del precio de las acciones. ¿Se cumple esto en la realidad financiera peruana? Eso no lo sabemos y por ende, hay que investigarlo.

Desde el punto de vista teórico, la Hipótesis del Contenido Informativo sostiene que los dividendos son usados por los directivos para transmitir información al mercado sobre la situación futura de la empresa, y por tanto, los precios de las acciones deberían reaccionar en la misma dirección que el dividendo anunciado. En tal sentido, un anuncio de incremento en el pago de dividendos estaría informando al mercado que la situación futura de la empresa se vislumbra como positiva y de mayores ganancias, y por tanto, los precios deberían reaccionar al alza,. Lo contrario debería suceder cuando se anuncia una disminución en el monto de los dividendos.

Este planteamiento teórico ha sido analizado principalmente en España, Chile y Argentina, encontrándose diferentes resultados y evidencias respecto a lo que se sostiene en teoría. Sin embargo, tal hipótesis no ha sido validada para una realidad financiera concreta como la peruana, lo cual genera una serie de interrogantes que deberían ser investigadas, pues no se sabe, por ejemplo, si los anuncios de dividendos transmiten alguna información sobre la situación futura de la empresa. Tampoco se sabe cómo reaccionan los precios de las acciones ante un determinado anuncio de dividendos. Es decir, aún no se ha confirmado ni negado la validez de la Hipótesis del Contenido Informativo de los Dividendos para el caso peruano.

El Perú no puede estar exento de investigar un tema que aun concita la atención de los círculos académicos financieros más importantes del mundo, saber si la política de dividendos crea riqueza para el accionista. Creemos que en las Universidades Peruanas es imprescindible confirmar con evidencia empírica todo lo que nos enseñan en teoría, pues es la única forma de validar su aplicación práctica. Estamos pues, ante un reto que involucra a los peruanos dedicados a la tarea de investigar los temas de naturaleza financiera.

1.2 Formulación del Problema

Es importante resaltar que tanto el problema general como los problemas específicos toman como referencia los anuncios de dividendos efectuados en el Mercado de Valores Peruano durante el periodo 2001-2010.

Problema General

¿Se cumple en la realidad financiera peruana lo que plantea la hipótesis del contenido informativo de los dividendos? Es decir, ¿Reaccionan los precios de las acciones en el mismo sentido que el dividendo anunciado?

Problemas Específicos

- ¿Reaccionan al alza los precios de las acciones cuando se anuncia un incremento en el monto de los dividendos?
- ¿Reaccionan a la baja los precios de las acciones cuando se anuncia una reducción en el monto de los dividendos?
- ¿Se mantienen constantes los precios de las acciones cuando se anuncia que el monto de los dividendos permanece sin cambio?

1.3 Justificación Teórica

En nuestro país no existe ningún estudio que haya probado si es válido o no, lo que sostiene la Hipótesis del Contenido Informativo de los Dividendos. Asimismo, no existen investigaciones que hayan analizado cómo reacciona el precio de las acciones en el mercado cuando se anuncia públicamente un determinado pago de dividendos.

1.4 Justificación Práctica

La realización de nuestra investigación se justifica por lo siguiente:

- Tanto el periodo de análisis como la muestra de empresas sujetas a investigación le dan a nuestro estudio la dosis de actualidad y realidad necesarias para comprobar la validez de un tema que forma parte de la Teoría Financiera que se imparte a nivel de pre y post grado.
- El desarrollo y los resultados de la investigación permitirá una mayor comprensión de la política de dividendos tanto a los directivos de las empresas, a los inversionistas, y a los alumnos de pre y post grado de las Universidades Peruanas.
- Los investigadores peruanos podrán disponer de un estudio que les servirá como referencia para la realización de futuras investigaciones relacionadas con el tema de los dividendos.

1.5 Objetivos de la Investigación

Los objetivos básicos de la presente investigación toman como referencia los anuncios de dividendos realizados por las empresas que cotizaron sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2001-2011

1.5.1 Objetivo General:

Comprobar el cumplimiento de la hipótesis del contenido informativo de los dividendos en la realidad financiera peruana, es decir, que los precios de las acciones reaccionan en el mismo sentido que el dividendo anunciado.

1.5.2 Objetivos Específicos

Probar que los precios reaccionan en el mismo sentido que el dividendo anunciado requiere que clasifiquemos los anuncios entre categorías: incrementos, reducción y sin cambio. La razón de tal clasificación es razonable, pues se supone que ante diferentes tipos de anuncios se deben observar reacciones diferentes en el precio de las acciones. En consecuencia, los objetivos específicos quedan expresados de la siguiente forma:

- Comprobar si los precios de las acciones reaccionan al alza cuando se anuncia un incremento en el monto de los dividendos.
- Comprobar si los precios de las acciones reaccionan a la baja cuando se anuncia una reducción en el monto de los dividendos.
- Comprobar si los precios de las acciones se mantienen constantes cuando se anuncia que el monto de los dividendos permanece sin cambio.

CAPITULO 2: MARCO TEORICO

2.1 Antecedentes de la Investigación

La mayoría de estudios que han analizado el contenido informativo del anuncio de dividendos a través de la reacción del precio de las acciones se han realizado principalmente en España, Estados Unidos, Chile y Argentina. Tales estudios no están disponibles para ser consultados directamente en nuestro país, debiéndose trabajar con las referencias registradas en los libros de finanzas que circulan en el medio y con la información proveniente de las páginas Web de las diferentes instituciones académicas donde se presentaron o se promovieron tales investigaciones.

En el Perú, no se han podido encontrar investigaciones similares al tema que se pretende examinar, debiéndose considerar como única referencia el libro escrito por Hugo Hernández y César Rivera en 1986, titulado "*Política de dividendos de las empresas inscritas en bolsa durante el periodo 1980-1985*". Dicha obra pone mayor énfasis en la presentación cuantitativa de los beneficios distribuidos durante dicho periodo, sin efectuar el análisis cualitativo correspondiente, por lo que su connotación es más estadística que analítica.

Entre las investigaciones más importantes efectuadas en España, que serán consideradas como antecedentes del problema a investigar tenemos el trabajo realizado por María Jesús Pastor Lorcaen 1999, denominado *El efecto informativo del anuncio de dividendos en el mercado español*. Dicho trabajo se centra en el examen de las reacciones de los precios de las acciones ocurridos en la Bolsa de Madrid durante el periodo 1995-1997¹.

¹<http://dialnet.unirioja.es/servlet/autor?codigo=577221>; Revisión : 08-01-12

El análisis se llevó a cabo clasificando los anuncios en anuncios de incremento, mantenimiento y disminución. La metodología utilizada es la denominada eventstudy, que se basa en el supuesto de eficiencia del mercado; es decir, que el precio de las acciones refleja el verdadero valor de la empresa y cambia inmediatamente en respuesta a cualquier acontecimiento que afecte a los flujos de tesorería futuros. Para analizar las rentabilidades anormales se toma como ventana de análisis los 20 días anteriores y posteriores al anuncio de dividendos. Asimismo, para estimar las rentabilidades esperadas se utilizó el Modelo de Mercado. La evidencia empírica reveló que solo los anuncios de incremento aportan información relevante al mercado pues se observó una reacción positiva y significativa en las sesiones posteriores al anuncio.

En 1996, Espitia y Ruiz analizaron la reacción de los precios de las acciones de las empresas más importantes de la Bolsa de Madrid ante diferentes anuncios de dividendos efectuados en el periodo 1987-1992. El objetivo era determinar si el dividendo transmitía nueva información a los accionistas. Para ello, los anuncios fueron clasificados como incrementos, disminución y mantenimiento, dado que se esperaba que su contenido informativo fuese diferente en cada situación. El análisis se llevó a cabo examinando las rentabilidades residuales² diarias y acumuladas durante los 15 días anteriores y 15 días posteriores alrededor de la fecha del anuncio. La evidencia empírica obtenida después de analizar 322 anuncios reveló que éstos solo aportan información relevante al mercado en el caso de anuncios de incrementos en el pago de dividendos a cuenta. Se comprobó que la reacción de los precios en este caso, era positiva y significativa. En el caso de los anuncios de disminución los resultados de los contrastes revelaron que el anuncio público de estos no transmite información relevante a los accionistas, ya que la reacción del mercado no es significativa.

² La rentabilidad residual, anormal, o exceso de rentabilidad, se define como la diferencia entre la rentabilidad real y la rentabilidad esperada estimada con el modelo de mercado.

González (1995), en un trabajo para la Universidad de Oviedo, analizó el efecto del anuncio de dividendos sobre el valor de mercado de 69 acciones admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid, pertenecientes a los sectores de bancos, eléctricas, químicas, comunicaciones, alimentación, construcción, automóviles, comercio e inmobiliaria, y que repartieron dividendos de forma periódica entre enero de 1986 y junio de 1992. La muestra de análisis conformada por 385 anuncios de dividendos, fue clasificada como incrementos, mantenimientos o disminuciones. Para analizar la reacción de los precios se aplicaron complementariamente la metodología eventstudy y el modelo de mercado. Después de analizar los excesos de rentabilidad diaria y acumulada los resultados pusieron de manifiesto la existencia de rentabilidades anormalmente positivas o negativas, en torno al día de publicación del anuncio de un incremento o disminución del dividendo por acción, siendo estos mayores en los títulos con rendimiento por dividendos más elevados.

Arcas Pellicer (1993) estudió el contenido informativo de 52 anuncios de beneficios anuales realizados por 19 bancos durante el periodo 1986-1990. El trabajo examinó el efecto en el precio de las acciones de dos tipos de anuncios: los que publican un aumento en los beneficios por acción mayor que la media del sector, y los que publican un aumento en los beneficios por acción menor que la media. El análisis de la reacción de los precios se hizo observando las rentabilidades acumuladas durante los 20 días próximos a cada anuncio. Al analizar los anuncios que publicaron un aumento en los beneficios mayor que la media, se observó una reacción positiva y transitoria en los precios, hasta el día 10, luego del cual, estos disminuían hasta alcanzar el mismo nivel que tenían a la fecha del anuncio. Por el contrario, en los anuncios que publicaron un aumento en los beneficios menor que la media del sector, se observó una reacción negativa; puesto que las rentabilidades anormales no volvieron a la situación inicial, por lo que en este caso si se produce un ajuste en el precio de las acciones. En consecuencia, para este grupo, la publicación de los beneficios anuales aportó información adicional a la que ya se disponía.

Se comprobó que la reacción negativa del segundo grupo, era consistente con los resultados obtenidos en otros países, no así la ausencia de ajuste cuando el anuncio de beneficios representa una buena noticia. Una posible razón que puede explicar la diferencia de comportamiento en el precio de las acciones entre los dos grupos de anuncios, viene dada por la situación del sector bancario en los años en los que se realizó el estudio, caracterizada por constantes aumentos en los beneficios. En estas circunstancias, la publicación de un aumento alto en los beneficios puede ser esperado por el mercado, por lo que no se modifican las expectativas de los inversionistas; mientras que el anuncio de un aumento pequeño o una disminución supuso la llegada de una nueva información, que no era esperada, y que redujo las expectativas de rentabilidad de los inversionistas, produciendo un ajuste negativo en los precios de las acciones. También se comprobó que la reacción de los precios de las acciones al anuncio de beneficios se dio con cierto retraso, pues la información no se reflejó inmediatamente en los precios de las acciones, sino una semana después del anuncio. En resumen, en el sector bancario español se pudo comprobar el contenido informativo cuando se anuncian beneficios anuales.

Maquieira (2000) investigó en Chile, el impacto que tienen los anuncios de cambios en los pagos de dividendos en la riqueza de los accionistas. Para ello analizó una muestra de 129 cambios de pagos de dividendos (75 aumentos y 54 disminuciones) ocurridos durante el periodo 1990 – 1995. A fin de medir los cambios inesperados en los dividendos se utilizaron dos métodos de análisis, por un lado, el Modelo de Expectativas de los Dividendos, que se estima regresionando los dividendos corrientes contra los dividendos pasados, y por otro parte, el Método de Análisis de los Retornos Residuales o Anormales³ que tomo como referencia una ventana de análisis de 20 días alrededor de la fecha de anuncio y una ventana de estimación de 160 días.

³ También conocido como Método de Estudio de Eventos o Sucesos, usado por muchos investigadores para medir el impacto de un suceso determinado en los precios de las acciones.

Los resultados de la investigación mostraron que los anuncios de dividendos en Chile son vistos como un mecanismo de transmisión de información, ya que se encontró evidencia respecto a que el mercado reacciona en el sentido del cambio inesperado del anuncio de dividendos efectuado. En tal sentido, un incremento inesperado de dividendos generó una reacción positiva, mientras que una disminución inesperada generó una reacción negativa. También se comprobó que el mercado castiga más una disminución inesperada en el pago de dividendos, que lo que premia a un anuncio de incremento.

Gauna (2008) estudió el contenido informativo presente en los anuncios de dividendos realizados por empresas públicas argentinas no financieras. El trabajo analizó una muestra de 107 anuncios ocurridos en el periodo 2000 – 2007 empleando el método EVENT STUDY, o método de estudio de sucesos, para lo cual se examinaron los retornos anormales ocurridos los 10 días anteriores y los 10 días posteriores a la fecha del anuncio. Para estimar los parámetros del modelo de mercado se utilizó un periodo de 200 días previos al inicio del periodo de análisis. Durante el análisis se pudo observar que los retornos anormales promedios acumulados parecían estar en línea con lo que sostiene la teoría: positivos para incrementos y negativos para las reducciones. Sin embargo, la inferencia estadística mostro que el porcentaje de casos con retorno anormal positivo, no era significativo como para asumir la existencia de contenido informativo. Al finalizar el estudio, no se pudo encontrar evidencia solida de que los anuncios de dividendos tengan contenido informativo, con la excepción de los repago de dividendos, pues parece existir un grado de anticipación del evento que se refleja en un retorno anormal promedio significativo en días anteriores al evento, y no significativos, el mismodía del evento y en los posteriores días. También se comprobó que las empresas son más renuentes a reducir el dividendo.

Mosqueda (2003) estudio la relevancia de la política de dividendos en el valor bursátil de las empresas tomando como referencia los modelos de Gordon y Lintner. El análisis comprendió el periodo 2000-2002 para una muestra compuesta por catorce empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa Mexicana de Valores. La hipótesis central de la investigación sostiene que “ los directivos hacen uso de los dividendos para transmitir información al mercado sobre las expectativas futuras de las empresas, y en la medida que la información transmitida por los anuncios de dividendos no sea esperada por el mercado, es decir, sea novedosa, producirá cambios significativos en los precios de las acciones”. Los resultados de la investigación sugieren que el mercado de capitales mexicano si toma en cuenta la política de dividendos pero a partir de su comportamiento histórico.⁴

Castillo y Jacob (2005) estudiaron las variaciones que ocurren en el precio de las acciones en Chile en el día ex dividendo, es decir, en el primer día en que el accionista deja de tener derecho a recibir un dividendo que la empresa pagara próximamente. El estudio considero una base de datos compuesta por los dividendos pagados por las empresas del Índice de Precios Selectivo de las Acciones (IPSA), en el periodo 1989 – 2004. El resultado obtenido señala que los precios de las acciones caen en la fecha ex dividendo en un monto equivalente a un 80% del tamaño del dividendo a pagar. Es decir, si se entrega un dividendo de \$1, el precio de la acción cae en \$0.80. Esta evidencia es consistente con lo obtenido en Estados Unidos, y en este caso particular se interpreta como evidencia a favor de que el accionista prefiera las ganancias de capital sobre las ganancias por dividendos. Un hecho que es importante resaltar, es que las empresas en Chile están obligadas a pagar dividendos, pues la ley establece la obligación de entregar por esta vía al menos un 30% de las utilidades de cada ejercicio.⁵

⁴<http://www.monografias.com/trabajos29/politica-dividendos-bolsa/politica-dividendos-bolsa.shtml>
Revisión : 10-01-12

⁵http://www.ayec.cl/Revista58/politica1_58.htm ; Revisión : 10-01-12

2.2 Bases Teóricas

Dentro de la teoría financiera, existen dos posturas extremas respecto a la influencia de la política de dividendos en el valor de las acciones. Una de ellas señala que los dividendos influyen en los precios de las acciones, la otra parte, opina lo contrario. La posición de relevancia está representada por la propuesta de Gordon, y la de irrelevancia, por la teoría de Modigliani y Miller. Ambas teorías, desarrollaron sus análisis suponiendo la existencia de mercados de capitales perfectos. A continuación se describen los aspectos más resaltantes de ambas teorías, pero además, se presentan otros planteamientos generados a partir de considerar las imperfecciones del mercado, dentro de los cuales, se ubica la Hipótesis del Contenido Informativo de los Dividendos, que tomamos como marco de referencia para desarrollar nuestra investigación.

2.2.1 El Modelo de Gordon⁶

Para Gordon (1959), el valor de la empresa es función directa de los dividendos que los accionistas esperan recibir. En tal sentido, “el precio de mercado actual de una acción se calcula dividiendo el valor esperado del próximo dividendo D_1 entre la diferencia de la tasa de rendimiento requerida de los accionistas ordinarios K_e y la tasa de crecimiento esperada de los dividendos de la empresa g . Dado que D_1 se obtiene multiplicando la utilidad por acción esperada en el próximo periodo UPA_1 por la tasa de reparto $1-b$; y que la tasa de crecimiento g se calcula multiplicando la tasa de retención b por el rendimiento sobre las acciones de la empresa ROE , tenemos que:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} = \frac{(1-b) \times UPA_1}{K_e - (b \times ROE)}$$

⁶MASCAREÑAS, Juan (2002); Op. Cit.; Págs. 6-7

Desde el punto de vista de Gordon existe una relación entre la tasa de retención b y el valor de la empresa P_0 que se deriva de comparar la tasa de rendimiento requerida K_e con el rendimiento sobre las acciones ROE:

- Si $K_e = \text{ROE}$, el precio teórico de la acción sería igual a UPA / K_e , con lo que el valor de la empresa no dependerá de la política de dividendos.
- Si $K_e < \text{ROE}$, habría que aumentar la tasa de retención (b) de las utilidades y por ende, repartir pocos dividendos, o incluso ninguno ($b=1$), si es que se pretende maximizar el valor de las acciones.
- Si $K_e > \text{ROE}$, lo mejor sería repartir el mayor dividendo posible ($b = 0$).

En otras palabras, si la empresa puede otorgarles a los accionistas una rentabilidad superior a la que demandan como mínimo, entonces, sería preferible no repartir dividendos, pues de esta forma se conseguiría aumentar la riqueza de los accionistas. Pero si sucediese lo contrario lo ideal sería repartir los beneficios a los accionistas. Gordon aduce que la tasa de rendimiento requerida por los accionistas K_e es una función creciente de la tasa de retención b , lo cual se debe, a que al aumentar las retenciones de beneficios se aplaza el pago de dividendos a períodos venideros, lo cual hace que dichos pagos sean más arriesgados que los que se realizan actualmente.

Entre las críticas hechas al modelo podemos destacar aquellas que ponen en entredicho que la tasa de retención b se mantenga constante durante largo tiempo, lo cual también sucede con el rendimiento de las inversiones ROE, puesto que ésta suele disminuir al realizar primero las inversiones más rentables, y luego las de menor rendimiento.

2.2.2 Teoría de Modigliani y Miller ⁷

En 1961, Modigliani y Miller (M&M) demostraron que en un mercado de capitales eficiente, la política de dividendos es irrelevante en cuanto a su efecto sobre el valor de las acciones, puesto que éste viene determinado por su poder generador de beneficios y por su tipo de riesgo; es decir, dependerá de la política de inversiones de la compañía y no de cuántos beneficios son repartidos o retenidos.

M&M demostraron que si la empresa pagaba unos dividendos mayores, debería emitir un mayor número de acciones nuevas para hacer frente a dicho pago, siendo el valor de la parte de la empresa entregada a los nuevos accionistas, idéntico al de los dividendos pagados a los accionistas antiguos. Tal demostración requería que se cumplieran los siguientes supuestos básicos:

1. No existen costos de transacción
2. La política de inversiones de la empresa se mantiene constante
3. Las ganancias de capital y los dividendos son gravados con el mismo tipo impositivo.
4. Los mercados de valores son eficientes.
5. Los inversionistas actúan de forma racional.

En base a estos supuestos, M&M demostraron que un aumento del dividendo por acción, debe generar una reducción idéntica en el precio por acción, dejando igual, la riqueza del accionista. Es decir, la riqueza actual de los accionistas no cambiará, si se modifica la política de dividendos. Para M&M, la política de inversiones es la que determina el valor de la empresa. Por tanto, un cambio en la política de dividendos, implica solo, un cambio en la distribución entre dividendos y ganancias de capital.

⁷MASCAREÑAS, Juan (2002); Op. Cit.; Págs. 3-5

M&M demostraron, que cuando la empresa emitía nuevas acciones para pagar los dividendos a los accionistas antiguos, se producía, una transferencia de riqueza de éstos últimos hacia aquellos. Así que estos, quedaban como estaban, porque lo que recibían de dividendos, lo perdían en el valor de sus acciones. Lo anterior puede comprenderse mejor analizando el caso de una empresa que tiene activos por \$ 20,000; financiados con fondos propios, repartidos en 2000 acciones que tienen un valor de \$ 10 cada una; y cuyo balance sería el siguiente:

Activos	20,000	Fondos propios	20,000
	<u>20,000</u>		<u>20,000</u>

Supongamos ahora, que el uso de estos activos durante un periodo dado, permiten a la empresa obtener beneficios por \$ 2000.

Activos	20,000	Fondos propios	20,000
Tesorería	<u>2,000</u>	Beneficios	<u>2,000</u>
	22,000		22,000

En esta situación el valor de la empresa será \$ 22,000 y el precio de mercado de cada acción será de \$ 11 ($22,000/2,000$ acciones), que será la riqueza de cada accionista. ¿Qué pasaría si los directivos de la empresa deciden repartir la totalidad de los beneficios?

Balance después de repartir dividendos.

Activos	20,000	Fondos propios	20,000
Tesorería	<u> 0</u>	Beneficios	<u> 0</u>
	20,000		20,000

En este caso, el precio de cada acción será de \$ 10 (20,000/ 2,000 acciones); siendo la riqueza de cada accionista de \$ 11 (\$ 10 de la acción y \$ 1 del dividendo), es decir, la misma que antes de repartir el dividendo.

Consideremos ahora que la directiva decide acometer un proyecto de inversión que requiere de \$ 2,000 de desembolso inicial. Para disponer de tal cantidad se decide ampliar el capital emitiendo 200 acciones de \$ 10 cada una (que es el precio de mercado de ese momento).

Balance con nueva emisión

Activos	20,000	Fondos propios	22,000
Tesorería	<u> 2,000</u>	Beneficios	<u> 0</u>
	22,000		22,000

En este caso, el valor contable de la acción sería de \$ 10 (22,000/2200 acciones) pues ahora hay 2,200 acciones emitidas, siendo esta emisión necesaria para financiar una inversión que podría haberse acometida con los beneficios obtenidos en el período anterior, si éstos no se hubiesen repartido. De lo que se deduce que en realidad la emisión de acciones está financiando el pago de dividendos a las 2,000 acciones iniciales.

Algo parecido ocurre cuando la empresa decide recomprar parte de sus acciones, puesto que se produce una transferencia de valor a favor de aquellos accionistas que no las venden. Renuncian a un dividendo líquido,

pero acaban teniendo una parte mayor de la empresa. Supongamos en base al ejemplo anterior, que la empresa decide recomprar 100 acciones en vez de pagar dividendos. Como cada acción vale \$ 11 en el mercado se tienen que desembolsar \$ 1,100 de la tesorería, con lo cual tenemos:

Balance después de la recompra de acciones

Activos	20,000	Fondos propios	20,900
Tesorería	<u> 900</u>	Beneficios	<u> 0</u>
	20,900		20,900

Puede verse que la riqueza de cada una de las 1900 acciones que aún siguen en la sociedad será, también, de \$ 11 por acción ($20,900 / 1900$ acciones). Así que la renuncia a un dividendo líquido para poder recomprar acciones no tiene ningún efecto sobre la riqueza de los accionistas. Renuncian a un dividendo líquido de \$ 1, pero acaban teniendo acciones que valen \$ 11.

En resumen, para M&M, en un mercado eficiente el inversionista se muestra indiferente ante la forma de obtener su rendimiento vía dividendos, o vía ganancias de capital. Por tanto, el dividendo distribuido no altera la rentabilidad que proporcionan las acciones a sus propietarios, siendo sus actuales proyectos de inversión, la única fuente de valor capaces de generar beneficios.

2.2.3 La teoría fiscal de los dividendos ⁸

La mayoría de los especialistas están de acuerdo en que las ideas de MM son las adecuadas siempre que se cumplan los supuestos básicos que utilizan. Por ello, la posible relevancia de la política de dividendos con relación al valor de la empresa podría existir, si dichos supuestos no se cumplen. Uno de los supuestos dice que la política fiscal es neutral con relación a los dividendos y a las ganancias de capital, pero ¿qué ocurre cuando esto no es así?

Para comprender este punto, analicemos el caso de dos empresas A y B que afrontan el mismo riesgo. A no paga dividendos, B sí lo hace. Supongamos además, que el impuesto promedio aplicado a los accionistas de ambas empresas, es de 30%, y que el impuesto sobre dividendos es 20%.

Supongamos que el precio actual de una acción de A es de \$ 20; y que el precio esperado dentro de un año, es \$23. Como no hay reparto de dividendos, la diferencia sería la ganancia de capital \$3, y la rentabilidad antes de impuestos sería del 15%. Si el accionista decidiese realizar ganancias, tendría que pagar \$0,9 de impuestos por acción, lo que haría que su rentabilidad después de impuestos fuese de 10,5%.

Como ambas afrontan el mismo riesgo, la rentabilidad después de impuestos de la empresa B debería ser la misma que la de A, es decir, 10,5%. Como B distribuye un dividendo de \$2 el precio de las acciones de B al final del año tendría que ser el mismo que el de A, es decir \$23, de los cuales \$2 son dividendos y \$21 es el precio final del título. Como el dividendo está gravado por un impuesto del 20%, el accionista recibirá realmente \$1,6; siendo su rentabilidad total después de impuestos igual a dicha cantidad más la ganancia de capital después de impuestos (0,7X; donde $X = 21 - P_0$). Al dividirse esta suma entre el precio actual P_0 , el resultado debería ser 10,5%. Despejando P_0 , obtenemos que el valor de las acciones de B en la fecha

⁸MASCAREÑAS, Juan (2002); Op. Cit.; Págs. 8-9

actual debería ser de \$20,25; es decir, mayor al precio de las de las acciones de A, que no reparte dividendos (ver Cuadro 1).

Cuadro1: La política de dividendos y el efecto de los impuestos

	Empresa A (no paga Div.)	Empresa B (Sí paga Div.)
Precio actual	\$20	P0
Precio final	\$23	\$21
Ganancia de capital	\$3	\$X
Dividendo (D)	\$0	\$2
Rdto. antes Impuestos	$(3 + 0) / 20 = 15\%$	$(\$X + 2) / P0$
Impuestos s/D (20%)	\$0	\$0,4
Impuesto s/GC (30%)	\$0,9	0,3 X
Rdto. después Impuestos	$(3 - 0,9) / 20 = 10,5\%$	$(2 + X - 0,4 - 0,3X) / P0 = 10.5\%$

Fuente. Elaboración propia

Por tanto, la política fiscal no es neutral con respecto a la decisión de recibir dividendos, u obtener ganancias de capital. Debiendo las acciones, de la empresa que reparte dividendos, tener un mayor valor actual en el mercado, debido a que el fisco está premiando con un menor impuesto a los dividendos que a las ganancias de capital (si el gobierno premiara a las ganancias de capital, el resultado sería el opuesto).

Desde el punto de vista fiscal, las ganancias de capital tienen una ventaja sobre los dividendos porque sólo se realizan a voluntad del inversor, mientras que los dividendos vienen dados, lo cual implica, que en el caso de los dividendos, se pagará impuestos en el momento en que se reciban, mientras que podrá diferirse el pago de impuestos sobre ganancias de capital hasta que estas se realicen, en el momento más oportuno.

2.2.4 La teoría de los dividendos residuales ⁹

En un mercado en el que existen costes de emisión de acciones, le resulta más caro a la empresa el dinero recabado a través de la emisión de acciones que el que consigue vía beneficios retenidos. El efecto de los costes de emisión es eliminar la indiferencia existente entre emitir acciones para financiar los pagos por dividendos y la financiación interna. Por dicha razón, los pagos de dividendos sólo se producirán si los beneficios no se utilizan íntegramente para propósitos de inversión, esto es, sólo cuando haya "beneficios residuales" después de fijar la política de inversiones de la empresa. Por eso esta política recibe el nombre de teoría de los dividendos residuales, que podríamos desglosar en los siguientes puntos:

1. Mantener constante el ratio de endeudamiento para los proyectos de inversión futuros.
2. Aceptar un proyecto de inversión sólo si su valor actual neto es positivo.
3. Financiar la parte del desembolso de los nuevos proyectos procedente de las acciones ordinarias, primeramente utilizando financiación interna y cuando ésta se agote, a través de la emisión de nuevos títulos.
4. Si quedase alguna financiación interna sin aplicar después de asignar los proyectos de inversión, se distribuirá vía dividendos. En caso contrario no habrá pago de dividendos.

Según esta teoría la política de dividendos tiene una influencia pasiva y no incide directamente sobre el valor de mercado de las acciones.

⁹MASCAREÑAS, Juan (2002); Op. Cit.; Pág. 9

2.2.5 El efecto clientela ¹⁰

Este planteamiento trata de explicar porque cambian los precios de las acciones cuando cambia la política de dividendos. Modigliani y Miller (M&M) en su intento de buscar una explicación que concordase con su teoría de que la política de dividendos es irrelevante en la valoración de la empresa plantearon lo siguiente: cada empresa establece su propia política de dividendos, la cual, atrae a los inversores que están de acuerdo con la cantidad de dividendos que van a percibir. Por ejemplo, una empresa que reparte altos dividendos, puede ser apropiada para personas de edad avanzada, que deseen obtener rendimientos que le permitan vivir cómodamente, más que invertir para el futuro. Por el contrario, las empresas que reparten pocos dividendos, pueden ser preferidas por personas que no necesiten estos ingresos y les resulte mas cómodo y rentable que la propia empresa los invierta. M&M concluyen, que los inversores que deseen un ingreso alto por dividendos, deberían comprar títulos de empresas que ofrezcan un alto porcentaje de beneficios como dividendos, mientras que los inversores que no necesiten estos ingresos, deberían comprar acciones de empresas con un alto porcentaje de retención de beneficios.

En otras palabras, cuando una empresa sigue una determinada política de dividendos, esta captando una determinada clientela para sus acciones. Si cambiase esa política, los inversores pueden vender esas acciones y comprar otras, que se ajusten mejor a sus preferencias, pero esto, significaría pagar comisiones de compra y venta, y afrontar, los posibles impuestos sobre las ganancias de capital. Quiere decir, que las empresas no deberían cambiar con demasiada frecuencia su política de dividendos, salvo, buenas razones de negocio como un proyecto de inversión importante.

¹⁰MASCAREÑAS, Juan (2002); Op. Cit.; Págs. 9-10

2.2.6 El Contenido Informativo de los Dividendos ¹¹

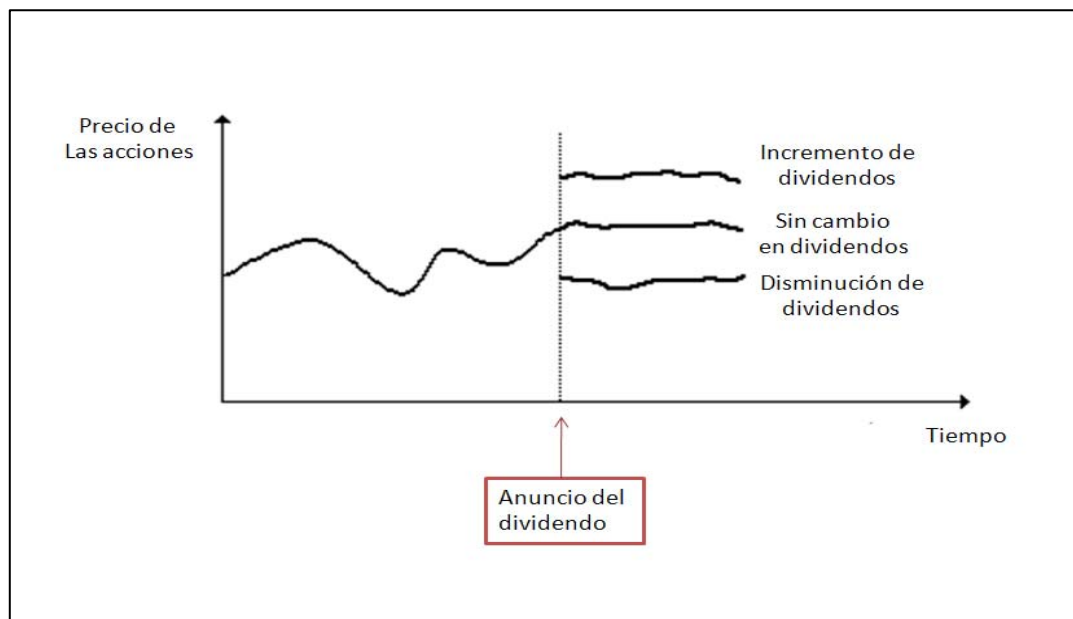
Esta hipótesis sostiene que los cambios en la política de dividendos proporcionan información al mercado de valores sobre la situación futura de la empresa. En tal sentido, un incremento en los dividendos esperados puede ser interpretado como una buena noticia. Una disminución en el monto de los dividendos podría indicar malas noticias. Su completa eliminación, sería el síntoma de que algo grave le ocurre a la empresa.

Como sabemos, en un mercado eficiente los precios de los títulos reflejan toda la información disponible porque los inversores tienen acceso a la misma. Sin embargo, en la realidad esto no suele suceder y los inversores no saben todo acerca de los flujos de caja esperados, ni acerca del riesgo asociado a los mismos. De hecho, los directivos siempre estarán mejor informados que los accionistas y que el propio mercado. Por tanto, la eficiencia del mercado de valores en cuanto a la generación de buenas estimaciones del valor intrínseco de las acciones depende, en cierto modo, de la capacidad de los directivos de comunicar información económica al mercado. Es allí donde se genera el rol fundamental de la política de dividendos como vehículo ideal para comunicar tal información a los accionistas. De hecho, tal vez sea éste el principal papel de dicha política.

En tal sentido, el anuncio de un incremento de los dividendos se puede interpretar como información proporcionada por la gerencia de que los flujos de caja esperados van a superar a los obtenidos en el pasado. Si dicha información no fue anticipada por el mercado, entonces la noticia será seguida de un alza de precios. Si el dividendo fuese inferior al esperado se produciría un descenso en los precios por el motivo contrario al expuesto. En resumen, si existe una diferencia entre el dividendo anunciado y el esperado, lo más probable es que asistamos a una variación en el precio de las acciones. (Ver Figura1).

¹¹MASCAREÑAS, Juan (2002); Op. Cit.; Págs. 10-12.

Figura 1: La reacción del precio de las acciones



Fuente. Elaboración Propia

Este efecto informativo de los dividendos es una muestra de la denominada asimetría informativa, es decir, del diferente grado de acceso a la información existente entre los propietarios y los gerentes, pues éstos últimos tienen una información privilegiada sobre la marcha de la empresa de la que no disponen los accionistas. Así, en un mercado con riesgo, los dividendos son un medio de minimizar cualquier desajuste que pueda surgir en el precio de las acciones como resultado de la asimetría informativa. Los dividendos, también, pueden ser importantes en cuanto que la dirección de la empresa no tenga otro medio fiable de informar a los inversores sobre los beneficios esperados.

Conviene aclarar, que no es el dividendo el que altera el precio, sino la nueva información relacionada con las expectativas de generación de recursos de la empresa, que ha sido incorporada inmediatamente en el precio del título. Es necesario señalar además, que bajo ciertas condiciones, un recorte de los dividendos esperados puede ser una buena noticia. Ello puede ocurrir cuando una empresa que tiene varias oportunidades de inversión rentables, dispone de poca liquidez y, al mismo tiempo, le es muy costoso conseguir financiación externa. En tal caso, el valor de las acciones de la empresa puede

aumentar como consecuencia de una reducción de los dividendos y un aumento de las inversiones. La condición fundamental para que esto se cumpla es que el mercado se entere de todo esto y lo perciba como algo positivo. Pero también puede suceder, en el caso de empresas que tienen por costumbre no repartir dividendos, que al anunciar un reparto de beneficios, están diciendo al mercado que ya no hay inversiones tan rentables como antes y que van a pasar a ser empresas con un menor crecimiento. El resultado es una baja del precio de sus acciones para reflejar las menores expectativas existentes. Esta situación se da generalmente en empresas de sectores en crecimiento, cuyos accionistas buscan ganancias de capital antes que ganancias en dividendos.

2.2.7 La teoría de los costes de agencia¹²

Como ya vimos anteriormente, Modigliani y Miller demostraron que si los mercados financieros eran eficientes, la política de dividendos era irrelevante a la hora de aumentar el valor de la empresa. Por otro lado, para que esto fuese así, uno de los supuestos básicos implicaba que los directivos deberían cumplir el objetivo de maximizar el valor de la empresa para sus accionistas, lo que haría que los intereses de los accionistas fuesen acordes al de los directivos.

Pero, ¿qué ocurriría si el mercado financiero no fuera eficiente?, ¿podría dicha ineficiencia hacer que la política de dividendos sí fuese relevante? Una posible ineficiencia sucede precisamente en el incumplimiento del objetivo señalado en el párrafo anterior por parte de los directivos. Según éste, si tuviésemos dos empresas idénticas salvo en lo tocante a la distribución de su capital social, de tal manera que una estuviese dirigida por sus propietarios (pocos accionistas), mientras que otra los fuera por directivos contratados al efecto (muchos accionistas), su valor de mercado sería el mismo, si las restantes variables se mantuviesen inalterables.

¹²MASCAREÑAS, Juan (2002); Op. Cit.; Págs. 12-13

Si el mercado del "control empresarial" fuese eficiente, cualquier empresa que se desviase del objetivo final señalado anteriormente, vería descender su precio de mercado, lo que la llevaría a terminar siendo adquirida por otros directivos más capaces. Esto también implica un buen funcionamiento del mercado de trabajo, en orden a poder sustituir a los directivos que no defienden los intereses de sus accionistas por otros que sí lo hagan. Ahora bien, si ambos mercados no funcionan eficientemente, como así parece suceder, uno de los supuestos de MM se viene abajo, dando lugar a lo que, Jensen y Meckling, denominaron como costes de agencia. Es decir, al problema de la separación entre propiedad y control, el cual explica una parte bastante importante del comportamiento, que no parece ser racional a la luz de los supuestos de los mercados perfectos.

Los costes de agencia representa la diferencia entre el valor de mercado de la empresa cuando su equipo directivo es el propietario de toda la empresa, y el valor cuando dicho equipo posee menos del cien por ciento de la misma. Para reducir dichos costes de agencia, se suele tomar una serie de medidas como; la realización de auditorías externas de la empresa, el establecimiento de cláusulas de protección por parte de los acreedores, el establecimiento de incentivos (opciones sobre acciones), todo ello con el objetivo de proporcionar información a los inversores sobre las acciones e intenciones de los directivos. A dichas medidas reductoras de los costes de la separación entre la propiedad y el control podríamos incluirles la política de dividendos.

Efectivamente, si al repartir dividendos es necesario acudir al mercado financiero para financiar dicho reparto, a través de la ampliación de capital correspondiente, los suministradores de capital no acudirán a la llamada de la empresa a menos que reciban nueva información sobre los usos que la directiva piensa dar a dichos fondos, de esta manera los accionistas actuales podrán conseguir nueva información sobre las intenciones de los directivos a través de este proceso. En este caso la política de dividendos puede realizar una significativa contribución al valor de la empresa.

CAPITULO 3: METODOLOGIA

3.1 Tipo y Diseño de Investigación

Las características del presente trabajo corresponden a las de una investigación aplicada. Es aplicada, porque toma como referencia los planteamientos teóricos y las evidencias que presentan los libros, artículos e investigaciones que se difunden públicamente por el mundo respecto al contenido informativo de los dividendos, analizado fundamentalmente, a través de la reacción del precio de las acciones.

Por otro lado, el desarrollo de la investigación alcanza un nivel correspondiente al de un estudio descriptivo, correlacional y explicativo. Es descriptivo, porque describe cuantitativa y cualitativamente las políticas de dividendos aplicadas por cada empresa de la muestra durante el periodo de análisis. Es correlacional, porque para establecer la presencia de contenido informativo en los anuncios de dividendos, se deberá medir el grado de relación existente entre el anuncio de dividendos y el precio de las acciones, a fin de determinar el grado de influencia entre dichas variables. Es explicativo, porque buscará determinar las razones por las que el precio de las acciones reacciona ante un determinado anuncio de dividendos.

3.2 Unidad de Análisis

La unidad de análisis es el Mercado de Valores Peruano que tiene como entidad operativa a la Bolsa de Valores de Lima. En este mercado cotizan las acciones comunes de las sociedades anónimas cuyos anuncios públicos de dividendos, ocurridos entre el 01-01-2001 y el 31-12-2010, se analizan con el objeto de comprobar el cumplimiento de la hipótesis del contenido informativo.

3.3 Población de Estudio

La población para la cual serán válidas las conclusiones que se obtengan al finalizar la presente investigación está compuesta por todos los anuncios de dividendos en los que se comunica al mercado la entrega de un dividendo en efectivo, y que fueron difundidos públicamente en la sección Hechos de Importancia del Boletín Diario de la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo comprendido entre el 01-01-2001 y el 31-12-2010.

3.4 Tamaño de la Muestra

La muestra que será analizada está conformada por 220 Anuncios de Dividendos realizados por las doce empresas más representativas de la negociación bursátil en el Perú que cotizaron sus acciones de manera continua en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo comprendido entre el 01-01-2001 y el 31-12-2010. Cabe mencionar, que se contabilizaron originalmente 249 anuncios de dividendos, de los cuales se eliminaron 29 anuncios que no cumplieron con los requisitos básicos que un análisis serio requiere. De estos anuncios, 22 fueron eliminados por dos motivos básicos: (a) las acciones no habían cotizado regularmente durante el periodo de estimación, o habían cotizado pocos días, (b) las estimaciones efectuadas por el modelo de mercado para anuncios determinados no representaban estimaciones relativamente cercanas a la realidad. Asimismo, otros 7 anuncios fueron eliminados de la muestra de análisis, porque la fecha del anuncio coincidía con periodos en el que el entorno estaba afectado por factores económicos o políticos que distorsionarían el análisis.

3.5 Selección de la Muestra

Para determinar el periodo de estudio y el tamaño de la muestra se tuvieron en cuenta las siguientes consideraciones y la siguiente secuencia:

- Respecto al período de estudio, se consideró que debería representar lo ocurrido en años recientes, y a la vez, ser lo suficientemente amplio como para poder analizar el contenido informativo de los dividendos y la reacción del precio de las acciones. Seleccionar como periodo de análisis los diez primeros años del siglo XXI, es decir, el periodo 2001-2010, le da el toque de actualidad al presente trabajo y permite efectuar el análisis de un periodo en el que se han vivido etapas de recesión y de expansión económica.
- Del total de empresas inscritas en la Bolsa de Lima durante el periodo de análisis, se seleccionaron doce que cumplieron con las siguientes características:
 - (1) empresas cuyas acciones comunes tuvieran una frecuencia de negociación¹³ mayor al 60% durante el periodo de análisis, lo cual significa disponer de información sobre los precios de sus acciones en la fecha que se realiza el Anuncio de Dividendos;
 - (2) empresas con una política de dividendos establecida y publica, lo cual significa la regularidad de los Anuncios de Dividendos en el tiempo; y
 - (3) empresas pertenecientes a los sectores más representativos de la actividad económica nacional, y que son parte de la cartera de acciones del Índice General y del Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, lo cual implica, analizar las políticas de dividendos de las empresas corporativas más importantes que operan en nuestro país (ver Cuadro 2)

¹³ Indicador del grado de liquidez o negociación de un título.

Cuadro 2: Empresas que comprende la muestra de análisis

SECTOR BURSÁTIL	EMPRESA	ACTIVIDAD ECONOMICA
Bancos	Banco de Crédito	Intermediación Financiera
Bancos	Banco Continental	Intermediación Financiera
Industrial	Cementos Lima	Construcción
Industrial	Cementos Norte Pacasmayo	Construcción
Minero	Atacocha	Minería
Minero	Buenaventura	Minería
Minero	Milpo	Minería
Minero	Volcán	Minería
Minero	Southern Cooper Corporation	Minería
Servicios	Edegel	Generación de energía
Servicios	Luz del Sur	Distribución de energía
Servicios	Telefónica	Comunicaciones

Fuente. Elaboración propia

- De las empresas seleccionadas solo se analizará la reacción del precio de las acciones comunes, debido a que son éstas, las que representan el aporte de los accionistas dueños de la empresa, descartándose el análisis de las acciones de inversión que solo en nuestro país se negocian. Tampoco se consideraron las acciones de empresas sujetas a procesos de reestructuración financiera y/o transferencia de la propiedad, durante el periodo de análisis, debiéndose descartar las empresas del sector agroindustrial y pesquero

- Conocidas las empresas cuyos anuncios de dividendos serán analizados, se procedió a recopilar toda la información concerniente a los anuncios de dividendos realizados durante el periodo de análisis. Dicha información fue obtenida de los Reporte Anuales emitidos por la Bolsa de Lima.
- De todos los dividendos anunciados solo se consideraron los anuncios de dividendos en efectivo y se excluyeron los anuncios de dividendos en acciones liberadas. Asimismo, de los anuncios de dividendos en efectivo solo se consideraron los repartos con cargo a beneficios generados o retenidos, por lo que las cantidades entregadas a los accionistas con carácter extraordinario sin intención de continuidad o en concepto de devolución de aportaciones, no se tuvieron en cuenta.
- Identificados los anuncios de dividendos relevantes, se procedió a ordenarlos cronológicamente y a clasificarlos en tres categorías: anuncios de incrementos, anuncios de reducciones y anuncios sin cambio. Esto se hizo así, porque se supone que la reacción del precio de las acciones y el contenido informativo es distinto para cada tipo de anuncio. Para clasificar los anuncios, fue necesario comparar los anuncios de dividendos de una fecha determinada con los anuncios de dividendos efectuados en similar fecha del año previo.
- Después de cumplir con estas consideraciones, la muestra parcial quedó conformada por 249 anuncios de dividendos, de los cuales, se eliminaron 29 tal como se mencionó anteriormente, quedando la muestra final conformada por 220 anuncios, de los cuales, 141 representan incrementos de dividendos, 69 son reducciones y 10 sin cambio.

3.6 Técnicas de recolección de datos

Para la recolección de datos es necesario aplicar la técnica del análisis documental, revisando en primera instancia la información proveniente de los libros de finanzas; artículos y publicaciones especializadas que tratan sobre el tema objeto de estudio de la presente investigación. Esta primera revisión tiene doble finalidad: reforzar nuestra comprensión teórica por un lado, y conocer los resultados de las más recientes investigaciones sobre el tema. Para lograr tales objetivos será necesario acudir a las bibliotecas de las Universidades Peruanas, o ingresar a las páginas Web de las instituciones académicas o privadas que a nivel mundial han investigado sobre el tema.

Asimismo, se revisaran las Memorias Anuales y los Estados Financieros de las empresas que son parte de la muestra de análisis. Dicha información será obtenida del Centro de Documentación o de la página Web de la CONASEV. Igual labor se hará con los Boletines Diarios e Informes Anuales publicados por la Bolsa de Valores de Lima en su página Web. La finalidad de estas actividades es recopilar información cuantitativa de los anuncios de dividendos, de los precios de las acciones y de los resultados empresariales, de fuentes consideradas oficiales. Para obtener información cualitativa sobre las políticas de dividendos será necesario ingresar a las páginas Web de cada empresa.

Una vez obtenidos los datos se harán fichas virtuales de resumen, es decir, se crearán archivos Word, Power Point o Excel, que facilitaran el ordenamiento y posterior procesamiento de la información. Los archivos obtenidos de Internet serán grabados y guardados para cualquier consulta, anotándose la página en la que está disponible, así como su fecha de revisión.

3.7 Análisis e Interpretación de la Información

(a) Proceso de clasificación, registro y codificación de los datos

Para efectuar el análisis de cada tipo de anuncio de dividendos fue necesario desarrollar el siguiente proceso:

- Se crearon archivos Excel para cada empresa y para cada tipo de anuncio (incrementos, reducciones y sin cambio).
- Para cada tipo de anuncio se registraron como datos: (a) el precio de la acción el día del anuncio; (b) los precios de la acción que servirán para la estimación de los parámetros del Modelo de Mercado y que corresponden a los 60 días previos a la ventana de análisis y (c) los precios de la acción de los 5 días anteriores y los 5 días posteriores al día del anuncio.
- Posteriormente, y para cada tipo de anuncio se procedió a trabajar en el siguiente orden: (a) a partir de los precios de la acción se determinaron los rendimientos diarios tanto para la ventana de estimación como para la ventana de análisis; (b) con los rendimientos diarios correspondientes a los 60 días previos a la ventana de análisis se calcularon los parámetros del Modelo de Mercado para cada anuncio; (c) con la ecuación del Modelo de Mercado se estimaron los rendimientos diarios para el periodo $[-5, 5]$ que incorporan los 5 días anteriores y los 5 días posteriores a la fecha del anuncio, además del rendimiento estimado el mismo día del anuncio; (d) comparando los rendimientos diarios realmente ocurridos con los rendimientos estimados según el Modelo de Mercado, se determinaron los Rendimientos Anormales Simples RAS para el periodo $[-5, 5]$; (e) el periodo de análisis $[-5, 5]$ fue dividido en tres periodos de análisis $[-5, -2]$; $[-1, 1]$; y $[2, 5]$ con el fin de analizar los Rendimiento Anormales Acumulados RAA para dichos periodos. Los RAA fueron calculados agregando los Rendimientos Anormales Simples de cada periodo de análisis. Esta

información servirá para analizar la existencia de rendimientos anormales significativos (más de 2% para cada periodo o 1% para el día del anuncio) que corroboren lo que se sostiene en teoría, es decir, ante un anuncio de incremento del dividendo, el precio de la acción debería reaccionar positivamente; ante un anuncio de disminución la reacción del precio debería ser negativa, y ante un anuncio de un dividendo igual al del periodo previo, no debería ocurrir ninguna reacción en el precio de la acción.

(b) Técnicas analíticas que se utilizaran para comprobar la hipótesis y obtener las conclusiones.

Nuestra investigación pretende averiguar si existe la suficiente evidencia empírica como para afirmar que los anuncios de dividendos transmiten información a través de la reacción del precio de las acciones. Para analizar la reacción del precio de las acciones ante un determinado anuncio de dividendos se aplicó el Método EVENT STUDY o Método de Estudio de Sucesos (ver Anexo 1), que se utiliza para medir el impacto de un suceso determinado en el precio de las acciones. Dicho método utilizado en España por González (1995), por Espitia y Ruiz(1996)y por Pastor (2000); en Chile por Maquieira (2000), y en Argentina por Gauna (2008), se basa en el análisis de los rendimientos anormales (rendimientos residuales o excesos de rendimiento) tanto simples como acumulados. La existencia de tales rendimientos se hace visible cuando se descubren diferencias significativas entre los rendimientos realmente ocurridos y los rendimientos estimados por un modelo de regresión simple, conocido como el Modelo de Mercado. Tal análisis se hará para los distintos anuncios, que se suponen estadísticamente independientes, debido a que se realizan en fechas y condiciones diferentes.

El análisis detallado supone examinar los Rendimientos Anormales Acumulados RAA ocurridos en cada sub periodo de análisis, con el fin de identificar los anuncios que cumplen con lo que se sostiene en teoría (ver Cuadro 3). En otras palabras, se analiza lo que ocurre antes, durante y después del anuncio y la magnitud del impacto en el precio de la acción.

Además, para comprobar lo significativo del análisis, se determinará el porcentaje de anuncios que están asociados con reacciones en el mismo sentido del precio de las acciones. Al concluir el análisis de los rendimientos anormales de cada tipo de anuncio, se aplicarán las Pruebas de Hipótesis que permitirán validar o no validar lo que sostiene la Hipótesis del Contenido Informativo de los Dividendos. Las hipótesis solo serán validadas si se rechaza significativamente la hipótesis nula, de lo contrario, se inferirá que no existe la evidencia empírica suficiente para validar lo que sostiene la teoría.

A partir de la aceptación o rechazo de las hipótesis específicas se derivarán conclusiones parciales que se usarán para confirmar o negar la hipótesis general. Se termina la investigación redactando las conclusiones finales en las que podrán inferirse conclusiones generales para los anuncios de dividendos efectuados en el mercado bursátil peruano.

Cuadro3: Anuncios de dividendos e información transmitida

ANUNCIO	REACCIÓN DEL PRECIO	INFORMACIÓN TRASMITIDA SOBRE LA MARCHA FUTURA DE LA EMPRESA
Incremento	Sube	Positiva
Reducción	Baja	Negativa
Sin cambio	Se mantiene	Estará igual que hoy

Fuente. Elaboración propia

CAPITULO 4: POLITICA DE DIVIDENDOS DEL SECTOR BANCARIO

4.1 BANCO DE CREDITO DEL PERU

4.1.1 Información general

El Banco de Crédito del Perú (BCP) llamado durante sus primeros 52 años Banco Italiano, inició sus actividades el 9 de abril de 1889. El 01 de febrero de 1942, se cambió la antigua denominación social, por la actual. El BCP es actualmente una sociedad anónima subsidiaria de CREDICORP Ltd. (un holding constituido en Bermuda en 1995), que posee el 97.60 por ciento de su capital social al 31 de diciembre del 2010. El domicilio legal del Banco es Calle Centenario N°156, La Molina, Lima, Perú. Al 31 de diciembre de 2010, el Banco tenía 328 sucursales y agencias en el Perú, y 2 sucursales en el exterior.

Las operaciones del Banco están normadas por la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, Ley N° 26702, encontrándose autorizado a operar como banco múltiple de acuerdo con los dispositivos legales vigentes en el Perú. En consecuencia, el Banco está facultado a recibir depósitos de terceros e invertirlos junto con su capital en colocaciones y adquisición de valores, así como otorgar avales y fianzas, efectuar todo tipo de operaciones de intermediación financiera y deservicios bancarios y otras actividades permitidas por la Ley de Banca, Seguros y AFP. Asimismo, puede operar como sociedad agente de bolsa, establecer y administrar fondos mutuos, entre otros, a condición de que constituya subsidiarias con ese propósito.

Al 31 de diciembre del 2010, el capital social del Banco está representado por 2,557'737,988 de acciones comunes suscritas y pagadas, con un valor nominal de un nuevo sol por acción. Sus acciones comunes cotizan en la Bolsa de Valores de Lima desde 1898 y se negocian con el nemónico CREDITC1.

4.1.2 Política de dividendos 2001 – 2010

El Banco de Crédito del Perú desde hace más de tres décadas, el Banco de mayor importancia en términos de colocaciones, depósitos, patrimonio y activos, en el Sistema Financiero Peruano. Su condición de empresa madura y el ser propiedad del mismo Grupo Económico se reflejan en la estabilidad de su forma de retribuir a sus accionistas (ver Cuadro 4).

Cuadro 4: Política de dividendos Banco de Crédito 2001 - 2010

FECHA DE APROBACIÓN	14-03-1997
VALIDEZ	1997 - 2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Directorio
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	El Banco de Crédito del Perú tiene como política pagar dividendos en efectivo anualmente. La Junta Ordinaria de Accionistas determinará el reparto anual de dividendos en efectivo, los cuales en circunstancias normales no serán inferiores al 20% de las utilidades netas. La JGA también puede acordar dividendos en acciones.
FUENTE	Memoria de la empresa 2010. Información sobre el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo.

Desde 1997 el Banco no ha modificado su Política de pagar dividendos en efectivo a sus accionistas, lo cual ha significado retribuirlos con dividendos mayores al 20% de las utilidades netas anuales durante los últimos trece años. Como una muestra de este hecho, los años 2010 y 2009 se distribuyeron dividendos por S/.595 millones y S/.614 millones, los cuales representaron el 49% y el 66.40% de las utilidades netas respectivas de esos años.

4.1.3 Anuncios de dividendos 2001 - 2010

Una característica de los anuncios de dividendos del BCP, es que siempre se acuerdan durante el desarrollo de la Junta General de Accionistas que se lleva a cabo los últimos días del mes de marzo de cada año. En tal fecha, siempre se suele anunciar el reparto de dividendos correspondientes a la utilidad generada por el banco el año anterior (ver Cuadro 5). Durante el periodo de análisis se efectuaron 10 anuncios, de los cuales seis corresponden a incrementos; tres a reducciones y uno sin cambio. Asimismo, los anuncios de incrementos se dieron en los periodos 2002-2006 y 2009-2010. Solo en el periodo 2007-2008 se anunciaron reducciones de dividendos explicados por la gestión más conservadora asumida por el banco para cubrirse de los riesgos generados por la crisis financiera de los Estados Unidos.

Cuadro 5: Anuncios de Dividendos Banco de Crédito 2001 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
30-03-2001	0.03 (SC)	Utilidades 2000
27-03-2002	0.09 (I)	Utilidades 2001
28-03-2003	0.10 (I)	Utilidades 2002
26-03-2004	0.20 (I)	Utilidades 2003
31-03-2005	0.26 (I)	Utilidades 2004
31-03-2006	0.46 (I)	Utilidades 2005
30-03-2007	0.417 (R)	Utilidades 2006
28-03-2008	0.2885 (R)	Utilidades 2007
31-03-2009	0.407 (I)	Utilidades 2008
26-03-2010	0.267 (R)	Utilidades 2009

Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2010

4.2 BANCO CONTINENTAL

4.2.1 Información general

El Banco es una sociedad anónima constituida en el año 1951, autorizada a operar por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones y domiciliada en el Perú. La dirección registrada de su oficina principal es Av. República de Panamá No.3055, San Isidro.

Desde 1995, año en que fue privatizado, es controlado por el Holding Continental S.A. (50% Banco Bilbao Vizcaya Argentaria – BBVA, 50% Grupo Brescia). El Banco cuenta con cuatro subsidiarias, de las cuales posee el 100%: Continental Bolsa Sociedad Agente de Bolsa S.A., Continental S.A. Sociedad Administradora de Fondos y Continental Sociedad Tituladora S.A.

Las operaciones que realiza el Banco comprenden principalmente la intermediación financiera que corresponde a los bancos múltiples; actividades que están normadas por la SBS de acuerdo con la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS N°26702 y sus modificatorias. La Ley General establece los requisitos, derechos, obligaciones, garantías, restricciones y demás condiciones de funcionamiento a que se sujetan las personas jurídicas de derecho privado que operan en el sistema financiero y de seguros.

Al 31-12-2010, el capital autorizado, suscrito y pagado, de acuerdo con los estatutos del Banco y sus modificaciones está representado por 1,843'427,288 acciones comunes en circulación con derecho a voto, de un valor nominal de un nuevo sol por acción. Holding Continental S.A. posee el 92.24% de participación accionaria. Las acciones del banco cotizan en la Bolsa de Valores de Lima desde 1981 y se negocian con el nemónico CONTINC1.

4.2.2 Política de dividendos 2001 – 2010

El Banco Continental es otro de los bancos más importantes del Perú que ha mantenido estable su Política de Dividendos durante el periodo 2001-2010 (ver Cuadro 6). El único agregado a la Política de Dividendos 2010, y que se menciona en la Memoria respectiva, es la mención referida a que *“la distribución de dividendos que se realice en efectivo se efectuará en un solo pago anual dentro del plazo máximo de 30 días de celebrada la junta de accionistas que aprueba dicha distribución”*, con lo cual, se fija un plazo de pago del dividendo que toma como referencia la fecha del Anuncio.

Cuadro 6: Política de Dividendos Banco Continental 2001 - 2010

FECHA DE APROBACIÓN	31-03-01 (revalidada en marzo 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 y 2010)
VALIDEZ	2001 - 2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La Política de Distribución de Dividendos del Banco se adopta teniendo en cuenta lo previsto en los artículos 65 y siguientes de la ley No.26702, “Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros” para la aplicación de utilidades, reservas y dividendos. En este sentido, las utilidades de cada ejercicio, determinadas luego de haber efectuado las provisiones dispuestas por la ley y las normas reglamentarias de la SBS, se aplicaran según el orden de prelación contenido en el artículo 66 de la mencionada ley 26702.
FUENTE	Memorias de la empresa 2001-2010 e Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

4.2.3 Anuncios de Dividendos 2001 – 2010

Los anuncios de dividendos del banco se acuerdan generalmente durante el desarrollo de la Junta General de Accionistas que se lleva a cabo en marzo de cada año. Durante el periodo 2001-2010 se registraron nueve anuncios, de los cuales se anunciaron incrementos de dividendos durante siete años consecutivos. Solo en los años 2009 y 2010 se anunciaron reducciones en el pago de dividendos, siendo el motivo principal, la crisis financiera internacional que propicio una gestión más conservadora del banco (ver Cuadro 7).

Cuadro 7: Anuncios de Dividendos Banco Continental 2001 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
2001	--	--
13-03-2002	0.008996 (I)	Utilidades 2001
18-03-2003	0.07015 (I)	Utilidades 2002
25-03-2004	0.184311 (I)	Utilidades 2003
31-03-2005	0.258331 (I)	Utilidades 2004
27-03-2006	0.330082853 (I)	Utilidades 2005
30-03-2007	0,45792255 (I)	Utilidades 2006
27-03-2008	0.556452 (I)	Utilidades 2007
31-03-2009	0.326381272 (R)	Utilidades 2008
30-03-2010	0.31521348 (R)	Utilidades 2009
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2010		

Es importante mencionar, que los dividendos que se distribuyen en favor de accionistas diferentes de personas jurídicas domiciliadas, están afectos a la tasa del impuesto a la renta de 4.1%; que debe ser retenido por el Banco.

CAPITULO 5: POLITICA DE DIVIDENDOS DEL SECTOR INDUSTRIAL

5.1 CEMENTOS LIMA S.A.A.

5.1.1 Información general

Cementos Lima S.A. se constituyó en 1967 cuando el Sindicato de Inversiones y Administración S.A. (SIA) adquirió el 51% de la compañía Cementera Portland. En 1974, el gobierno militar del General Velasco confiscó la empresa y transfirió la totalidad de las acciones a Inversiones COFIDE S.A., un organismo del Estado. Después de una prolongada defensa pública y judicial por parte de los principales accionistas de la Empresa, en 1981, durante el gobierno del Presidente Belaúnde, se devolvió el 51% de las acciones a SIA y otros inversionistas privados, con lo cual los antiguos accionistas liderados por el accionista principal SIA, retomaron el control y gerencia de la empresa.

El 22 de junio de 1994, como parte del proceso de privatización, el Estado puso en venta mediante subasta pública el 49% de la empresa que aún mantenía, vendiéndose las acciones a favor de inversionistas privados entre ellos SIA. Mediante esta re-privatización, SIA aumentó su participación en el capital social de la empresa a 68.03%, la cual mantiene al 31 de diciembre del 2010.

La empresa realiza sus operaciones dentro del Sector Construcción, abasteciendo principalmente a la costa central del Perú, que incluye Lima Metropolitana el principal mercado del país. El objeto de la Sociedad es la elaboración y fabricación de clinker, cementos y otros materiales de construcción, en el país y en el extranjero, incluida su comercialización y venta.

Al 31 de diciembre de 2010 el capital social suscrito y pagado está representado por 75'699,590 acciones comunes, cuyo valor nominal es de S/.10 por acción, las cuales cotizan en la Bolsa de Lima desde abril de 1994 y se negocian con el Nemónico CEMLIMC1.

5.1.2 Política de dividendos 2001 – 2010

Tres características puntuales pueden observarse de la Política de Dividendos de Cementos Lima: (a) Se mantuvo constante desde 1996, modificándose recién a partir del 2008; (b) Política de dividendos trimestral; (c) Se fija un rango porcentual de la utilidad trimestral que será repartida como dividendos.

El mayor límite superior del rango de la utilidad a distribuirse como dividendos fue de 80% durante el periodo 1996-2007. A partir del 2008 este límite se redujo a 60%. El límite inferior, se redujo de 60% a 50% al pasar al año 2008 y luego a 30% a partir del año 2009. La razón principal de estas reducciones en los rangos de entrega de dividendos fue cubrirse del riesgo de escases y encarecimiento del costo de los fondos de financiamiento externo como consecuencia de la crisis financiera internacional iniciada el año 2007.

Cuadro 8: Política de dividendos Cementos Lima 2001 - 2007

FECHA DE APROBACIÓN	13-12-1996
VALIDEZ	1996 - 2007
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La Compañía tiene una política de dividendos trimestrales aprobada por la Junta de Accionistas. Según esta política el Directorio aprueba la distribución de dividendos trimestrales por un monto <u>no mayor al 80% ni menor al 60%</u> de la utilidad de libre disposición del trimestre correspondiente, a cuenta de tal utilidad o con cargo a los resultados acumulados.
FUENTE	Memoria de la empresa 2007. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas

Cuadro 9: Política de dividendos Cementos Lima 2008

FECHA DE APROBACIÓN	28 Marzo de 2008 (actualiza la del 13-12-1996)
VALIDEZ	2008
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La Compañía tiene una política de dividendos trimestrales aprobada por la Junta de Accionistas. Según esta política el Directorio aprueba la distribución de dividendos trimestrales por un monto <u>no mayor al 60% ni menor al 50%</u> de la utilidad de libre disposición del trimestre correspondiente, a cuenta de tal utilidad o con cargo a los resultados acumulados.
FUENTE	Memoria de la empresa 2008. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

Cuadro 10: Política de dividendos Cementos Lima 2009-2010

FECHA DE APROBACIÓN	30 Marzo de 2009 (actualiza la de 28-03-2008)
VALIDEZ	2009-2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La Compañía tiene una política de dividendos trimestrales aprobada por la Junta de Accionistas. Según esta política el Directorio aprueba la distribución de dividendos trimestrales por un monto <u>no mayor al 60% ni menor al 30%</u> de la utilidad de libre disposición del trimestre correspondiente, a cuenta de tal utilidad o con cargo a los resultados acumulados.
FUENTE	Memoria de la empresa 2010. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

5.1.3 Anuncios de Dividendos 2001 - 2010

Los anuncios de dividendos de Cementos Lima se realizan en enero, abril, julio y octubre de cada año. En el periodo 2001-2010 se anunciaron 20 anuncios de incremento; 15 reducciones y 4 sin cambio, haciendo un total de 39 anuncios. Un punto clave a considerar es la defensa implícita del poder adquisitivo del dividendo entregado. Mientras el Nuevo Sol se depreciaba frente al dólar, los dividendos se entregaban en dólares. Cuando cambio la situación, se comenzaron a entregar en Nuevos Soles (ver Cuadros 11 y 12).

Cuadro 11: Anuncios de Dividendos Cementos Lima 2001 - 2005

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en US\$	Concepto
30-01-2001	US\$ 0.12 (R)	A cuenta 2000
24-04-2001	US\$ 0.09 (R)	A cuenta 1996
26-06-2001	US\$ 0.07(R)	A cuenta 1996
31-10-2001	US\$ 0.08 (R)	A cuenta 1996
08-02-2002	US\$ 0.12 (SC)	Utilidades 1996-1997
24-04-2002	US\$ 0.11(I)	Utilidades 1997
19-07-2002	US\$ 0.11(I)	Utilidades 1997-1998
29-10-2002	US\$ 0.11(I)	Utilidades 1998-1999
27-01-2003	US\$ 0.12 (SC)	Utilidades 1999-2000
18-07-2003	US\$ 0.12 (I)	A cuenta 2003
29-10-2003	US\$ 0.12(I)	A cuenta 2003
29-01-2004	US\$ 0.14 (I)	Utilidades 2003
30-04-2004	US\$ 0.14 (I)	A cuenta 2004
21-07-2004	US\$ 0.14 (I)	A cuenta 2004
27-10-2004	US\$ 0.14 (I)	A cuenta 2004
26-01-2005	US\$ 0.14 (SC)	A cuenta 2004
27-04-2005	US\$ 0.13 (R)	A cuenta 2005
20-07-2005	US\$ 0.13 (R)	A cuenta 2005
25-10-2005	US\$ 0.12 (R)	A cuenta 2005

Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2005

Otra característica a resaltar, es que el primer anuncio trimestral se utiliza para completar la entrega de dividendos correspondiente al año anterior. Los tres anuncios restantes corresponden a entregas de dividendos a cuenta de la utilidad generada en lo que va del año en curso.

Cuadro 12: Anuncios de dividendos Cementos Lima 2006 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en US\$	Concepto
25-01-2006	US\$ 0.13 (R)	A cuenta 2005
26-04-2006	US\$ 0.14 (I)	A cuenta 2006
19-07-2006	US\$ 0.13 (SC)	A cuenta 2006
25-10-2006	US\$ 0.14 (I)	A cuenta 2006
24-01-2007	US\$ 0.20 (I)	Saldo 2006
26-04-2007	US\$ 0.19(I)	A cuenta 2007
18-07-2007	US\$ 0.23 (I)	A cuenta 2007
17-10-2007	US\$ 0.26 (I)	A cuenta 2007
23-01-2008	US\$ 0.28 (I)	A cuenta 2007
23-04-2008 ¹⁴	S/. 0.60 (I) = US\$ 0.21 (I)	A cuenta 2008
23-07-2008	S/. 0.26 (I) = US\$ 0.09 (R)	A cuenta 2008
22-10-2008	S/. 0.26 (SC) = US\$ 0.08 (R)	A cuenta 2008
21-01-2009	S/. 0.18 (R) = US\$ 0.06 (R)	A cuenta 2008
22-04-2009	S/. 0.16 (R)	A cuenta 2009
22-07-2009	S/. 0.16(R)	A cuenta 2009
28-10-2009	S/. 0.16(R)	A cuenta 2009
20-01-2010	S/. 0.16 (R)	Utilidades 2009
21-04-2010	S/. 0.18 (I)	A cuenta 2010
21-07-2010	S/. 0.18 (I)	A cuenta 2010
20-10-2010	S/. 0.18 (I)	A cuenta 2010
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2006-2010		

¹⁴Tipos de cambio utilizados para convertir los dividendos en soles en dividendos en dólares: **2.816** (23-04-2008); **2.842** (23-07-2008); **3.072** (22-10-2008) y **3.157** (21-01-2009)

5.2 CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.

5.2.1 Información general

Las actividades de la Compañía se iniciaron en 1949 bajo la denominación de Compañía Nacional de Cemento Portland del Norte S.A. siendo sus fundadores algunos de los actuales accionistas de Inversiones Pacasmayo S.A. (IPSA), actualmente su principal accionista, junto con otros inversionistas privados.

En 1970, el gobierno militar del presidente Velasco promulgó una ley que declaraba la producción de cemento como industria básica, obligando a la Compañía una transferencia gradual de acciones al gobierno a partir de 1973. Ese mismo año, la empresa fue reestructurada de modo que la mayoría de los accionistas de entonces llegaron a mantener su participación a través de IPSA.

En 1977, IPSA entabló una demanda contra el gobierno del Perú para evitar la adquisición de una participación mayoritaria en la Compañía. El gobierno transó en 1980 ofreciendo un contrato según el cual el gobierno tendría el 49% de las acciones comunes de la Compañía mientras que el accionista principal tendría el otro 51%. Esto se hizo mediante la creación de una nueva empresa denominada Cementos Norte Pacasmayo S.A. La estructura de propiedad establecida por dicho contrato se mantuvo hasta el 24 de noviembre de 1994.

Entre noviembre de 1994 y junio de 1995, el Gobierno vendió al sector privado las acciones de su propiedad. Durante este proceso, IPSA adquirió un 10% adicional del capital social de Cementos Norte Pacasmayo S.A., e Invernor S.A.C., una subsidiaria de la propia Compañía adquirió el 4.65% del capital social de la empresa. Posteriormente, en diciembre de 1998 se constituyó una nueva sociedad denominada Cementos Pacasmayo S.A.A. a través de la fusión de Cementos Norte Pacasmayo S.A., Cementos Rioja y Cordasa. El año 2005 Invernor S.A.C vendió 22'438,892 acciones comunes de Cementos Pacasmayo, de las cuales, IPSA adquirió el 94%.

La sociedad tiene por objeto dedicarse a la elaboración y fabricación de cementos, cal, agregados, bloques y ladrillos de cemento, concreto premezclado y otros materiales de construcción, sus derivados y afines, incluida su comercialización y venta, en la República del Perú y en el extranjero, así como a la explotación, procesamiento y comercialización de minerales industriales. La Compañía es actualmente el único productor de cemento en las regiones de la costa y sierra del norte, así como en la región nor-oriental del Perú. La planta principal de producción se encuentra ubicada en Pacasmayo a 96 Km al norte de la ciudad de Trujillo y su oficina principal tiene como dirección la Calle La Colonia 150, Urbanización El Vivero, en el distrito de Santiago de Surco, departamento de Lima.

Al 31 de diciembre del 2010, el capital social de Cementos Pacasmayo S.A.A. está representado por 419'977,479 acciones comunes, cuyo valor nominal es de S/. 1.00 por acción, siendo el Grupo Económico IPSA el principal accionista con el 67.47% de las acciones. Dicho Grupo es conocido también como "Grupo HOCHSCHILD". Las acciones comunes de la compañía cotizan en la Bolsa de Valores de Lima desde julio de 1999 y se negocian con el Nemónico CPACASC1.

5.2.2 Política de dividendos 2001 – 2010

Después de mantener estable su Política de Dividendos durante once años, la Junta General de Accionistas de Cementos Pacasmayo aprobó una nueva Política de Dividendos que rige a partir del 2010 (ver Cuadros 13 y 14). A diferencia de los criterios anteriormente señalados, el nuevo enunciado incorpora los siguientes aspectos: (a) se puede declarar el pago de dividendos con cargo a los resultados mensuales del propio ejercicio; (b) se otorga carácter obligatorio a la distribución de dividendos en efectivo hasta por un monto igual a la mitad de la utilidad distribuible de cada ejercicio luego de deducido el monto que debe aplicarse a la Reserva Legal, (c) los accionistas que representen cuando menos el 20% del total de las acciones con derecho a voto pueden solicitar la distribución de dividendos en efectivo.

Cuadro 13: Política de Dividendos Cementos Pacasmayo 2001-2009

FECHA DE APROBACIÓN	31-03-99
VALIDEZ	1999 - 2009
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	<p>La Junta General de Accionistas decidirá en cada ejercicio fiscal el monto de los dividendos, teniendo en cuenta la disposición financiera de la Compañía, sus obligaciones futuras y el plan de inversiones.</p> <p>El Directorio queda facultado para declarar el pago de adelanto de utilidades con cargo a los resultados del propio ejercicio o de resultados acumulados de ejercicios anteriores teniendo en cuenta los mismos factores citados anteriormente.</p>
FUENTE	Memoria de la empresa 2009. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

Cuadro 14: Política de Dividendos Cementos Pacasmayo 2010

FECHA DE APROBACIÓN	25-03-2010
VALIDEZ	2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	<p>Para decidir sobre la distribución de dividendos la Junta General de Accionistas tendrá en consideración los siguientes criterios:</p> <p>(i) La situación económica financiera de la Compañía (considerando los gastos comprometidos y presupuestados, así como las obligaciones contraídas) y,</p> <p>(ii) Los requerimientos de inversión de la Compañía, según hayan sido aprobados.</p> <p>En caso se reciba delegación de facultades por la Junta General de Accionistas, el Directorio queda facultado para declarar el pago del adelanto de dividendos (utilidades) con cargo a los resultados mensuales del propio ejercicio que consten en balances elaborados al efecto o los resultados acumulados de ejercicios anteriores, teniendo en cuenta los mismos factores citados anteriormente.</p> <p>Es obligatoria la distribución de dividendos en dinero hasta por un monto igual a la mitad de la utilidad distribuible de cada ejercicio luego de deducido el monto que debe aplicarse a la Reserva Legal, si así lo solicitan los accionistas que representen cuando menos el 20% del total de las acciones con derecho a voto. Esta solicitud sólo podrá referirse a las utilidades del ejercicio económico inmediato anterior. Este derecho no puede ser ejercitado por quienes sean titulares de acciones con régimen especial sobre dividendos.</p>
FUENTE	Memoria de la empresa 2010. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

5.2.3 Anuncios de Dividendos 2001 - 2010

La Política de Dividendos de la empresa faculta a la Junta de Accionistas a decidir sobre la distribución de dividendos, pero faculta también al Directorio para acordar y anunciar el pago de dividendos. Durante el periodo 2001-2010 el Directorio acordó distribuir dividendos en efectivo en doce oportunidades, algunos con cargo a resultados acumulados y otros a cuenta de las utilidades de ejercicios anteriores o presentes. De los doce anuncios efectuados, siete correspondieron a incrementos en los dividendos y cinco a reducciones. Tal como puede observarse (ver Cuadro 15), la mayoría de anuncios de incrementos coinciden con periodos de alto crecimiento del sector construcción.

Cuadro 15: Anuncios de Dividendos Cementos Pacasmayo 2001 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
27-02-2001	0.1861765999 (I)	Ut.2000-A cuenta 2001
26-02-2002	0.0842933173 (R)	Resultados Acum.2001
28-10-2003	0.0776646857 (R)	Resultados Acum.2002
28-09-2004	0.066527105 (R)	A cuenta 2003
07-12-2005	0.0675200469 (I)	A cuenta 2004
19-09-2006	0.0623023491 (R)	Utilidades 2005
18-09-2007	0.06389058 (I)	Utilidades 2006
27-03-2008	S/. 0.40014028 (I)	Utilidades 2007
16-09-2008	S/. 0.09583586 (I)	A cuenta 2008
27-10-2009	S/. 0.05324214 (R)	A cuenta 2009
26-04-2010	S/. 0.09157649 (I)	Res. Acum. 2009
25-10-2010	S/. 0.06389058 (I)	A cuenta 2010
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2010		

CAPITULO 6: POLITICA DE DIVIDENDOS DEL SECTOR MINERO

6.1 COMPAÑÍA MINERA ATACOCHA S.A.A.

6.1.1 Información general

Compañía Minera Atacocha S.A.A. fue constituida en 1936 con el fin de desarrollar actividades de extracción, concentración y comercialización de minerales, principalmente zinc y plomo, provenientes de minas y/o concesiones de su propiedad o arrendadas. La Compañía se encuentra clasificada como empresa de mediana minería y desde el 10 de noviembre del 2008 forma parte del Grupo MILPO. Su domicilio corporativo se ubica en Av. San Borja Norte 523, distrito de San Borja, provincia y departamento de Lima.

La Sociedad tiene por objeto desarrollar todas las actividades de la industria minera y particularmente la exploración y explotación de yacimientos mineros y el beneficio de estos últimos así como el tratamiento, comercialización, fundición, refinación y todas las demás actividades conexas. Puede también llevar a cabo actividades de generación, transmisión y/o comercialización de energía eléctrica conforme a las normas legales vigentes en esta materia.

Al 31 de diciembre del 2010 la empresa tenía emitidas 534'557,407 acciones comunes Clase A y 427'550,310 acciones Comunes Clase B, de un valor nominal de S/. 1.00 cada una, íntegramente suscritas y pagadas. MILPO Andina Perú S.A.C. es dueño del 68.68% de las acciones comunes Clase A y Compañía Minera MILPO S.A.A. tiene el 12.11% de las Acciones Clase B. Las acciones se encuentran inscritas en la Bolsa de Valores de Lima y en el Registro Público del Mercado de Valores de la CONASEV. Las acciones Clase A se negocian con el nemónico ATACOC1

6.1.2 Política de dividendos 2001 – 2010

Durante el periodo 2001-2010 la Política de Dividendos de la compañía se modificó en dos oportunidades. En este punto, es importante mencionar que no se pudo encontrar referencias escritas sobre una Política de Dividendos específica para el periodo 2001-2003, aun cuando se revisaron documentos internos de la empresa tales como la Memoria y los comunicados que como Hechos de Importancia se envían para ser publicadas en el Boletín Diario de la Bolsa de Valores de Lima. Esto fue corroborado al consultar la información que presenta la empresa en su página Web y la información que proporciona la CONASEV¹⁵ en su Centro de Documentación.

La nueva Política de dividendos de la empresa aprobada en marzo del 2009 disminuyó el reparto de dividendos a 15% de las utilidades de libre disposición, frente a la política anterior de reparto de 50%, vigente hasta el ejercicio 2008, (ver Cuadros 16 y 17). Es importante mencionar que este cambio se atribuye fundamentalmente al cambio de propiedad de la empresa producido en noviembre del 2008, con la adquisición por parte del Grupo Milpo de más del 50% de las acciones con derecho a voto.

Tal como puede observarse, durante el periodo 2004-2008 se estableció la política de entregar tres dividendos en efectivo al año, en el último mes de los tres últimos trimestres, comenzando en el mes de junio, lo cual en la práctica no se cumplió, tal como se podrá ver más adelante cuando se analicen los Anuncios de dividendos para el mismo periodo.

Tres características se pueden mencionar de la Política de Dividendos establecida el 2009: (a) enunciado bastante concreto; (b) no se menciona la periodicidad del pago de dividendos, con lo cual, el anuncio de dividendos queda sujeto al anuncio de la fecha en que se convoque a Sesión del Directorio, (c) los dividendos que se distribuyan corresponden a las utilidades generadas en el mismo periodo (ver Cuadro 17).

¹⁵ A partir del 2011 se llama Superintendencia del Mercado de Valores

Cuadro 16: Política de dividendos Atacocha 2004-2008

FECHA DE APROBACIÓN	16-03-2004 revalidada los años 2005, 2006, 2007 y 2008.
VALIDEZ	2004 - 2008
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	Establecer el reparto en cada ejercicio de como mínimo el 50% de la utilidad como dividendo en efectivo, distribuyendo un dividendo a cuenta en los meses de junio, septiembre y diciembre según esta política, condicionado al flujo de efectivo que se genere en el negocio y a la existencia de utilidad distribuable. Las acciones en tesorería no recibirán dividendo en efectivo, pero tendrán derecho a las acciones liberadas.
FUENTE	Memoria de la empresa 2001-2004. Información 2008 sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

Cuadro 17: Política de dividendos Atacocha 2009-2010

FECHA DE APROBACIÓN	31-03-2009(revalidada en marzo 2010)
VALIDEZ	2009 - 2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La política de dividendos consiste en distribuir anualmente el quince(15) por ciento de las utilidades de libre disposición que se generen endicho ejercicio.
FUENTE	Memorias de la empresa 2009-2010. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

6.1.3 Anuncios de Dividendos 2001 - 2010

Tal como se mencionó anteriormente, no se dispone de una referencia escrita de la Política de Dividendos vigente en el periodo 2001- 2003. Sin embargo, al revisar información anterior al periodo de análisis, se pudo establecer que los dos últimos dividendos en efectivo entregados por la empresa fueron anunciados públicamente en la Juntas Generales de Accionistas realizadas el 01-03-1989 y el 01-03-1990¹⁶. Es decir, durante los doce años del periodo comprendido entre 1991 y el 2002, la empresa no retribuyó en términos monetarios a sus accionistas, limitándose a entregar solo acciones liberadas que representaban la capitalización del excedente de revaluación en algunos casos, o la capitalización de los resultados acumulados.

Durante el periodo de análisis, la empresa efectuó 17 anuncios de dividendos, de los cuales, once corresponden a incrementos y seis a disminuciones del monto de los dividendos pagados en similar periodo, con respecto al año anterior (ver Cuadro 18). Puede observarse que los anuncios de incrementos de los dividendos en efectivo coinciden con el alza de los precios de los metales básicos ocurridos desde el año 2003 hasta el primer semestre del 2007 (ver Anexos 3, 4 y 5). Después de ese periodo empieza una tendencia a la baja del precio de los metales coincidente con la crisis financiera norteamericana que impactó negativamente a los mercados de valores mundiales y a los países productores de metales básicos.

Otros aspectos a destacar son en primer lugar, que aun cuando la Política de Dividendos vigente en el periodo 2004-2008 establecía entregar tres dividendos a cuenta durante el año, esto no se cumplió ni el 2005 ni el 2008. Asimismo, transcurridos dos años de la nueva política de dividendos, no se ha anunciado ninguna retribución en efectivo a los accionistas, lo cual puede explicarse por el periodo de baja de los metales que produce y comercializa la empresa.

¹⁶ Bolsa de Valores de Lima. Vademécum Bursátil 1999. Pág. 336

Cuadro 18: Anuncios de dividendos Atacocha 2001 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
2001	--	--
2002	--	--
28-10-2003	0.016440331 (I)	Util.2002-A cuenta 2003
16-03-2004	0.01085543 (I)	Utilidades 2003
27-05-2004	0.045 (I)	A cuenta 2004
31-08-2004	0.045 (I)	A cuenta 2004
29-11-2004	0.045 (I)	A cuenta 2004
31-05-2005	0.04 (R)	A cuenta 2005
29-11-2005	0.05 (I)	A cuenta 2005
28-02-2006	0.07 (I)	Utilidades 2005
30-05-2006	0.17 (I)	A cuenta 2006
29-08-2006	0.10 (I)	A cuenta 2006
28-11-2006	0.10 (I)	A cuenta 2006
27-02-2007	0.14 (I)	Utilidades 2006
29-05-2007	0.05 (R)	A cuenta 2007
28-08-2007	0.07 (R)	A cuenta 2007
27-11-2007	0.05 (R)	A cuenta 2007
27-02-2008	0.04 (R)	Utilidades 2007
27-05-2008	0.012 (R)	A cuenta 2008
2009	--	--
2010	--	--
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2010		

6.2 COMPAÑÍA DE MINASBUENAVENTURAS.A.A.

6.2.1 Información general

Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. es una sociedad anónima abierta constituida en 1953 con el objeto de desarrollar actividades de exploración, extracción, concentración, fundición y comercialización de minerales polimetálicos y metales, tanto por cuenta propia y asociada con terceros. El domicilio legal de la Compañía se ubica en Av. Carlos Villarán 790, Urbanización Santa Catalina, Lima, Perú.

Al finalizar el año 2010 la Compañía opera directamente siete unidades mineras ubicadas en el Perú: Uchucchacua, Orcopampa, Poracota, Julcani, Recuperada, Antapite e Ishihuinca. Asimismo, participa del 43.65% del capital social de Minera Yanacocha, la mayor productora de oro en Latinoamérica, y del 19.26% de Sociedad Minera Cerro Verde, importante productora de cobre en el Perú. También posee una empresa transmisora de energía eléctrica, una empresa generadora de energía eléctrica y una empresa de servicios de ingeniería relacionada con la minería.

Las acciones comunes y las acciones de inversión de Buenaventura se negocian en la Bolsa de Valores de Lima desde 1971 y 1979, respectivamente. A partir del 16-03-1996 la compañía inicia su Programa de ADR (Recibos de Depósitos Americanos) en la Bolsa de Valores de Nueva York bajo el símbolo BVN. Desde el inicio del programa de ADR y hasta el 12 de noviembre del 2003 cada ADS equivalía a 2 Acciones Comunes. Posteriormente, y hasta la actualidad, cada ADS equivale a 1 Acción Común.

Al 31-12-2010, el capital social de Buenaventura está representado por 274'889,924 acciones comunes con derecho a voto, de un valor nominal de S/. 10 cada una o su equivalente en dólares, en el caso de las BVN. De este total, 142'267,698 son ADS, lo que representa el 51.75% del total de acciones en circulación de la compañía.

6.2.2 Política de dividendos 2001 – 2010

Al igual que otras empresas corporativas importantes del Perú, como el Banco de Crédito y el Banco Continental, Buenaventura mantiene una política estable de reparto de dividendos en efectivo desde 1997 (ver Cuadro19). Dicha política consiste en repartir dividendos en efectivo en los dos semestres del año, en los meses de abril y octubre, respectivamente.

La Política de Dividendos de la empresa ha hecho que la retribución a los accionistas dependa de las utilidades obtenidas en cada ejercicio, es decir, a mayores utilidades generadas, el 20% establecido como porcentaje mínimo de distribución será mayor. De hecho, se entiende que el porcentaje restante es orientado por la empresa a financiar sus necesidades de ampliación, exploración y mantenimiento.

Cuadro 19: Política de dividendos Buenaventura 2001-2010

FECHA DE APROBACIÓN	24-02-1997 (revalidada hasta el 2010)
VALIDEZ	1997 - 2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Directorio
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La política de dividendos consistirá en la distribución semestral de los mismos (abril y octubre) hasta por un total de no menos del 20% de las utilidades obtenidas en cada ejercicio, salvo que por razones de fuerza mayor por decisión del directorio se modifique esta política.
FUENTE	Memoria de la empresa 2010. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

6.2.3 Anuncios de Dividendos 2001 - 2010

Durante el periodo de análisis, la compañía anunció públicamente la entrega de dividendos en veinte oportunidades, doce de las cuales correspondieron a incrementos, seis a reducciones y dos sin modificación (ver Cuadro 20). De hecho, los dividendos anunciados fueron expresados en dólares americanos debido a que las ADS de Buenaventura cotizan también en dólares tanto en la Bolsa de Nueva York como en la Bolsa de Valores de Lima.

Al analizar los anuncios de dividendos de Buenaventura se puede notar que los años 2003, 2005, 2006 y 2010 fueron años en los que se anunciaron incrementos en los dividendos, lo cual es consistente, con los periodos de alza de las cotizaciones de los metales que produce y comercializa la compañía. Por otra parte, las reducciones de dividendos se hacen evidentes a partir del segundo semestre del año 2007 hasta el primer semestre del 2009, periodo que coincide con la crisis financiera internacional. Asimismo, los mayores dividendos anunciados por la compañía se hicieron efectivos durante el periodo 2002- 2003 y los menores dividendos se anunciaron los años 2008 y 2009. Otro aspecto a destacar es el hecho de que en cada año, y generalmente en el mes de marzo, se anuncia un dividendo con cargo a las utilidades del año anterior. El siguiente dividendo se acuerda y se anuncia en la sesión del directorio que se lleva a cabo los últimos días de octubre, y se realiza con cargo a las utilidades del presente ejercicio.

Un punto que es importante aclarar dado su importancia para el análisis y clasificación de los anuncios es el Split¹⁷ 2 por 1 realizado en julio del 2008, en el que se produce un desdoble de las acciones comunes de la empresa. Este hecho determinó que se realizaran los ajustes respectivos en el monto de los dividendos anunciados a partir de la fecha del Split, a fin de que puedan ser comparados en términos equivalentes con los anteriores dividendos.

¹⁷En un Split de acciones 2 por 1 cada accionista recibe una acción por cada una que posee.

Cuadro 20: Anuncios de dividendos Buenaventura 2001 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en US\$	Concepto
29-03-2001	0.51 (I)	Utilidades 2000
29-10-2001	0.22 (SC)	Utilidades 2000
26-03-2002	0.42 (R)	Acumuladas 2001
22-10-2002	0.64 (I)	Acumuladas 2001
31-03-2003	0.606 (I)	Utilidades 2002
28-10-2003	0.6422 (I)	Resultados Ac.2002
26-03-2004	0.16 (R)	Utilidades 2003
28-10-2004	0.16 (R)	Resultados Ac.2003
31-03-2005	0.18 (I)	Utilidades 2004
26-10-2005	0.18 (I)	A cuenta 2004
30-03-2006	0.22 (I)	Utilidades 2005
30-10-2006	0.25 (I)	A cuenta 2006
28-03-2007	0.37 (I)	Utilidades 2006
26-10-2007	0.18 (R)	Resultados Ac. 2006
27-03-2008	0.11 (R)	Utilidades 2007
30-10-2008	0.18 (SC)	Utilidades 2007
27-03-2009	0.04 (R)	Utilidades 2008
29-10-2009	0.28 (I)	A cuenta 2009
26-03-2010	0.60 (I)	Utilidades 2009
28-10-2010	0.32 (I)	A cuenta 2010

Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2010

6.3 COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.

6.3.1 Información general

Compañía Minera Milpo S.A.A. es una sociedad anónima abierta constituida en 1949. La empresa se dedica a la extracción, producción y comercialización de concentrados polimetálicos, cátodos de cobre y sulfato de cobre, siendo uno de los principales productores, dentro del grupo correspondiente a empresas de la denominada mediana minería en el Perú. Milpo se encuentra conformado, por las siguientes empresas activas: Compañía Minera Atacocha S.A.A., Minera Pampa de Cobre S.A., Minera Rayrock Ltda., Minera El Muki S.A. y Milpo Andina Perú SAC. El domicilio corporativo de la empresa se ubica en Av. San Borja Norte 523, en el distrito de San Borja, provincia y departamento de Lima.

Desde el 05-08-2010, la Compañía pertenece al Grupo Económico Votorantim, quien se convirtió en titular del 50.02% de las acciones comunes en circulación de Milpo. El Grupo Económico Votorantim es un grupo de origen brasilero que mantiene inversiones en diversos países de América Latina, destacando entre otras divisiones de negocio sus inversiones en minería y metalurgia, cemento y concreto, así como papel y celulosa. Votorantim mantiene una posición líder en la producción de zinc y de níquel en América Latina, siendo al 2010 la tercera mayor productora de aceros largos en Brasil y la quinta productora de zinc a nivel mundial.

Al 31-12-2010 el capital social de la Compañía está compuesto por 1,104'163,277 acciones comunes de un valor nominal de S/. 1.00 cada una, íntegramente suscritas y pagadas. Las acciones comunes de la Compañía se encuentran inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores de la CONASEV y cotizan en la Bolsa de Valores de Lima desde el 07-11-2003 con el nemónico MILPOC1.

6.3.2 Política de dividendos 2001 – 2010

Cuadro 21: Política de dividendos Milpo 2001-2009

FECHA DE APROBACIÓN	25-03-1997
VALIDEZ	1997 - 2009
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La empresa aplicará las utilidades a dividendos en acciones liberadas por capitalización y a dividendos en efectivo, luego de efectuadas las reservas de ley y aquellas que pudieran, a propuesta del directorio, resultar necesarias para las operaciones de la compañía. Asimismo, la proporción de las utilidades a distribuirse en efectivo dependerá de la liquidez, endeudamiento y flujo de caja de la empresa.
FUENTE	Memoria de la empresa 2009. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

Cuadro 22: Política de dividendos Milpo 2010

FECHA DE APROBACIÓN	29-10-2010
VALIDEZ	2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	Distribuir el cien por ciento (100%) de las utilidades de libre disposición generadas en cada ejercicio anual. La conveniencia de la distribución, así como el monto a distribuir y el reparto de dividendos a cuenta, en su caso, serán definidos por el Directorio en cada oportunidad, en base a la disponibilidad de fondos, al equilibrio financiero de la compañía y al plan de crecimiento de la misma.
FUENTE	Memoria de la empresa 2010. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

6.3.3 Anuncios de Dividendos 2001 - 2010

Durante el periodo de análisis Compañía Minera Milpo anunció públicamente el pago de dividendos en efectivo en catorce oportunidades, de las cuales, ocho correspondieron a incrementos en el monto de dividendos y seis a reducciones. Asimismo, puede observarse que durante el periodo 2001-2003 no se anunció ninguna entrega de dividendos (ver Cuadro 23).

Revisando información anterior al año 2001 se pudo determinar que la compañía no anunciaba ninguna entrega de dividendos desde julio de 1998¹⁸, lo que significa que durante cinco años los accionistas no fueron retribuidos con efectivo, ni tampoco con acciones liberadas, lo cual significa que los directores de la empresa consideraban, tal como lo señala Política de Dividendos, que el grado de liquidez, el nivel de endeudamiento y la dificultad de obtener fuentes de financiamiento no justificaba que se repartiera dividendos.

Tal como puede observarse, los anuncios de incrementos se realizan básicamente en el periodo 2004-2007, periodo de alzas en las cotizaciones de los metales básicos que generaron resultados positivos en los estados financieros de la mayoría de empresas mineras peruanas. Dicho periodo se vio interrumpido por la crisis financiera norteamericana del 2008, año en el que reducen significativamente el monto de los dividendos entregados.

Aun sin que la Política de Dividendos lo mencione específicamente, los dividendos anunciados se pagan generalmente a cuenta de las utilidades del ejercicio en curso. Un detalle a considerar es que en el periodo de análisis el dividendo de mayor monto fue anunciado el 2004, el cual no ha sido superado por los dividendos anunciados los años posteriores.

¹⁸Bolsa de Valores de Lima. Vademécum Bursátil 1999. Pág. 344

Cuadro 23: Anuncios de dividendos Milpo 2001 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en US\$	Concepto
2001	--	--
2002	--	--
2003	--	--
28-10-2004	0.06 (I)	A cuenta 2004
21-02-2005	0.0223 (I)	A cuenta 2005
20-05-2005	0.0223 (I)	A cuenta 2005
28-10-2005	0.00249 (R)	A cuenta 2005
06-04-2006	0.003422 (R)	A cuenta 2006
20-10-2006	0.009621 (I)	A cuenta 2006
09-02-2007	0.020357 (I)	A cuenta 2006
20-04-2007	0.012674 (I)	A cuenta 2007
23-08-2007	0.01047 (I)	A cuenta 2007
25-02-2008	0.003363 (R)	A cuenta 2007
29-05-2008	0.008725 (R)	A cuenta 2008
28-08-2008	0.004119 (R)	A cuenta 2008
26-11-2009	0.007653 (I)	A cuenta 2009
26-03-2010	0.006759 (R)	Utilidades 2009
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2010		

6.4VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.

6.4.1Información general

En el año 1943 se constituye Volcan como empresa minera dedicada durante varias décadas a trabajar las minas de Ticlio y Carahuacra. En 1997 Volcan Compañía Minera S.A. adquirió en subasta pública la Empresa Minera Mahr Túnel S.A., propietaria de las minas San Cristóbal y Andaychagua. En 1998 se llevó adelante un proceso de fusión de Volcan Compañía Minera S.A. y Empresa Minera Mahr Túnel S.A., creándose Volcan Compañía Minera S.A.A.

La compañía se dedica a la exploración, explotación y beneficio de minerales por cuenta propia y de subsidiarias, correspondiéndole la extracción, concentración y tratamiento. La comercialización de todos los productos y concentrados es hecha por Volcan. La empresa posee cinco centros mineros: la Unidad Minera de Yauli, la Unidad Minera de Cerro de Pasco, la Unidad Minera Chungar, la Unidad Minera Vinchos y la Unidad Minera Alpamarca.

Volcan Compañía Minera S.A.A. es propietaria del 99.99% del capital de Empresa Administradora Chungar S.A.C. y del 99.99% del capital de Empresa Explotadora de Vinchos Ltda. S.A.C. Asimismo, es propietaria del 99.99% del capital de Empresa Minera Paragsha S.A.C. e indirectamente de igual porcentaje de Compañía Minera Vichaycocha S.A.C. También es propietaria del 92.89% de Compañía Industrial Limitada de Huacho S.A. y del 100% de Compañía Minera Santa Clara y Llacsacocha S.A.

Al 31-12-2010 el capital suscrito y pagado es de S/. 2,599'244,302, representado por 1,041'473,888 acciones comunes Clase A con derecho a voto y 1,557'770,414 acciones comunes Clase B sin derecho a voto. La compañía cotiza ambas acciones en la Bolsa de Valores de Lima con los nemónicos VOLCAAC1 y VOLCABC1, respectivamente. En la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile cotizan con los códigos VCMAC1 y VCMBC1. Las acciones comunes Clase B cotizan en España, en la Bolsa de Valores de Madrid, en el mercado de LATIBEX con el código XVOLB.MC.

6.4.2 Política de dividendos 2001 – 2010

Al igual que el Banco de Crédito y Compañía de Minas Buenaventura, Volcan Compañía Minera mantiene su Política de Dividendos estable desde 1998. Una razón que podría justificar este comportamiento es el hecho de que estas empresas siempre pertenecieron al mismo Grupo Económico¹⁹. Tal como puede observarse (ver Cuadro 24), la política de dividendos de la empresa fija un porcentaje como límite hasta el cual puede distribuirse las utilidades, que es muy diferente a fijar un límite como mínimo. En el primer caso, podría distribuirse utilidades por debajo del límite fijado, en el segundo caso se tiene que distribuir utilidades por encima de dicho límite.

Cuadro 24: Política de dividendos Volcan 2001-2010

FECHA DE APROBACIÓN	26-03-1998
VALIDEZ	1998 - 2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas Volcán
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La política de dividendos de la empresa consistirá en distribuir hasta por el 20% de la utilidad de libre disposición del Ejercicio, siempre y cuando las disponibilidades de caja de la empresa lo permita, luego de cumplir los compromisos de inversión asumidos, teniendo en cuenta, además, las limitaciones que pudieran derivarse de los convenios de financiación de la empresa.
FUENTE	Memoria de la empresa 2010. Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

¹⁹Volcan pertenece al Grupo Económico liderado por Roberto Letts Colmenares.

6.4.3 Anuncios de Dividendos 2001 - 2010

Desde que se implementó la Política de Dividendos de la empresa en 1998 no se había pagado ningún dividendo en efectivo hasta el 2000, fecha en la que se abonó un dividendo de S/. 0.021 por acción. Posteriormente se anuncia el dividendo 2001 y luego no se anunciaron dividendos hasta el 2006 (ver Cuadro 25). Durante el periodo 2001-2010 se anunciaron dividendos en efectivo en nueve ocasiones. Los mayores montos de dividendos se anunciaron en abril del 2007 y marzo del 2008. Por coincidencia, los menores dividendos anunciados fueron el primero y el último dividendo del periodo de análisis. Generalmente, se anuncia entrega de dividendos con cargo a las utilidades del ejercicio anterior.

Cuadro 25: Anuncios de dividendos Volcan 2001 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
28-03-2001	S/. 0.0315 (I)	Utilidades 2000
2002	---	--
2003	---	--
2004	---	--
2005	---	--
19-10-2006	S/. 0.105 (I)	A cuenta 2006
03-04-2007	S/: 0.21 (I)	Utilidades 2006
04-07-2007	S/. 0.126 (I)	Utilidades 2006
04-10-2007	S/. 0.105 (SC)	Utilidades 2006
27-03-2008	S/. 0.21(SC)	Utilidades 2007
22-10-2009	S/. 0.0735 (R)	Utilidades 2008
25-02-2010	S/. 0.0716 (I)	Saldo 2008
26-10-2010	S/. 0.0315 (R)	Res. Acum. 2009
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2010		

6.5 SOUTHERN COOPER CORPORATION

6.5.1 Información General

SOUTHERN COPPER CORPORATION (SCC) es uno de los productores integrados de cobre más grandes del mundo. Produce cobre, molibdeno, zinc, plomo, carbón y plata. Todas sus minas, fundiciones y refinerías están ubicadas en Perú y en México, y realiza actividades de exploración en dichos países y en Chile. Sus operaciones la convierten en una de las compañías mineras más grandes del Perú y también de México. SCC es propietaria de cuatro minas a tajo abierto: Cuajone y Toquepala, ubicadas al sur del Perú, y las minas Cananea y La Caridad, ubicadas al norte de México.

La Compañía fue constituida el 12 de diciembre de 1952, de acuerdo a las Leyes del Estado de Delaware de los Estados Unidos de Norteamérica, bajo la denominación original de SouthernPerú CopperCorporation, la que con fecha 11 de octubre de 2005 fue cambiada a SouthernCopperCorporation. SCC forma parte, indirectamente, del Grupo México, quien es propietario del 100% del accionariado de AméricasMiningCorporation, que es a su vez propietario del 82.69% del patrimonio de SouthernPerú Cooper Corporation, sucursal del Perú y del 99.95% de Minera México. (Memoria 2010; pág. 32)

Al 31 de diciembre del 2010 estaban en circulación 850'000,000 acciones comunes de la Compañía, con un valor nominal de \$0.01 por cada acción. (Memoria 2010: pág. 53). Desde 1996 sus acciones comunes se cotizan tanto en la New York StockExchange (NYSE) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL). A partir del 17 de febrero del 2010, el símbolo de las acciones comunes de SCC cambió de PCU a SCCO en ambas Bolsas de Valores, la de Nueva York y la de Lima. Los servicios de Agente de Transferencia, registro y servicios a los accionistas son proporcionados por el Banco de Crédito del Perú,

6.5.2 Política de dividendos 2001 – 2010

La Política de Dividendos de Southern tiene un enunciado muy general, en el sentido que no establece, como otras políticas de dividendos, criterios específicos como la periodicidad del pago de dividendos o límites porcentuales de las utilidades a distribuir, entre otros aspectos, y más bien, asocia la distribución de dividendos al desempeño de la compañía, a los planes de inversión y al flujo de caja generado por las operaciones (ver Cuadros 26 y 27).

La explicación de este comportamiento se debe básicamente a la *limitación del pago de dividendos exigidos en los programas de financiamiento pactados por la empresa a partir de 1999. En 1999, la Compañía concluyó un convenio de préstamo por \$100 millones a quince años con Mitsui and Co. Ltd. con vencimiento el 2013*²⁰. El 2001, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores CONASEV autorizó a la Compañía emitir hasta \$750.0 millones en bonos al mercado peruano, los cuales se colocaron progresivamente entre inversionistas peruanos. Los vencimientos de tales emisiones van desde marzo del 2005 hasta diciembre del 2011. “Tanto el acuerdo con Mitsui como el programa de bonos peruanos exigen que la Compañía mantenga un patrimonio accionario mínimo de \$750.0 millones, y un ratio específico de deuda/patrimonio. El programa de bonos peruanos contiene una limitación sobre el pago de los dividendos a los accionistas de no más del 50% de las utilidades netas en cualquier año fiscal”.

Un punto a resaltar sobre la Política de Dividendos de la compañía, es que los accionistas de Southern pueden reinvertir automáticamente sus dividendos en acciones comunes de la empresa, comprometiéndose la compañía a pagar todos los gastos administrativos y de agente de bolsa. Este plan²¹ está administrado por el Bank of New York Mellon Corporation.

²⁰Memoria 2003 presentada ante la Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos de América. Págs. 11 y 20

²¹Memoria 2010 presentada a la CONASEV. Pág. 62

Cuadro 26: Política de dividendos Southern 2001-2003

FECHA DE APROBACIÓN	Enero 2001. (revalidada en enero del 2002 y 2003)
VALIDEZ	2001 - 2003
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Directorio
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La política de dividendos de la Compañía es revisada en las sesiones de Directorio, tomando en consideración el actual programa intensivo de inversión de capitales, incluyendo la modernización de la fundición y el flujo de caja futuro esperado generado de las operaciones.
FUENTE	Memorias de la empresa 2001- 2003.

Cuadro 27: Política de dividendos Southern 2004-2010

FECHA DE APROBACIÓN	Enero 2004. (revalidada en enero del 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 y 2010)
VALIDEZ	2004 - 2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Directorio
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	El Directorio acordó mantener una política de pago de dividendos basada en su desempeño, el actual plan intensivo de inversiones de capital de la Corporación y la futura generación de flujo de caja por las operaciones y su liquidez en general.
FUENTE	Memorias de la empresa 2004- 2006 e Información 2007, 2008, 2009 y 2010 sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

6.5.3 Anuncios de dividendos 2001 - 2010

Durante el periodo 2001-2010 la Compañía anunció pago de dividendos en 39 oportunidades: veintiocho de los anuncios representaron incrementos y once fueron reducciones. Los mayores montos de dividendos entregados por acción ocurrieron en los años 2006 y 2007, respectivamente (ver Cuadros 28 y 29). Los menores montos de dividendos se anunciaron en el periodo 2001-2002. Aun cuando su Política de dividendos no lo registra específicamente, Southern anuncia pago de dividendos al inicio de cada trimestre del año, generalmente, en los meses de enero, abril, julio y octubre, y lo hace con cargo a los resultados acumulados de anteriores ejercicios. El único año que anunció tres dividendos fue el 2005.

Un punto que es importante resaltar, es el hecho de haberse realizado dos Splits de acciones en menos de dos años. El primer Split 2 por 1 ocurrió el 03 de octubre del 2006, es decir, veintitrés días antes de anunciar el tercer dividendo del año. El segundo Split, esta vez 3 por 1, se dio el 19 de junio del 2008, cuarenta y dos días antes de anunciar el segundo dividendo del año. Ambos sucesos obligaron a reajustar el monto del dividendo anunciado por acción a fin de ser comparable con el dividendo anunciado el mismo mes del año anterior. Para el Split 2 por 1, se tuvieron que ajustar el dividendo anunciado en octubre del 2006, y los dividendos de enero, abril y julio del 2007. El ajuste se hizo duplicando el monto del dividendo anunciado en tales fechas. Para el Split 3 por 1 solo se requirió ajustar los dos últimos dividendos del 2008 y los dos primeros del 2009. El ajuste se efectuó multiplicando por tres el dividendo anunciado en cada fecha.

Cuadro 28: Anuncios de dividendos Southern 2001 - 2005

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en US \$	Concepto
27-02-2001	0.143 (I)	Utilidades 2000
09-05-2001	0.098 (I)	Utilidades 2000
25-07-2001	0.0466 (R)	Utilidades 2000
16-11-2001	0.0723 (R)	Utilidades 2000
29-01-2002	0.0738 (R)	Utilidades 2001
25-04-2002	0.04 (R)	Utilidades Acumuladas
15-07-2002	0.156 (I)	Utilidades 2001
22-10-2002	0.089 (I)	Utilidades Acumuladas
30-01-2003	0.092 (I)	Utilidades 2002
08-05-2003	0.114 (I)	Utilidades Acumuladas
11-07-2003	0.1353 (R)	Utilidades Acumuladas
23-10-2003	0.2255 (I)	Utilidades Acumuladas
03-02-2004	0.27 (I)	Utilidades Acumuladas
29-04-2004	0.542 (I)	Utilidades Acumuladas
22-07-2004	0.755 (I)	Utilidades Acumuladas
21-10-2004	0.8245 (I)	Utilidades Acumuladas
12-04-2005	2.3776 (I)	Utilidades 2004
14-07-2005	1.043 (I)	Utilidades 2004
20-10-2005	1.70 (I)	Utilidades Acumuladas
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2005		

Cuadro 29: Anuncios de dividendos Southern 2006 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en US \$	Concepto
26-01-2006	2.75 (I)	Resultados Acumulados
25-04-2006	2.75 (I)	Resultados Acumulados
12-07-2006	2.00 (I)	Resultados Acumulados
26-10-2006	1.375 = 2.75 SPLIT (I)	Resultados Acumulados
25-01-2007	1.70= 3.40 (I)	Resultados Acumulados
26-04-2007	1.50= 3.00 (I)	Resultados Acumulados
26-07-2007	1.60= 3.20 (I)	A cuenta 2007
18-10-2007	2.00 (I)	Resultados Acumulados
24-01-2008	1.40 (R)	Utilidades 2007
24-04-2008	1.70 (I)	Resultados Acumulados
31-07-2008	0.57= 1.71 SPLIT (I)	Resultados Acumulados
30-10-2008	0.34= 1.02 (R)	Resultados Acumulados
29-01-2009	0.117 = 0.351 (R)	Resultados Acumulados
23-04-2009	0.045= 0.135 (R)	Resultados Acumulados
15-07-2009	0.10 (R)	Resultados Acumulados
19-10-2009	0.18 (R)	Resultados acumulados
28-01-2010	0.43 (I)	Resultados Acumulados
22-04-2010	0.45 (I)	Resultados Acumulados
22-07-2010	0.37 (I)	Resultados Acumulados
27-10-2010	0.43 (I)	Resultados acumulados
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2006-2010		

CAPITULO 7: POLITICA DE DIVIDENDOS DEL SECTOR SERVICIOS

7.1 EDEGEL S.A.A.

7.1.1 Información General

Empresas Eléctricas Asociadas fue creada en 1906 como una empresa privada dedicada a la generación, la transmisión y la distribución de electricidad. En 1972, mediante Decreto Ley 19521, el Estado se reservó las actividades de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica para el servicio público. En 1974, la propiedad de la mayoría absoluta del capital de Empresas Eléctricas Asociadas pasó a poder del Estado y, posteriormente, modificó su razón social por ELECTROLIMA S. A.

En 1994 fue creada la Empresa de Generación Eléctrica de Lima S. A., luego de que el gobierno peruano aprobara la legislación para separar ELECTROLIMA S. A. en tres diferentes unidades de negocio: generación, transmisión y distribución, conforme a lo previsto en la Ley de Concesiones Eléctricas aprobada por D.L. 25844. Así, la Empresa de Generación Eléctrica de Lima S. A. fue designada para llevar el negocio de generación de energía.

El control de la Empresa de Generación Eléctrica de Lima S. A. fue transferido al sector privado el 30-11-1995, cuando el Estado peruano vendió el total de sus acciones Clase A (60% del capital social) a Generandes Co., por un monto de 424 millones de dólares en efectivo y 100 millones de dólares en valor nominal de papeles de la deuda externa peruana. Posteriormente, por contrato suscrito el 12-08-1996, Generandes Co. cedió su posición contractual en el contrato de compra-venta de acciones celebrado con el Estado peruano a favor de Generandes Perú S. A. Como resultado, Generandes Perú S. A. se convirtió en titular de un número suficiente de acciones para designar a la mayoría de miembros del Directorio y ejercer el control efectivo de su gestión. Es importante mencionar, que el accionista principal de Generandes Perú S.A. es ENDESA Chile que pertenece a su vez al Grupo español ENDESA.

En julio de 1996, Empresa de Generación Eléctrica de Lima S. A. acordó el cambio de su denominación social por Talleres Moyopampa S. A. El 14 de agosto de 1996, Talleres Moyopampa S. A. se escindió y dio lugar a la constitución de una nueva sociedad denominada EDEGEL S.A., cuyas operaciones se iniciaron en esta última fecha. Como resultado de este proceso, EDEGEL recibió los activos y los pasivos correspondientes a las actividades de generación y transmisión de electricidad, así como todas las concesiones de generación y transmisión de electricidad, las autorizaciones de generación termoeléctrica, los permisos y las licencias para el uso de los recursos hidráulicos correspondientes y el Convenio de Estabilidad Jurídica suscrito entre el Estado peruano y la Empresa de Generación Eléctrica de Lima S. A. Mediante acuerdo adoptado por la Junta General de Accionistas del 7 de octubre de 1998, EDEGEL se transformó en una sociedad anónima abierta, conforme lo permite la Ley General de Sociedades.

En la actualidad, EDEGEL es la compañía privada de generación de electricidad con mayor capacidad instalada en el Perú. Sus oficinas administrativas están ubicadas en Av. Víctor Andrés Belaúnde 147, Torre Real 4, piso 7, San Isidro, Lima, Perú.

Al 31 de diciembre del 2010, el grupo económico Generandes Perú S. A. es titular del 54.20% de las acciones del capital social de EDEGEL, compuesto por 2,018'428,363 acciones comunes con derecho a voto, cada una con un valor nominal de 0,88 nuevos soles, íntegramente suscritas y pagadas. La totalidad de las acciones de la compañía se encuentra inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores de la CONASEV y se negocian en la Bolsa de Valores de Lima desde el 07 de octubre de 1996 con el nemónico EDEGELC1.

7.1.2 Política de dividendos 2001 – 2010

Como en la mayoría de empresas corporativas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, la Junta General de Accionistas de Edegel aprueba la Política de Dividendos, pero, el Directorio tiene la facultad de acordar el reparto de dividendos conforme a los lineamientos establecidos. Tal como puede observarse, la Política de Dividendos de la compañía vigente durante el periodo 2001-2004 tiene un enunciado muy concreto y muy general a la vez. No especifica, por ejemplo, detalles sobre la periodicidad de las entregas de dividendos, ni tampoco menciona con cargo a que concepto se harán dichos pagos, solo menciona que se debe distribuir el 100% de las utilidades de libre disposición correspondientes al ejercicio del año.

Sin embargo, la Política de Dividendos vigente durante el periodo 2005-2010 establece la entrega de tres dividendos, dos dividendos a cuenta de las utilidades obtenidas hasta el primer semestre y durante el tercer trimestre del ejercicio en curso, y un último dividendo de carácter complementario que se entrega el primer trimestre del ejercicio del año siguiente y que completa el 100% de las utilidades de libre disposición (ver Cuadros 30 y 31).

Cuadro 30: Política de dividendos Edegel 2001-2004

FECHA DE APROBACIÓN	17-03-2001 revalidada en marzo 2002, 2003 y 2004.
VALIDEZ	2001 - 2004
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS 2003- 2004	Distribuir el 100% de las utilidades de libre disposición provenientes del ejercicio económico del año, descontando los pagos de dividendos provisorios.
FUENTE	Memorias de la empresa 2001-2004

Cuadro 31: Política de dividendos Edegel 2005-2010

FECHA DE APROBACIÓN	17-03-2005. (revalidada marzo 2006 - 2007- 2008 - 2009 y 2010)
VALIDEZ	2005-2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	<p>Repartir el 100% de las utilidades de libre disposición de la siguiente manera:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Primer dividendo a cuenta: hasta 80% de las utilidades acumuladas al cierre del primer semestre, pagadero en el tercer trimestre del año. • Segundo dividendo a cuenta: hasta 80% de las utilidades acumuladas al cierre del tercer trimestre, luego de deducido el primer dividendo a cuenta, pagadero en el cuarto trimestre del año • Dividendo complementario: saldo hasta completar el 100% de la utilidad de libre disposición al cierre del ejercicio, a ser pagado en la fecha que determine la Junta Obligatoria Anual de Accionistas, salvo que dicha junta acuerde modificar el destino del saldo de la utilidad de libre disposición no distribuido a cuenta durante el ejercicio.
FUENTE	Información 2005-2010 sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (Informe 2010, pág. 20)

7.1.3 Anuncios de dividendos 2001 - 2010

Aun cuando la Política de Dividendos vigente durante el periodo 2001-2004 no especificaba detalles, se puede notar que la empresa observó cierta regularidad en cuanto a los meses en los que anunciaba públicamente la entrega de dividendos. Desde el año 2001 hasta el 2010, la compañía realizó sus anuncios los meses de marzo, julio y octubre de cada año. Asimismo, se cumplió con entregar dos dividendos a cuenta y uno complementario, tal como lo establecía la Política de Dividendos 2005-2010 (ver Cuadros 32 y 33).

Cuadro 32: Anuncios de dividendos Edegel 2001 - 2005

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
22-03-2001	0.024584885 (R)	Utilidades 2000
24-07-2001	0.034482484 (R)	A cuenta 2001
18-10-2001	0.016935094 (R)	A cuenta 2001
27-03-2002	0.012105451 (R)	Utilidades 2001
18-07-2002	0.026876509 (R)	A cuenta 2002
17-10-2002	0.006884996 (R)	A cuenta 2002
21-03-2003	0.009484625 (R)	Utilidades 2002
17-07-2003	0.0278989758 (I)	A cuenta 2003
23-10-2003	0.01242377 (I)	A cuenta 2003
24-03-2004	0.02918968 (I)	Utilidades 2003
15-07-2004	0.037900568 (I)	A cuenta 2004
20-10-2004	0.011155268 (R)	A cuenta 2004
17-03-2005	0.02514 (R)	Utilidades 2004
21-07-2005	0.036 (R)	A cuenta 2005
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2005		

Durante los diez años que comprende el periodo de análisis se anunciaron veintisiete pagos de dividendos en efectivo, de los cuales, trece correspondieron a incrementos en el monto de dividendos, trece a reducciones y un dividendo similar al entregado en el periodo equivalente del año anterior.

Cuadro 33: Anuncios de dividendos Edegel 2006 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
31-05-2006	0.03761267 (I)	Utilidades 2005
17-08-2006	0.042 (I)	A cuenta 2006
23-03-2007	0.0150525 (I)	A cuenta 2006
19-07-2007	0.037769 (SC)	A cuenta 2007
18-10-2007	0.00858 (R)	A cuenta 2007
31-03-2008	S/. 0.025772372 (I)	Utilidades 2007
25-07-2008	S/. 0.01525 (R)	A cuenta 2008
24-03-2009	S/. 0.02883273 (I)	Utilidades 2008
16-07-2009	S/. 0.02795 (I)	A cuenta 2009
15-10-2009	S/. 0.0283 (I)	A cuenta 2009
26-03-2010	S/. 0.0326 (I)	Utilidades 2009
08-07-2010	S/. 0.02393659 (R)	A cuenta 2010
21-10-2010	S/. 0.0377 (I)	A cuenta 2010
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2006-2010		

7.2 LUZ DEL SUR S.A.A.

7.2.1 Información General

Luz del Sur fue constituida en el Perú como persona jurídica de derecho privado el 01-01-1994. El 18 de agosto de 1994 Ontario Quinta A.V.V. adquirió del Estado Peruano el 60% de las acciones de la empresa. En agosto de 1996 la empresa se escindió creándose la actual Luz del Sur a la que se le transfirió la concesión de distribución de energía eléctrica. Durante ese mismo año se incorporaron dos empresas subsidiarias: La Empresa Eléctrica de Cañete, al adquirir el 100% de su propiedad al Estado Peruano, e Inmobiliaria Luz del Sur, en la que Luz del Sur participa en un 99,99%. Su oficina principal se encuentra ubicada en la Av. Canaval y Moreyra 380, San Isidro.

El objeto de la Sociedad es, en general, dedicarse a las actividades de distribución, transmisión y generación eléctrica. Puede además desarrollar cualesquiera otras actividades vinculadas o derivadas de la utilización, explotación y/o disposición de su infraestructura, recursos, activos, así como las relacionadas con su objeto principal. Luz del Sur tiene una zona de concesión de 3,000 km², que abarca 30 de los más importantes municipios de Lima, los mismos que en conjunto incluyen más de 3.5 millones de habitantes. Es importante destacar que en esta área se concentra la más importante actividad comercial, turística y de servicios, además de una significativa parte de las empresas productivas del país

Al 31-12-2010 sus principales accionistas son: Ontario Quinta S.R.L. con 61.16% del accionariado, PeruvianOpportunityCompany S.A.C. con 12.85%, Energy Business International S.R.L. con 1.93% y otros inversionistas 24.06%. Luz del Sur tiene emitidas 486'951,371 acciones comunes totalmente pagadas de un valor nominal de S/. 0.68 cada una. Sus acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Lima desde octubre de 1996 con el nemónico LUSURC1.

7.2.2 Política de dividendos 2001 – 2010

La diferencia entre las dos políticas de Dividendos vigentes durante el periodo 2001-2010 radica en el monto de la utilidad de libre disposición que como mínimo se puede distribuir como dividendos. Antes del 2003, se establecía un mínimo equivalente al 50%. A partir del 2003, se habla del pago total o parcial de dichas utilidades, con lo cual, se registra implícitamente que no existe un límite mínimo para repartir utilidades (ver Cuadros 34 y 35).

Cuadro 34: Política de dividendos Luz del Sur 2001-2002

FECHA DE APROBACIÓN	22-03-01
VALIDEZ	2001 - 2002
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas Luz del Sur
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	La política de dividendos consiste en un pago mínimo del 50% y hasta el 100% de las utilidades de libre disposición obtenidas en el ejercicio, considerándose uno o más pagos a cuenta a partir de junio, y el dividendo definitivo con la aprobación de la Junta General Obligatoria Anual de Accionistas en marzo del año siguiente. Esta política será determinada en su oportunidad y en función a los requerimientos de inversión de la empresa y siempre que las condiciones financieras lo permitan y aconsejen. Se acuerda delegar en el Directorio la facultad de determinar el monto de las utilidades a distribuir, así como la oportunidad de su pago, dentro de los lineamientos antes indicados.
FUENTE	Memorias de la empresa 2001-2002

Cuadro 35: Política de dividendos Luz del Sur 2003-2010

FECHA DE APROBACIÓN	20-03-03 (revalidada en Marzo del 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 y 2010)
VALIDEZ	2003 - 2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas Luz del Sur
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	Aprobar la política de dividendos para el presente ejercicio que consiste en el pago total o parcial de las utilidades y/o reservas de libre disposición que tenga registrada la sociedad, así como de las utilidades que se obtengan en el presente ejercicio y hasta el 100% de las mismas, pudiendo efectuar pagos a cuenta y el dividendo definitivo con la aprobación del Balance y Estados Financieros por la Junta General Obligatoria Anual de Accionistas a celebrarse en marzo del siguiente año. Esta política de dividendos deberá ser determinada en su oportunidad y en función a los requerimientos de inversión de la empresa y siempre que las condiciones financieras lo permitan y aconsejen.
FUENTE	Memorias de la empresa 2003-2005 e Información 2006-2010 sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

7.2.3 Anuncios de dividendos 2001 - 2010

Aun cuando no es mencionado específicamente en las Políticas de Dividendos de la compañía, se puede observar que generalmente se anunciaron cuatro dividendos al año, con excepción del año 2002. A partir del 2004, los anuncios de pagos de dividendos se efectúan los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año (ver Cuadros 36 y 37).

Cuadro 36: Anuncios de dividendos Luz del Sur 2001 - 2005

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
22-03-2001	0.074 (I)	Utilidades 2000
26-04-2001	0.09 (I)	A cuenta 2001
19-07-2001	0.08 (R)	A cuenta 2001
18-10-2001	0.08 (R)	A cuenta 2001
21-03-2002	0.085 (I)	Utilidades 2001
22-05-2002	0.06 (R)	A cuenta 2002
30-07-2003	0.20 (I)	Saldo 2002
02-09-2003	0.07 (I)	A cuenta 2003
06-10-2003	0.07 (I)	A cuenta 2003
01-12-2003	0.22 (I)	A cuenta 2003
18-03-2004	0.05 (R)	Utilidades 2003
01-06-2004	0.07 (R)	A cuenta 2004
01-09-2004	0.07 (SC)	A cuenta 2004
01-12-2004	0.07 (R)	A cuenta 2004
17-03-2005	0.075 (I)	Utilidades 2004
01-06-2005	0.06 (R)	A cuenta 2005
01-09-2005	0.06 (R)	A cuenta 2005
16-11-2005	0.07 (SC)	A cuenta 2005
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2005		

Durante el periodo 2001-2010, se realizaron 38 anuncios de dividendos, de los cuales, 26 correspondieron a incrementos en el monto anunciado, 9 fueron reducciones y 3 permanecieron sin cambio. Asimismo, el primer anuncio del año siempre correspondió al dividendo complementario y los tres dividendos restantes se anunciaron con cargo a las utilidades del ejercicio correspondiente, tal como lo indica la Política de Dividendos de la empresa.

Cuadro 37: Anuncios de dividendos Luz del Sur 2006 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en S/.	Concepto
22-03-2006	0.02 (R)	Utilidades 2005
01-06-2006	0.07 (I)	A cuenta 2006
01-09-2006	0.07 (I)	A cuenta 2006
16-11-2006	0.07 (SC)	A cuenta 2006
20-03-2007	0.04 (I)	Utilidades 2006
01-06-2007	0.076 (I)	A cuenta 2007
04-09-2007	0.076 (I)	A cuenta 2007
05-11-2007	0.076 (I)	A cuenta 2007
25-03-2008	S/. 0.047 (I)	Utilidades 2007
03-06-2008	S/. 0.09 (I)	A cuenta 2008
27-08-2008	S/. 0.095 (I)	A cuenta 2008
18-11-2008	S/. 0.10 (I)	A cuenta 2008
24-03-2009	0.06 (I)	Utilidades 2008
28-05-2009	0.102 (I)	A cuenta 2009
19-08-2009	0.112 (I)	A cuenta 2009
20-11-2009	0.14 (I)	A cuenta 2009
24-03-2010	S/. 0.07 (I)	Utilidades 2009
27-05-2010	S/. 0.115 (I)	A cuenta 2010
01-09-2010	S/. 0.118 (I)	A cuenta 2010
30-11-2010	S/. 0.15 (I)	A cuenta 2010
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2006-2010		

7.3 TELEFÓNICA S.A.A.

7.3.1 Información General

Telefónica del Perú se constituyó en la ciudad de Lima mediante escritura pública del 25 de junio de 1920, con la denominación de Compañía Peruana de Teléfonos Limitada, para prestar servicios de telefonía local. Posteriormente adoptó la forma de sociedad anónima y la denominación de Compañía Peruana de Teléfonos S.A. (CPT). En 1969 se creó la Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (ENTEL Perú), como la compañía encargada de prestar servicios de telefonía local fuera de Lima, además de servicios de larga distancia nacional e internacional.

El Estado peruano controló ambas compañías hasta 1994, año en que subastó las acciones de las mismas, en el marco del proceso de privatización. Telefónica Perú Holding S.A.C., liderada por Telefónica Internacional S.A. de España resultó ganadora de dicha subasta y adquirió el 35% del capital social de ENTEL Perú S.A. y el 20% del capital social de CPT, en la que realizó un aporte de capital adicional de US\$ 612 millones. El 16 de mayo de 1994, Telefónica Perú Holding S.A. pagó el precio ofrecido en la subasta, que representó una inversión total US\$ 2,002 millones, y pasó a controlar 35% de ambas compañías. El 31 de diciembre de 1994, CPT absorbió a ENTEL Perú en un proceso de fusión y, en adecuación a la Ley General de Sociedades, el 9 de marzo de 1998 Telefónica del Perú adoptó la denominación de Telefónica del Perú S.A.A., la cual conserva hasta la fecha. Telefónica del Perú S.A.A. pertenece al Grupo Económico de Telefónica S.A., empresa española dedicada al negocio de telecomunicaciones.

Los antiguos abonados de la Compañía Peruana de Teléfonos, que pasaron a ser accionistas de Telefónica del Perú a partir de 1994 fueron 317 000. Luego, en el año 1996, con la venta de las acciones del Estado mediante el mecanismo de Participación Ciudadana, se incorporaron 260 000 nuevos socios. Debido a la peculiaridad en el origen del accionariado, endeterminados

momentos se ha llegado a tener 577 000 accionistas. Esto explica porque, las acciones de Telefónica del Perú S.A. fueron las de mayor dinamismo y número de operaciones en la Bolsa de Valores de Lima de la década de los noventa.

Para entender el origen de las acciones denominadas TEF cuya reacción de su precio se analiza en la presente investigación, debemos tener en cuenta la siguiente secuencia de hechos:

- 1994: Telefónica S.A. de España adquiere la CPT. A partir de ese momento, las acciones compradas por Telefónica al Estado Peruano en el Proceso de Privatización pasan a denominarse Acciones Clase A1. Asimismo, las acciones producto del aumento de capital realizado por Telefónica y las que le pertenecían a los abonados pasan a denominarse Acciones Clase B. Por otro lado, las acciones que tenían los trabajadores de la empresa en su poder se denominaron Acciones Clase C.
- 1999: Las acciones Clase B de Telefónica del Perú comienzan a negociarse en la Bolsa de Valores de Nueva York con el símbolo **TDP** bajo el esquema de ADS. Para tal fin, 1 ADS equivalía a 10 acciones Clase B.
- Enero 2000: *Telefónica S.A. de España lanzó una Oferta Pública de Intercambio de acciones con la finalidad de lograr una participación de 100% en sus subsidiarias de Argentina, Brasil y Perú²²*. La propuesta para el Perú, era intercambiar 1 ADS de Telefónica S.A. de España denominada **TEF** por 41.42857 acciones Clase B de Telefónica del Perú. Al cierre del periodo de aceptación de la oferta se canjearon el 93% de las acciones clase B de Telefónica del Perú no controladas por Telefónica S.A. En los Estados Unidos se canjearon 69, 385,184 ADS de Telefónica del Perú (97.55% del total de ADS que no estaban en manos de Telefónica), como consecuencia de dicha oferta, Telefónica S.A. pasó a controlar directamente e indirectamente, el 97% del capital de Telefónica del Perú, aproximadamente.

²²Memoria de Telefónica del Perú 2002. Págs. 46-48

Los servicios de telecomunicaciones que desarrolla y presta Telefónica del Perú S.A.A. en el país, se realizan en el marco de los Contratos de Concesión, la Ley de Telecomunicaciones y su reglamento general, las normas expedidas por el MTC y el OSIPTEL. Los contratos de concesión antes mencionados otorgan a Telefónica el derecho de prestar los servicios de telefonía fija local, larga distancia nacional e internacional, telefonía pública y arrendamiento de circuitos, así como de proveer servicios de valor añadido: consulta, facsímil en la forma de almacenamiento y retransmisión de fax, telemando, tele-alarma, mensajería interpersonal (correo de voz y almacenamiento y retransmisión de mensajes), almacenamiento y retransmisión de datos y servicio de conmutación de datos por paquetes (Internet). Su oficina principal se encuentra ubicada en la Av. Arequipa 1155, Santa Beatriz, Lima, Perú.

Al finalizar el año 2010, Telefónica del Perú S.A.A. tenía emitidas 3,347'258,949 acciones de un valor nominal de S/. 0.86 cada una, íntegramente suscritas y totalmente pagadas, divididas en dos clases de la siguiente forma: 3,347'021,643 acciones Clase B y 237,306 acciones Clase C. El 98.40% de las acciones de clase B son de titularidad de las empresas del Grupo Telefónica y el 1.60% pertenece a inversionistas institucionales, privados, locales y extranjeros. Las acciones Clase B cotizan en la Bolsa de Valores de Lima desde 1971; las acciones Clase C desde 1993 y las ADS denominadas TEF desde el 23-02-2000.

7.3.2 Política de dividendos 2001 – 2010

Durante los primeros cuatro años del periodo de análisis, la Política de Dividendos de la compañía establecía que se podría repartir dividendos hasta por un tope máximo de 50% de la utilidad disponible. A partir del año 2005, se establece que puede repartirse como dividendos hasta el 100% de las utilidades disponibles, dejando la determinación del monto a entregar a decisión del Directorio (ver Cuadros 38 y 39). Ambas políticas comprenden la distribución de dividendos tanto a las acciones clase B, clase C y a las ADS de Telefónica denominadas TEF, que se negocian tanto en la Bolsa de Valores de Lima como en las Bolsas de Madrid y Nueva York.

Cuadro 38: Política de dividendos Telefónica 2001-2004

FECHA DE APROBACIÓN	20-03-01 (revalidada en marzo 2002, 2003 y 2004)
VALIDEZ	2001-2004
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas Telefónica
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	Telefónica del Perú tiene como política pagar dividendos hasta por un máximo de 50% de la utilidad neta luego de detraer la reserva legal (10%), la participación de los trabajadores y los impuestos de ley. De ser aprobado en la Junta General de Accionistas, dicho dividendo puede entregarse en dos partes: un adelanto y el saldo final luego de terminado el ejercicio.
FUENTE	Memoriasde la empresa 2001-2004

Cuadro 39: Política de dividendos Telefónica 2005-2010

FECHA DE APROBACIÓN	28-03-05 (revalidada en marzo 2006, 2007, 2008, 2009 y 2010)
VALIDEZ	2005 - 2010
ÓRGANO QUE LO APROBÓ	Junta General de Accionistas Telefónica
POLÍTICA DE DIVIDENDOS	Podrá destinarse al pago de dividendos el íntegro de las utilidades netas de cada ejercicio, luego de deducida la participación de los trabajadores, los impuestos de ley y la reserva legal que pudiera corresponder, los mismos que podrán abonarse en calidad de provisionales o definitivos para cada ejercicio, en la oportunidad en que se estime conveniente, en función de los requerimientos de inversión y la situación financiera de la empresa. En su caso, el directorio fijará el porcentaje, monto y oportunidades para la distribución de los dividendos, quedando autorizado a determinar las fechas de corte, registro y entrega respectivas.
FUENTE	Memoria de la empresa 2010. Informe sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

7.3.3 Anuncios de dividendos 2001 - 2010

Durante el periodo 2001-2010, Telefónica anunció reparto de dividendos en quince oportunidades, de los cuales, catorce representaron anuncios de incrementos en el pago de dividendos y uno significó una reducción. Asimismo, a partir del año 2006 la empresa comienza a repartir con regularidad dos dividendos al año. El único año en el que no se realizó ningún anuncio fue el 2002. Tal como puede observarse, desde el 2003 todos los dividendos que se anuncian son progresivamente mayores a los del año anterior, siendo los años 2009 y 2010 los de mayor monto anunciado por acción (ver Cuadro 40).

Cuadro 40: Anuncios de dividendos Telefónica 2001 - 2010

Fecha de Anuncio	Dividendo por Acción en US\$	Concepto
26-03-2001	0.0166692(R)	Utilidades 2000
2002	--	--
28-03-2003	0.0237693 (I)	Utilidades 2002
18-06-2003	0.0836548 (I)	Utilidades 2002
30-04-2004	0.601392 (I)	Utilidades 2003
23-02-2005	0.7378756 (I)	A cuenta 2004
28-02-2006	0.810645 (I)	A cuenta 2005
27-09-2006	0.973233 (I)	A cuenta 2006
10-05-2007	0.9705436 (I)	Utilidades 2006
26-09-2007	1.2303442 (I)	A cuenta 2007
22-04-2008	1.498312 (I)	Utilidades 2007
24-09-2008	1.503724 (I)	A cuenta 2008
29-04-2009	2.0286 (I)	A cuenta 2009
23-07-2009	2.22408 (I)	Utilidades Acumuladas
28-04-2010	2.457195 (I)	A cuenta 2010
02-06-2010	2.70075 (I)	Utilidades Acumuladas
Fuente. Bolsa de Valores de Lima. Informes Mensuales 2001-2010		

CAPITULO 8: RESULTADOS Y DISCUSION

8.1 ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LA INFORMACION

8.1.1 Selección y análisis de la muestra final

Un total de 249 anuncios de dividendos fueron hechos públicos durante el periodo 2001-2010 por las empresas cuyas políticas de dividendos se examina en la presente investigación. De este total se eliminaron 29 anuncios, de los cuales: (a) 22 fueron eliminados porque las acciones no habían marcado cotización durante varios días del periodo de estimación que se usa para calcular los parámetros del Modelo de Mercado, (b) otros 7 anuncios fueron eliminados porque la fecha del anuncio coincidía con periodos en el que el entorno estaba afectado por factores económicos o políticos que distorsionarían el análisis.

Después de esta depuración la muestra quedó conformada por 220 anuncios que fueron clasificados como anuncios de incrementos, anuncios de reducción y anuncios sin cambio, para lo cual se comparó el monto de dividendos anunciado en un determinado momento con el dividendo anunciado en similar periodo del año anterior. Puede observarse la clara predominancia de los anuncios de incrementos respecto del total (ver Cuadro 41).

Cuadro 41: Muestra seleccionada para el análisis

	Incrementos	Reducciones	Sin Cambio	Total
Total Anuncios	157	79	13	249
Anuncios eliminados	16	10	3	29
Muestra para análisis	141	69	10	220

Elaboración propia

Al analizar los anuncios de dividendos por empresa (ver Cuadro 42) podemos observar que el 64,09% correspondieron a incrementos, 31,36% fueron reducciones y solo 4,55% representaron anuncios sin cambio. A nivel individual, Southern, Luz del Sur, Cementos Lima, Edegely Telefónica, fueron las empresas que realizaron más anuncios de incrementos durante el periodo de análisis, sobresaliendo los efectuados por Telefónica que representaron el 93% respecto al total de anuncios realizado por dicha empresa. Asimismo, Edegel, Cementos Pacasmayo y Cementos Lima fueron las empresas con más anuncios de reducciones como porcentaje de su total de anuncios realizados.

Cuadro 42: Anuncios de dividendos por empresa

Empresas	Incrementos	Reducciones	Sin Cambio	Total
Banco de Crédito	6	3	1	10
Banco Continental	7	2	0	9
Cementos Lima	14	10	2	26
Cementos Pacasmayo	5	5	0	10
Atacocha	8	3	0	11
Buenaventura	9	5	1	15
Milpo	8	6	0	14
Volcan	4	2	2	8
Southern	28	11	0	39
Edegel	13	12	1	26
Luz del Sur	25	9	3	37
Telefónica	14	1	0	15
Total	141	69	10	220
% del Total	64,09%	31,36%	4,55%	100,00%

Elaboración propia

El examen de los anuncios efectuados por año (ver Cuadro 43) permite relacionar los tipos de anuncios con los hechos acontecidos en el entorno tanto nacional como internacional (ver Anexos 2 al 6) que afectaron de forma directa o indirecta los resultados de la empresa y las cotizaciones de las acciones. Puede observarse, que el mayor número de anuncios de incremento se dieron durante el periodo 2003-2007, periodo en el que confluyeron una serie de condiciones favorables que permitieron una mayor retribución a los accionistas.

Tanto el incremento sostenido de los precios de los metales básicos, la mejora en la calificación de riesgo del Perú, la expansión de la economía mundial y los indicadores positivos de nuestro país, entre otros factores, generaron un impacto positivo en los resultados empresariales y en los precios de las acciones. Tales condiciones comienzan a cambiar radicalmente cuando se hicieron evidentes los primeros efectos de la crisis financiera norteamericana, sobretodo los últimos meses del 2007, extendiéndose y afectando negativamente a la mayoría de Bolsas durante los años 2008 y 2009.

Finalmente, se debe resaltar que tanto el 2001 como el 2002 fueron los únicos años en los que se anunciaron más anuncios de reducciones respecto al total de anuncios realizados por año. La razón puede encontrarse en los sucesos desfavorables que afectaron negativamente tanto al entorno internacional como nacional, siendo los hechos (ver Anexo 2) más impactantes, el ataque a las Torres Gemelas en Nueva York y el periodo electoral peruano ocurridos ambos durante el año 2001.

Cuadro 43: Anuncios de dividendos por año

Año	Incrementos	Reducciones	Sin Cambio	Total Anual
2001	3	10	0	13
2002	6	7	1	14
2003	16	3	0	19
2004	14	7	1	22
2005	13	6	1	20
2006	21	4	2	27
2007	24	4	2	30
2008	13	10	3	26
2009	11	11	0	22
2010	20	7	0	27
Total por Tipo	141	69	10	220

Elaboración propia

A nivel sectorial, el mayor número de anuncios fueron efectuados por las empresas del sector minero y del sector servicios, respectivamente. Tal hecho, obedece básicamente a la política de anunciar dividendos trimestrales cada año que aplican las principales empresas de ambos sectores. De otro lado, la mayor proporción de anuncios de incrementos por sector correspondió al sector bancario, cuyos anuncios de incrementos representaron el 68.42% (13/19) del total de anuncios efectuados por dicho sector (ver Cuadro 44).

Cuadro 44: Anuncios de dividendos por sector

	Bancario	Industrial	Minero	Servicios	Total
Incrementos	13	19	57	52	141
Reducciones	5	15	27	22	69
Sin Cambio	1	2	3	4	10
Total	19	36	87	78	220

Elaboración propia

Después de examinar los cuadros anteriores se obtienen los siguientes resultados preliminares:

- Los anuncios de incremento del monto de los dividendos aumentan en periodos con entornos positivos y disminuyen en periodos con entornos desfavorables. Lo contrario sucede con los anuncios de reducción.
- Las empresas del Sector Bancario como el Banco de Crédito y el Banco Continental, y las del Sector Servicios, como Telefónica y Luz del Sur, fueron las más renuentes a anunciar reducciones en el monto de dividendos, aun cuando hubieron cuatro años difíciles dentro del periodo de análisis. Dos motivos explicarían este comportamiento: (a) son empresas que pertenecen a Grupos Económicos con accionistas exigentes y permanentes; (b) son empresas, en el caso del sector servicios, con negocios con clientela fija y por ende, con flujos de caja relativamente predecibles.

8.1.2 Análisis de los Rendimientos Anormales Acumulados

El análisis de los Rendimientos Anormales Acumulados RAA constituye un elemento clave para determinar la existencia de una reacción consistente y en determinada dirección del precio de las acciones ante la ocurrencia de un determinado suceso, para nuestro caso, el anuncio de dividendos. En tal sentido, y con el fin de efectuar un análisis minucioso, se estudia los RAA por sector económico y según tipo de anuncio, para lo cual se subdivide el periodo de análisis en tres sub periodos: [-5, -2], [-1, 1] y [2, 5]. Además, se examina todo el periodo [-5, 5].

(a) Análisis de los anuncios de incrementos

Durante el periodo 2001-2010, tanto el BCP como el Continental efectuaron 6 y 7 anuncios de incremento, respectivamente. Ninguno de estos anuncios fue eliminado en la depuración efectuada debido a que las fechas en las que se efectuaron no coincidieron con ninguno de los hechos del entorno que afectaron al mercado. Además, tampoco hubo problemas con los precios de las acciones tanto en el periodo de estimación como en el de análisis.

Al observar los anuncios de incremento del sector bancario (ver Cuadro 45) se puede notar que *solo 2 anuncios del BCP y 3 del Banco Continental (el 38.46% del total) cumplen con lo que dice la teoría*, es decir, que ante un anuncio de incremento, los precios de las acciones reaccionan al alza. El resto de anuncios presentan reacciones opuestas en dos sub periodos consecutivos o acumulan un rendimiento negativo para todo el periodo.

Otros detalles que es importante resaltar del análisis de los RAA son los siguientes: (i) los cinco anuncios señalados presentan reacciones significativas positivas para los once días que comprende el periodo de análisis; (ii) los anuncios del año 2002 y 2008 se realizaron en contextos (ver Anexos 2, 5 y 6) que suponían un quiebre (de desfavorable a favorable) en las condiciones del

entorno, lo cual según la teoría debería representar buenas noticias e incrementos en los dividendos del año siguiente. En la realidad solo los anuncios del 2002 de ambos bancos fueron seguidos por incrementos de dividendos, lo cual no sucedió con los anuncios efectuados el 2008, pues para el BCP significó una reducción y para el Continental una reducción el año siguiente; (iii) en promedio, los incrementos más significativos se inician cinco días antes del anuncio y se extienden hasta un día después.

Cuadro 45: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Bancario

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
BCP	27/03/2002	-4.79%	-0.41%	0.80%	-4.40%
BCP	28/03/2003	0.67%	-3.02%	-0.36%	-2.71%
BCP	26/03/2004	0.26%	2.22%	6.92%	9.40%
BCP	31/03/2005	-0.84%	1.72%	-0.34%	0.54%
BCP	31/03/2006	-0.69%	0.37%	1.66%	1.34%
BCP	31/03/2009	-1.71%	0.61%	-4.84%	-5.94%
Continental	13/03/2002	5.10%	1.12%	5.39%	11.61%
Continental	18/03/2003	0.77%	0.73%	0.75%	2.25%
Continental	25/03/2004	-0.15%	-0.55%	6.44%	5.75%
Continental	31/03/2005	-0.78%	-2.08%	-1.06%	-3.91%
Continental	27/03/2006	-4.55%	-1.52%	1.42%	-4.65%
Continental	30/03/2007	-4.14%	-0.02%	6.73%	2.57%
Continental	27/03/2008	4.32%	4.99%	-0.41%	8.90%
RAA promedio		-0.50%	0.32%	1.78%	1.60%

Elaboración propia

¿Qué resultados se obtienen después de analizar los anuncios de incremento del sector bancario? Un resultado concreto: el porcentaje de anuncios de incrementos en los que el precio de la acción reacciona positiva y significativamente, es bajo.

Al estudiar el caso del sector industrial, nos encontramos que de un total de 19 anuncios solo seis anuncios de incremento de Cementos Lima y tres de Cementos Pacasmayo están asociados a una reacción positiva del precio de las acciones, lo que representa el 47% del total. El resto, al igual que en el sector bancario, presentan reacciones alternadas y poco significativas como para ser consideradas dentro de las que cumplen con la teoría.

El análisis de los Rendimientos Anormales Acumulados RAA (ver Cuadro 46) para ambas empresas pone de manifiesto la existencia de una reacción significativa del precio en el sub periodo $(-1,1)$, es decir, un día antes del anuncio, el mismo día del anuncio y un día posterior al anuncio. Solo en el caso de Cementos Lima, se observa una reacción significativa dos días antes de efectuarse el anuncio público del dividendo, es decir, en el sub periodo $(-5, -2)$.

Puede observarse que los anuncios de incremento de Cementos Lima se efectuaron desde el año 2002 hasta el primer semestre del 2008, es decir, se dieron en un contexto favorable al sector construcción que permitió la generación de resultados empresariales positivos. Esta observación es relevante para el análisis porque confirma el hecho de que cuando se anuncia un incremento en el monto de los dividendos, se está informando al mercado que la situación de la empresa, por lo menos el año siguiente, es favorable. En el caso de Cementos Pacasmayo, los anuncios del 2007 y 2008 fueron seguidos de anuncios de incremento, solo el del 2005 fue seguido de un anuncio de reducción en el monto del dividendo.

Terminamos el análisis de los anuncios de incremento del sector industrial con el siguiente resultado: el 47% de los anuncios de incremento asociados con reacciones significativas y positivas del precio de la acción tal no son suficientes como para generalizar que para todo el sector industrial, los anuncios tienen contenido informativo.

Cuadro 46: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Industrial

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Cementos Lima	29/10/2002	7.34%	1.02%	0.97%	9.33%
Cementos Lima	29/01/2004	0.78%	-0.07%	0.88%	1.59%
Cementos Lima	27/10/2004	1.85%	-1.34%	0.23%	0.74%
Cementos Lima	26/04/2006	1.10%	2.80%	-2.33%	1.57%
Cementos Lima	25/10/2006	0.00%	0.38%	3.02%	3.40%
Cementos Lima	24/01/2007	-2.34%	1.60%	2.77%	2.02%
Cementos Lima	26/04/2007	4.88%	2.81%	1.61%	9.29%
Cementos Lima	18/07/2007	-2.64%	1.55%	-0.77%	-1.86%
Cementos Lima	17/10/2007	2.99%	0.48%	-0.16%	3.32%
Cementos Lima	23/01/2008	-7.59%	-0.12%	2.34%	-5.37%
Cementos Lima	23/04/2008	-0.47%	0.33%	-0.59%	-0.73%
Cementos Lima	21/04/2010	-2.92%	1.10%	-1.56%	-3.38%
Cementos Lima	21/07/2010	-0.81%	-3.25%	-0.04%	-4.09%
Cementos Lima	20/10/2010	-0.97%	-0.96%	-4.72%	-6.65%
Pacasmayo	07/12/2005	-1.85%	2.16%	1.11%	1.42%
Pacasmayo	18/09/2007	1.44%	2.95%	-0.11%	4.28%
Pacasmayo	27/03/2008	-0.02%	2.30%	2.33%	4.61%
Pacasmayo	26/04/2010	1.53%	2.46%	-7.38%	-3.39%
Pacasmayo	25/10/2010	-4.68%	2.38%	-2.92%	-5.21%
RAA Promedio		-0.13%	0.98%	-0.28%	0.57%

Elaboración propia

Corresponde ahora, analizar los Rendimientos Anormales Acumulados (RAA) de los anuncios de incrementos del Sector Minero. Como primer punto es importante mencionar que solo 25 anuncios de incremento (43.85%) de un total de 57 observan reacciones positivas y significativas como lo dice la teoría.

Puede observarse que la muestra de análisis incorpora acciones de empresas con alta frecuencia de negociación en el mercado, como Buenaventura, Volcan y Southern, y empresas de relativa menor liquidez como Atacocha y Milpo. En términos relativos, el 50% (4 de 8) de los anuncios de incremento de Atacocha y el 44% (4 de 9) de los anuncios de Buenaventura corresponden a anuncios asociados con reacciones positivas del precio de sus acciones. Lo contrario sucede con Volcan, Southern y Milpo, que aportan pocos anuncios como evidencia a favor de la existencia de contenido informativo en los dividendos.

Respecto al tiempo en el que efectúan los anuncios podemos notar que la mayoría de anuncios de incrementos (ver Cuadros 47A y 47B), de las empresas mineras se efectuaron en fechas que corresponden al periodo comprendido entre octubre del 2002 y agosto del 2007, periodo en el que se produjo el alza continua del precio de los metales (ver Anexos 2, 3, 4 y 5). Lo mismo sucedió con el anuncio de Milpo de noviembre del 2009, fecha que coincidió con el inicio de otro periodo (ver Anexo 6) de alza del precio del zinc, metal que produce y comercializa Milpo.

Es importante resaltar la relación entre los anuncios de incremento, los periodos de alza del precio de los metales, y la reacción positiva del precio de las acciones, pues se estaría sugiriendo que los directivos de las empresas mineras anuncian incrementos en el monto de los dividendos solo si tienen relativa certeza de incrementos sostenidos en el precio de los metales, y por ende, de mejores proyecciones de la situación futura de la empresa lo que significaría que el anuncio de un incremento en el monto de los dividendos estaría transmitiendo información positiva al mercado, generando la reacción también positiva del precio de las acciones.

El examen de los Rendimientos Anormales Acumulados RAA del sector minero ha permitido detectar los siguientes detalles: (a) el 62.5% (5 de 8) y el 66.7% (6 de 9) de los anuncios de incremento efectuados por Atacochay Buenaventura respectivamente, registran reacciones acumuladas significativas desde el día anterior al día posterior al anuncio, cosa que no sucede con los anuncios del resto de empresas; (b) en el caso del dividendo de Atacocha de octubre del 2003, la reacción significativa del precio de su acción estaría explicada por el hecho de que después de doce años (marzo de 1990) se anunciaba un dividendo, que por tanto, generó expectativas favorables de los accionistas respecto a la marcha futura de la empresa; (c) en el caso de Buenaventura, se puede observar RAA significativos durante los once días del periodo [-5, 5], sobretodo de los anuncios realizados en octubre 2003 y octubre 2006, que curiosamente precedieron a posteriores anuncios de reducción en el monto de los dividendos; (d) el 75% (6 de 8) de los anuncios de Milpo presentan RAA negativos durante el periodo [-5, -2] previo al anuncio lo que significaría que el mercado esperaba un anuncio de reducción, sin embargo, al anunciarse un incremento los precios reaccionaron al alza los tres días alrededor del anuncio; (e) Para el caso de Southern los RAA del precio de las acciones son significativos desde el día anterior hasta cinco días después del anuncio.

¿Qué resultados obtenemos luego de analizar los RAA del sector minero? Dos resultados básicos: (a) se percibe una relación directa entre los anuncios de incremento, los periodos de alza del precio de los metales, y la reacción positiva del precio de las acciones; (b) la cantidad de anuncios que están asociados a reacciones positivas del precio de las acciones, no son suficientes para aseverar que los anuncios del sector minero tienen contenido informativo.

Cuadro 47A: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Minero

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Atacocha	28/10/2003	12.39%	5.55%	18.72%	36.66%
Atacocha	16/03/2004	0.48%	-1.21%	-4.37%	-5.10%
Atacocha	29/11/2004	-3.31%	2.98%	-3.65%	-3.99%
Atacocha	29/11/2005	5.85%	4.22%	11.03%	21.10%
Atacocha	28/02/2006	-2.43%	-2.23%	-5.31%	-9.96%
Atacocha	29/08/2006	6.17%	-0.37%	8.48%	14.28%
Atacocha	28/11/2006	2.24%	5.17%	20.51%	27.92%
Atacocha	27/02/2007	-5.44%	2.04%	-2.37%	-5.77%
Buenaventura	28/10/2003	5.26%	0.52%	3.48%	9.26%
Buenaventura	31/03/2005	-5.44%	8.22%	-0.36%	2.43%
Buenaventura	26/10/2005	2.05%	-8.62%	-4.60%	-11.17%
Buenaventura	30/03/2006	4.48%	4.07%	2.74%	11.29%
Buenaventura	30/10/2006	5.01%	0.56%	1.58%	7.15%
Buenaventura	28/03/2007	-0.32%	-3.16%	0.56%	-2.92%
Buenaventura	29/10/2009	-5.49%	-0.32%	4.63%	-1.18%
Buenaventura	26/03/2010	-9.18%	0.43%	2.56%	-6.20%
Buenaventura	28/10/2010	1.43%	0.15%	-1.55%	0.03%
Milpo	28/10/2004	11.37%	-2.42%	-5.56%	3.39%
Milpo	21/02/2005	-5.69%	3.12%	-2.94%	-5.51%
Milpo	20/05/2005	-0.18%	-0.79%	-3.21%	-4.18%
Milpo	20/10/2006	-3.78%	-0.81%	-1.56%	-6.15%
Milpo	09/02/2007	-2.88%	-3.42%	-1.08%	-7.39%
Milpo	20/04/2007	-1.80%	4.98%	-1.43%	1.76%
Milpo	23/08/2007	-3.68%	2.06%	3.18%	1.55%
Milpo	26/11/2009	-2.12%	3.87%	2.86%	4.62%
Volcan	19/10/2006	3.28%	2.13%	-4.72%	0.68%
Volcan	03/04/2007	0.58%	1.64%	-4.59%	-2.36%
Volcan	04/07/2007	-2.47%	-1.08%	-2.14%	-5.68%
Volcan	25/02/2010	-0.67%	-0.84%	0.57%	-0.93%

Elaboración propia

Cuadro 47B: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Minero (continuación)

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Southern	27/02/2001	-2.18%	-3.29%	-2.30%	-7.76%
Southern	09/05/2001	0.37%	-0.53%	-0.80%	-0.96%
Southern	15/07/2002	-0.31%	-3.70%	-1.20%	-5.21%
Southern	22/10/2002	1.74%	1.79%	0.32%	3.84%
Southern	30/01/2003	-1.11%	-0.29%	-1.93%	-3.33%
Southern	08/05/2003	0.59%	-0.19%	-2.57%	-2.18%
Southern	23/10/2003	4.39%	-9.49%	19.30%	14.21%
Southern	03/02/2004	-14.57%	-13.96%	-0.64%	-29.17%
Southern	29/04/2004	-6.27%	6.83%	2.34%	2.89%
Southern	22/07/2004	-1.23%	-4.42%	0.51%	-5.14%
Southern	21/10/2004	-3.05%	-4.12%	-2.66%	-9.83%
Southern	12/04/2005	0.74%	-0.05%	7.05%	7.74%
Southern	14/07/2005	2.53%	1.23%	4.46%	8.22%
Southern	20/10/2005	-0.10%	3.42%	12.54%	15.85%
Southern	26/01/2006	-2.20%	5.65%	2.37%	5.82%
Southern	25/04/2006	1.42%	-1.02%	-4.49%	-4.09%
Southern	12/07/2006	1.51%	-7.55%	8.81%	2.77%
Southern	26/10/2006	13.18%	1.53%	4.95%	19.65%
Southern	25/01/2007	2.36%	3.17%	8.36%	13.89%
Southern	26/04/2007	4.01%	0.07%	-2.00%	2.08%
Southern	26/07/2007	2.55%	-3.72%	-4.83%	-6.00%
Southern	18/10/2007	-3.90%	-0.88%	0.24%	-4.53%
Southern	24/04/2008	2.41%	-3.57%	-6.96%	-8.12%
Southern	31/07/2008	-5.28%	2.18%	-2.29%	-5.39%
Southern	28/01/2010	-7.49%	-5.51%	6.39%	-6.61%
Southern	22/04/2010	-5.10%	-7.55%	-0.09%	-12.74%
Southern	22/07/2010	3.90%	0.42%	-5.12%	-0.80%
Southern	27/10/2010	1.30%	0.84%	-3.12%	-0.98%
RAA Promedio		-0.07%	-0.29%	1.19%	0.84%

Elaboración propia

Terminamos el análisis de los anuncios de incrementos analizando los RAA de las acciones de las empresas del sector servicios. A diferencia de los otros sectores, todos los anuncios de incrementos del sector servicios durante el periodo 2001-2010 fueron considerados para esta etapa del análisis pues las fechas en los que se realizaron no coincidieron con las fechas de algún suceso del entorno que hubiera distorsionado el análisis, ni tampoco hubo problemas de cotización tanto en el periodo de estimación como en el periodo de análisis.

El análisis de la reacción del precio a través de los RAA pone de manifiesto un hecho común para los anuncios de las tres empresas: la reacción fue positiva y significativa durante el periodo que se extiende desde el día previo hasta el día posterior al anuncio, resaltando las obtenidas por Edegel. Asimismo, las reacciones del periodo [-5, -2] tanto para Luz del Sur como para Telefónica también fueron importantes (ver Cuadros 48A y 48B).

En este punto, conviene resaltar y recordar cómo se dieron los anuncios de incrementos para las tres empresas²³ durante el periodo 2001-2010. De las tres, Edegel fue la más irregular respecto a la continuidad de sus anuncios de incremento. Solo los años 2006 y 2009 fueron años de continuos anuncios de incrementos, el resto de años fue una alternancia entre diferentes tipos de anuncios. Lo contrario sucedió con Telefónica cuyos anuncios de incremento fueron continuos desde el 2003. Para Luz del Sur, los incrementos fueron continuos desde el 2007.

Al contrastar la información anterior con los RAA de las tres empresas observamos que coincidentemente con sus anuncios de dividendos Edegel presenta reacciones alternadas en el precio de sus acciones, predominando las reacciones negativas. De los 25 anuncios de incremento de Luz del Sur solo 8 presentan reacciones positivas y significativas como lo sugiere la teoría, para Telefónica solo son 4 de 14. Estas evidencias insuficientes, no permiten aseverar con rigor que en el sector servicios los anuncios de incrementos están asociados con reacciones positivas de los precios de las acciones.

²³ver Cuadros 32, 33, 36, 37 y 40 del capítulo 7

Cuadro 48A: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Servicios

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Edegel	17/07/2003	-1.48%	-0.28%	-1.86%	-3.63%
Edegel	23/10/2003	-1.63%	1.61%	-1.86%	-1.88%
Edegel	24/03/2004	-1.40%	3.64%	1.73%	3.97%
Edegel	15/07/2004	-1.47%	-1.34%	-2.12%	-4.93%
Edegel	31/05/2006	1.50%	-3.60%	-10.45%	-12.54%
Edegel	17/08/2006	-0.88%	1.46%	0.42%	1.00%
Edegel	23/02/2007	-4.21%	-1.82%	-2.47%	-8.50%
Edegel	31/03/2008	-3.74%	1.31%	3.15%	0.72%
Edegel	24/03/2009	-2.05%	4.70%	3.77%	6.41%
Edegel	16/07/2009	-1.95%	-3.79%	-1.28%	-7.02%
Edegel	15/10/2009	-0.20%	-0.52%	-1.31%	-2.02%
Edegel	08/07/2010	1.37%	3.21%	1.60%	6.18%
Edegel	21/10/2010	-0.74%	-2.78%	2.43%	-1.10%
Luz del Sur	22/03/2001	-0.50%	-0.01%	0.27%	-0.23%
Luz del Sur	26/04/2001	15.83%	1.40%	2.79%	20.02%
Luz del Sur	21/03/2002	-3.61%	-0.11%	1.03%	-2.69%
Luz del Sur	30/07/2003	-0.48%	-0.62%	0.41%	-0.69%
Luz del Sur	02/09/2003	-0.70%	2.01%	-0.92%	0.39%
Luz del Sur	06/10/2003	-0.30%	-0.95%	-1.17%	-2.42%
Luz del Sur	01/12/2003	-3.48%	1.94%	4.45%	2.90%
Luz del Sur	17/03/2005	0.61%	0.11%	0.17%	0.89%
Luz del Sur	01/06/2006	2.27%	-6.43%	-0.34%	-4.50%
Luz del Sur	01/09/2006	1.38%	4.46%	-0.23%	5.61%
Luz del Sur	20/03/2007	3.40%	-0.25%	-0.22%	2.93%
Luz del Sur	01/06/2007	3.87%	-10.52%	5.14%	-1.51%
Luz del Sur	04/09/2007	0.62%	-0.65%	-0.32%	-0.36%

Elaboración propia

Cuadro 48B: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento del Sector Servicios (continuación)

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Luz del Sur	05/11/2007	3.85%	1.59%	-0.18%	5.26%
Luz del Sur	25/03/2008	2.20%	0.44%	0.03%	2.67%
Luz del Sur	03/06/2008	4.07%	-0.15%	-2.79%	1.14%
Luz del Sur	27/08/2008	-0.22%	0.02%	-3.31%	-3.51%
Luz del Sur	18/11/2008	2.74%	2.79%	-0.64%	4.89%
Luz del Sur	24/03/2009	0.43%	-0.10%	0.67%	1.00%
Luz del Sur	28/05/2009	0.07%	-4.74%	0.44%	-4.23%
Luz del Sur	19/08/2009	-1.95%	0.33%	0.50%	-1.13%
Luz del Sur	24/03/2010	-2.54%	-1.98%	-2.56%	-7.09%
Luz del Sur	27/05/2010	-0.54%	-1.46%	-1.74%	-3.74%
Luz del Sur	01/09/2010	1.28%	2.06%	0.70%	4.04%
Luz del Sur	30/11/2010	2.72%	3.48%	-4.12%	2.07%
Telefónica	28/03/2003	-0.32%	-3.95%	2.75%	-1.52%
Telefónica	18/06/2003	3.80%	-0.59%	-2.37%	0.85%
Telefónica	30/04/2004	1.38%	1.78%	-1.42%	1.75%
Telefónica	23/02/2005	-1.98%	-2.23%	-1.07%	-5.28%
Telefónica	28/02/2006	-1.05%	3.78%	-1.26%	1.47%
Telefónica	27/09/2006	3.73%	0.76%	2.12%	6.61%
Telefónica	10/05/2007	-2.96%	0.47%	2.42%	-0.07%
Telefónica	26/09/2007	-3.22%	-1.72%	-3.90%	-8.84%
Telefónica	22/04/2008	3.58%	-1.04%	-1.18%	1.36%
Telefónica	24/09/2008	9.64%	-2.43%	-2.68%	4.53%
Telefónica	29/04/2009	0.86%	-0.04%	0.67%	1.50%
Telefónica	23/07/2009	1.13%	3.04%	0.27%	4.43%
Telefónica	28/04/2010	-4.19%	-1.59%	-2.42%	-8.20%
Telefónica	02/06/2010	2.17%	5.72%	-3.40%	4.49%
RAA Promedio		0.51%	-0.07%	-0.42%	0.03%

Elaboración propia

(b) Análisis de los anuncios de reducción

Solo cinco anuncios de reducción se hicieron públicos en el sector bancario durante el periodo 2001-2010. Como puede observarse (ver Cuadro 49), los anuncios de reducción se producen en los tres últimos años del periodo bajo análisis que coincidió con el periodo de la crisis financiera norte americana.

De los tres anuncios de reducción del Banco de Crédito del Perú (BCP) solo dos muestran reacciones negativas del precio de sus acciones durante los periodos (-5, 2) y (-1, 1), es decir, desde cinco días antes hasta un día posterior al anuncio. Para el caso del Banco Continental, la reacción negativa se produce desde el día anterior al anuncio y se extiende hasta cinco días después.

Un detalle importante a resaltar es lo acontecido con los anuncios del año 2010. Aun cuando se anunciaron reducciones en el monto de los dividendos, los precios de las acciones reaccionaron al alza durante los once días alrededor del anuncio. La explicación de este comportamiento particular, contrario a lo que sostiene la teoría, estaría en el cambio de las expectativas del mercado, pues a pesar de la crisis financiera internacional, los bancos seguían incrementando sus ganancias.

Cuadro 49: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción del Sector Bancario

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
BCP	30/03/2007	-0.07%	-0.08%	2.39%	2.24%
BCP	28/03/2008	-2.06%	-1.38%	3.19%	-0.25%
BCP	26/03/2010	11.12%	0.15%	0.30%	11.57%
Continental	31/03/2009	1.77%	-3.28%	-6.18%	-7.69%
Continental	30/03/2010	1.35%	1.74%	2.60%	5.69%
RAA Promedio		2.42%	-0.57%	0.46%	2.31%

Elaboración propia

Al examinar los RAA (ver Cuadro 50) alrededor de los anuncios de reducción del sector industrial encontramos los siguientes resultados: (i) solo tres anuncios (de Cementos Lima) presentan reacciones negativas durante los once días del periodo de análisis, el resto de anuncios está rodeado de RAA positivos y negativos alternadamente; (ii) Los anuncios de Pacasmayo solo presentan reacciones negativas en el periodo (-5, -2), es decir, dos días antes de efectuarse el anuncio, sin embargo, son seguidos de reacciones positivas que finalmente terminan acumulando un rendimiento positivo para todo el periodo; (iii) la cantidad de anuncios de reducción asociados con RAA negativos son insuficientes como para obtener resultados que se puedan generalizar a todo el sector.

Cuadro 50: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción del Sector Industrial

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Cementos Lima	24/04/2001	-0.68%	-0.03%	-0.09%	-0.80%
Cementos Lima	26/06/2001	-0.62%	5.53%	-0.77%	4.14%
Cementos Lima	31/10/2001	0.43%	0.30%	0.57%	1.30%
Cementos Lima	25/01/2006	0.32%	-1.96%	-1.90%	-3.54%
Cementos Lima	23/07/2008	0.05%	-4.54%	8.89%	4.40%
Cementos Lima	22/10/2008	-2.14%	3.40%	-0.27%	0.99%
Cementos Lima	22/04/2009	-3.24%	-0.13%	-1.17%	-4.54%
Cementos Lima	22/07/2009	0.30%	1.45%	-0.29%	1.46%
Cementos Lima	28/10/2009	-2.79%	-7.38%	-6.33%	-16.50%
Cementos Lima	20/01/2010	-0.81%	0.14%	-0.08%	-0.75%
C. Pacasmayo	26/02/2002	0.91%	7.84%	-0.36%	8.39%
C. Pacasmayo	28/10/2003	-0.43%	0.60%	0.11%	0.28%
C. Pacasmayo	28/09/2004	-0.23%	0.35%	-0.16%	-0.04%
C. Pacasmayo	19/09/2006	-0.86%	1.12%	0.98%	1.24%
C. Pacasmayo	27/10/2009	0.73%	0.26%	-0.85%	0.14%
RAA Promedio		-0.60%	0.46%	-0.11%	-0.25%

Elaboración propia

De los 27 anuncios de reducción (ver Cuadro 51) efectuados por las empresas del sector minero solo doce(44%) presentan reacciones negativas del precio de las acciones tanto a nivel de sub periodos como para los once días del periodo total, lo cual es insuficiente para una generalización de los resultados.

Cuadro 51: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción del Sector Minero

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Atacocha	31/05/2005	1.40%	0.55%	0.55%	2.50%
Atacocha	28/08/2007	-0.04%	-1.09%	-1.92%	-3.06%
Atacocha	27/05/2008	-10.84%	0.58%	-7.83%	-18.09%
Buenaventura	26/03/2004	2.14%	-0.46%	4.79%	6.48%
Buenaventura	28/10/2004	4.16%	-2.00%	-0.34%	1.82%
Buenaventura	26/10/2007	-0.11%	0.42%	9.26%	9.57%
Buenaventura	27/03/2008	-17.00%	-0.52%	-9.04%	-26.56%
Buenaventura	27/03/2009	-7.74%	-5.37%	-19.98%	-33.09%
Milpo	28/10/2005	17.18%	8.64%	26.03%	51.84%
Milpo	06/04/2006	-4.28%	6.17%	5.51%	7.40%
Milpo	25/02/2008	-2.58%	-1.06%	1.73%	-1.91%
Milpo	29/05/2008	-0.38%	-2.58%	-3.26%	-6.22%
Milpo	28/08/2008	-3.89%	-2.11%	-1.74%	-7.74%
Milpo	26/03/2010	5.54%	3.05%	-0.26%	8.33%
Volcan	22/10/2009	-1.64%	-0.13%	-3.60%	-5.37%
Volcan	26/10/2010	9.72%	-9.32%	-3.38%	-2.99%
Southern	25/07/2001	-2.98%	0.15%	3.04%	0.22%
Southern	16/11/2001	11.94%	6.14%	1.63%	19.71%
Southern	29/01/2002	-8.18%	-2.33%	0.65%	-9.86%
Southern	25/04/2002	-27.98%	-28.10%	-26.55%	-82.63%
Southern	11/07/2003	0.78%	1.22%	2.74%	4.74%
Southern	24/01/2008	-3.56%	10.11%	-2.98%	3.56%
Southern	30/10/2008	26.41%	6.29%	-11.65%	21.05%
Southern	29/01/2009	-2.94%	-10.28%	4.68%	-8.54%
Southern	23/04/2009	-1.50%	-3.28%	2.49%	-2.29%
Southern	15/07/2009	2.00%	10.19%	5.75%	17.93%
Southern	19/10/2009	3.62%	1.61%	-2.69%	2.53%
RAA Promedio		-0.40%	-0.50%	-0.98%	-1.88%

Elaboración propia

El análisis de los anuncios de reducción del sector servicios(ver Cuadro 52) pone de manifiesto lo siguiente:(i) solo 9 de 22 anuncios presentan reacciones negativas y significativas en dos o más sub periodos consecutivos; (ii) las reacciones más significativas ocurren dos días antes del anuncio, es decir, en el periodo (-5, -2); (iii) los pocos anuncios consistentes con la teoría no permiten una generalización de los resultados a todo el sector servicios.

Cuadro 52: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción del Sector Servicios

Empresa	Dividendo	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Edegel	24/07/2001	-0.16%	2.64%	-4.15%	-1.67%
Edegel	18/10/2001	-1.48%	0.12%	-0.26%	-1.62%
Edegel	27/03/2002	0.49%	0.38%	0.80%	1.67%
Edegel	18/07/2002	-1.36%	-1.06%	0.56%	-1.85%
Edegel	17/10/2002	-3.35%	-0.71%	0.04%	-4.02%
Edegel	21/03/2003	-0.58%	-1.32%	2.00%	0.10%
Edegel	20/10/2004	1.17%	0.14%	1.15%	2.46%
Edegel	17/03/2005	-3.21%	-4.45%	-3.40%	-11.06%
Edegel	21/07/2005	-5.33%	2.74%	-0.31%	-2.89%
Edegel	18/10/2007	0.21%	0.14%	-0.28%	0.08%
Edegel	25/07/2008	-2.51%	0.81%	0.00%	-1.71%
Edegel	26/03/2010	2.99%	0.73%	5.64%	9.37%
Luz del Sur	19/07/2001	-0.91%	-1.10%	-0.69%	-2.69%
Luz del Sur	18/10/2001	-4.45%	-0.30%	3.48%	-1.27%
Luz del Sur	22/05/2002	-1.76%	-0.68%	2.55%	0.10%
Luz del Sur	18/03/2004	1.07%	3.94%	0.39%	5.40%
Luz del Sur	01/06/2004	1.22%	-1.63%	-0.54%	-0.94%
Luz del Sur	01/12/2004	-0.32%	-0.09%	0.46%	0.05%
Luz del Sur	01/06/2005	-0.51%	-1.98%	3.22%	0.73%
Luz del Sur	01/09/2005	-0.39%	-0.59%	0.35%	-0.63%
Luz del Sur	22/03/2006	-0.37%	-1.06%	0.35%	-1.08%
Telefónica	26/03/2001	-10.02%	11.77%	-2.17%	-0.42%
RAA Promedio		-1.34%	0.38%	0.42%	-0.54%

Elaboración propia

(c) Análisis de los anuncios sin cambio

Durante el periodo 2001-2010 se hicieron públicos en el mercado un total de 10 comunicados (ver Cuadro 53) en los que se anunciaba que el monto de dividendos a entregar era igual al entregado en similar periodo del año anterior. Estos anuncios fueron hechos por seis de las doce empresas cuyas políticas de dividendos se analizan en la presente investigación. En todos los casos puede observarse que los precios de las acciones presentan reacciones positivas o negativas durante los once días alrededor del anuncio. Este comportamiento *no* es consistente con la teoría que dice que si se anuncia un dividendo similar al del periodo anterior se está informando implícitamente al mercado que la situación futura de la empresa continuará igual, por ende, no debería generarse ninguna reacción en el precio de las acciones.

Cuadro 53: Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios sin cambio de todos los sectores

Empresa	Dividendo	RAA(-5,-2)	RAA(-1,1)	RAA(2,5)	RAA(-5,5)
BCP	30/03/2001	0.87%	1.94%	2.01%	4.81%
Cementos Lima	08/02/2002	-0.56%	-0.24%	3.39%	2.59%
Cementos Lima	19/07/2006	-3.15%	2.93%	0.05%	-0.18%
Buenaventura	30/10/2008	0.16%	4.89%	-3.63%	1.42%
Volcan	04/10/2007	3.89%	2.77%	-0.53%	6.13%
Volcan	27/03/2008	1.59%	-1.66%	-3.02%	-3.09%
Edegel	19/07/2007	-1.64%	-1.00%	0.32%	-2.32%
Luz del Sur	01/09/2004	0.92%	-0.32%	0.49%	1.09%
Luz del Sur	16/11/2005	1.18%	1.12%	-2.40%	-0.10%
Luz del Sur	16/11/2006	-1.34%	0.40%	-3.23%	-4.16%

Elaboración propia

8.1.3 Análisis de los Rendimientos Anormales Promedios

En este punto se analizan los Rendimientos Anormales Promedio tanto Acumulados (RAA) y Simples (RAS) de cada sector y según tipo de anuncio. Para tal fin, se promediaron los rendimientos anormales ocurridos en cada periodo y en cada sesión, respectivamente. El objetivo es determinar en cuál de los sectores se presenta las reacciones más significativas y acordes con lo que sostiene la teoría.

En el caso de los anuncios de incremento (ver Cuadros 54 y 55) pueden observarse los siguientes resultados: (a) destacan las acciones del sector bancario que acumulan reacciones positivas desde el día anterior al anuncio hasta cinco días después del mismo generando en promedio un rendimiento acumulado de 1.60% para los once días alrededor del anuncio. En el resto de sectores se aprecia alternadamente reacciones positivas y negativas acumuladas de poca significación; (b) a nivel diario las reacciones positivas más significativas también pertenecen a las acciones del sector bancario.

Respecto a los anuncios de reducción (ver Cuadros 56 y 57) se pueden destacar dos hechos concretos: (a) los anuncios realizados por las empresas del sector minero son los únicos que están asociados a reacciones negativas durante los once días del periodo de análisis; (b) las reacciones negativas en el precio de las acciones del sector minero se producen el día mismo del anuncio y el día inmediato posterior.

Finalmente, ninguno de los anuncios sin cambio (ver Cuadros 58 y 59) de los sectores analizados cumple con lo que sostiene la teoría, pues en todos se observa algún tipo de reacción, positiva o negativa, en el precio de las acciones

Cuadro 54: Rendimientos Anormales Acumulados Promedios por sector de los anuncios de incremento (N=141)

Sector	Periodo			
	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Bancario	-0.50%	0.32%	1.78%	1.60%
Industrial	-0.13%	0.98%	-0.28%	0.57%
Minero	-0.07%	-0.29%	1.19%	0.84%
Servicios	0.51%	-0.07%	-0.42%	0.03%

Elaboración propia

Cuadro 55: Rendimientos Anormales Simples Promedios por sector de los anuncios de incremento (N=141)

Sesión	Sector			
	Bancario	Industrial	Minero	Servicios
-5	-0.09%	-0.08%	-0.10%	0.28%
-4	-0.12%	-0.17%	-0.16%	0.02%
-3	-0.12%	-0.18%	0.41%	0.14%
-2	-0.17%	0.30%	-0.23%	0.03%
-1	0.09%	0.64%	-0.19%	-0.18%
0	0.32%	-0.19%	0.01%	-0.13%
1	-0.09%	0.52%	-0.11%	0.22%
2	1.37%	-0.32%	0.22%	0.08%
3	0.38%	0.09%	0.82%	-0.07%
4	-0.14%	-0.15%	0.59%	-0.40%
5	0.16%	0.10%	-0.43%	0.01%

Elaboración propia

Cuadro 56: Rendimientos Anormales Acumulados Promedios por sector de los anuncios de reducción (N=69)

Sector	Periodo			
	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Bancario	2.42%	-0.57%	0.46%	2.31%
Industrial	-0.60%	0.46%	-0.11%	-0.25%
Minero	-0.40%	-0.50%	-0.98%	-1.88%
Servicios	-1.34%	0.38%	0.42%	-0.54%

Elaboración propia

Cuadro 57: Rendimientos Anormales Simples Promedios por sector de los anuncios de reducción (N=69)

Sesión	Sector			
	Bancario	Industrial	Minero	Servicios
-5	2.32%	-0.14%	-0.30%	-0.61%
-4	0.11%	-0.02%	-0.25%	-0.22%
-3	-0.74%	0.00%	-0.31%	-0.37%
-2	0.73%	-0.45%	0.46%	-0.17%
-1	-0.61%	0.35%	0.16%	-0.36%
0	0.35%	-0.50%	-0.12%	0.18%
1	-0.30%	0.25%	-0.55%	0.56%
2	-0.94%	0.37%	-0.50%	-0.07%
3	0.51%	0.01%	0.19%	-0.07%
4	0.47%	-0.18%	0.41%	0.23%
5	0.42%	-0.27%	-1.08%	0.32%

Elaboración propia

Cuadro 58: Rendimientos Anormales Acumulados Promedios por sector de losanuncios sin cambio (N=10)

Sector	Periodo			
	(-5,-2)	(-1,1)	(2,5)	(-5,5)
Bancario	0.87%	1.94%	2.01%	4.81%
Industrial	-1.86%	1.34%	1.72%	1.21%
Minero	1.88%	2.00%	-2.39%	1.49%
Servicios	-0.22%	0.05%	-1.21%	-1.37%

Elaboración propia

Cuadro 59: Rendimientos Anormales Simples Promedios por sector de losanuncios sin cambio (N=10)

Sesión	Sector			
	Bancos	Industrial	Minero	Servicios
-5	1.43%	-0.26%	-2.73%	-0.48%
-4	-2.15%	-0.24%	3.98%	0.01%
-3	0.36%	-1.11%	-1.56%	0.06%
-2	1.23%	-0.25%	2.20%	0.19%
-1	-0.83%	0.25%	1.41%	-0.45%
0	2.42%	0.03%	0.79%	0.24%
1	0.35%	1.06%	-0.21%	0.26%
2	1.64%	0.66%	-2.75%	0.15%
3	-0.13%	-0.09%	2.48%	-0.18%
4	-0.17%	-0.51%	0.36%	0.42%
5	0.67%	1.66%	-2.48%	-1.59%

Elaboración propia

8.2 PRUEBAS DE HIPÓTESIS

El objetivo general del presente trabajo es: “*comprobar el cumplimiento de la teoría del contenido informativo de los dividendos para la realidad financieraperuana*”²⁴. ¿Qué sostiene la teoría? Que los precios de las acciones reaccionan en el mismo sentido que el dividendo. ¿Cómo comprobar que estas aseveraciones se cumplen? Investigando si existe la suficiente evidencia empírica a favor de lo que sostiene la teoría.

¿Qué se ha hecho hasta este punto? Primero, se seleccionó una muestra de 220 anuncios de dividendos efectuados por las empresas más representativas listadas en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2001-2010 y se les clasificó como anuncios de incremento, anuncios de reducción y anuncios sin cambio, pues se supone que la reacción del precio es diferente para cada tipo de anuncio. En segundo lugar, se determinó que para analizar la reacción del precio de las acciones se utilizaría el Método de Estudio de Eventos con una ventana de estimación de 60 días y una ventana de análisis de 11 días.

En tercer lugar, se recopilaron datos de los rendimientos diarios de cada acción y del mercado. Luego, se efectuaron los cálculos y estimaciones de acuerdo al siguiente orden: (a) se aplicó regresión por Mínimos Cuadrados para calcular los parámetros α y β del Modelo de Mercado, lo cual se hizo para cada tipo de anuncio; (b) con la ecuación del Modelo de Mercado se estimaron los rendimientos diarios del periodo $[-5, 5]$ para cada tipo de anuncio; (c) al comparar los rendimientos realmente ocurridos con los rendimientos estimados por el Modelo de Mercado se obtuvieron los Rendimientos Anormales Simples RAS para cada día del periodo $[-5, 5]$; (d) con los RAS se calcularon los Rendimientos Anormales Acumulados RAA para los periodos $[-5, -2]$, $[-1, 1]$, $[2, 5]$ y $[-5, 5]$. El objeto de esta división es medir la reacción del precio de la acción: antes, durante y después del anuncio, así como la reacción en todo el periodo, (e) se calcularon los RAS y los RAA promedio de cada sector.

²⁴ Ver capítulo 1, acápite 1.5.1

En quinto lugar, con la información obtenida se efectuó el análisis de los Rendimientos Anormales de cada tipo de anuncio, obteniéndose ciertos resultados parciales que constituyen la evidencia empírica que se utilizara para contrastar las hipótesis de la investigación.

¿Qué corresponde hacer ahora? En esta parte de la investigación se deben hacer dos cosas; como primer punto, se deben presentar las pruebas que validaron la confiabilidad estadística del Modelo de Mercado como estimador. Dichas pruebas fueron realizadas antes de proceder a efectuar cualquier cálculo, y son claves para confiar en las estimaciones de los rendimientos teóricos en la ventana de análisis. ¿Por qué razón? Porque el cálculo de los Rendimientos Anormales, sobre los que se basa la investigación, depende de los rendimientos realmente ocurridos en el mercado (que es un dato) y de los rendimientos estimados por el Modelo de Mercado (que es una estimación).

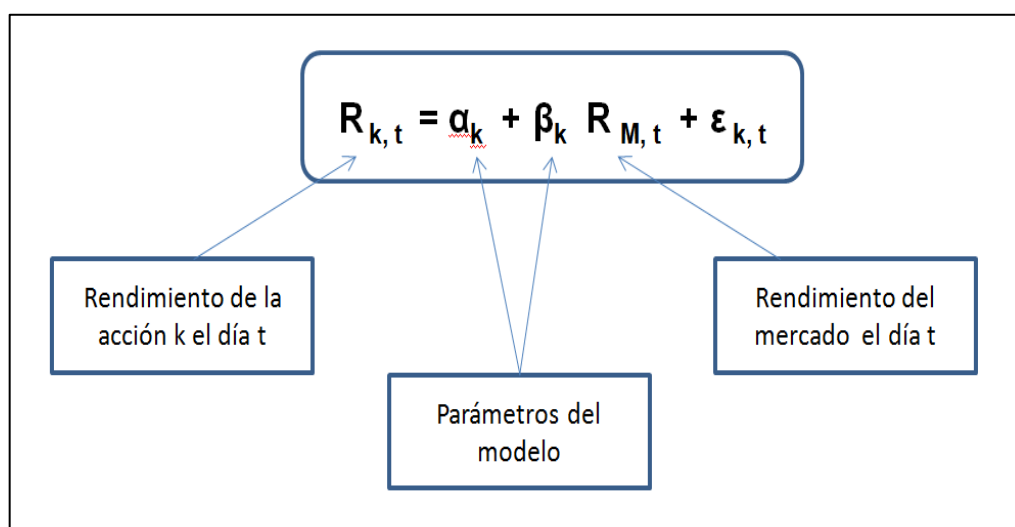
Como segundo punto, se deben efectuar las pruebas que permitan determinar si las evidencias empíricas obtenidas apoyan o rechazan las hipótesis planteadas al inicio de la investigación, es decir, se deberá aplicar el procedimiento científico conocido como prueba de hipótesis.

8.2.1 Validación del Modelo de Mercado como estimador

El Modelo de Mercado²⁵ es un modelo estadístico que relaciona linealmente el rendimiento de un activo financiero con el rendimiento de la cartera de mercado. Para el caso de la presente investigación, los activos son las acciones de las empresas cuyos anuncios de dividendos se encuentran bajo análisis; y el rendimiento del mercado está representado por el rendimiento de la cartera del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL). En la práctica, los datos diarios de ambas variables pueden obtenerse revisando la información que presenta el Boletín Diario de la Bolsa de Valores de Lima.

La ecuación básica del Modelo (ver Figura 2) incorpora adicionalmente dos parámetros importantes: α representa el rendimiento del activo no explicado por el rendimiento del mercado, y β muestra la sensibilidad del rendimiento del activo ante cambios en el rendimiento del mercado. Además, se tiene el valor de ϵ que representa la parte del rendimiento del activo que no es explicada por el modelo y que se debe a otros factores que no son contemplados por el modelo.

Figura 2: La ecuación del Modelo de Mercado



Elaboración propia

²⁵Llamado también Modelo de Sharpe o Modelo de un factor.

¿Cómo saber si es válido aplicar el Modelo de Mercado a la presente investigación? En primer término, se deberá probarla confiabilidad estadística del modelo analizando la relación entre la variable dependiente (rendimiento de la acción) y la variable independiente (rendimiento del mercado) a través de los indicadores de dispersión y relación de las regresiones efectuadas. Luego se deberá probar que los coeficientes α y β del Modelo de Mercado son diferentes de cero, y por tanto, determinan que la variable dependiente (el rendimiento de la acción) sea explicada por la variable independiente (el rendimiento del mercado) tal como lo indica el Modelo de Mercado. Para lograr este objetivo se aplicará el estadístico de prueba F que permitirá determinar si las varianzas de ambas variables son iguales. Para nuestro caso se debe probar que si existe una diferencia entre las variaciones, y que estas son reflejadas por los coeficientes α y β . Este punto es clave porque se estaría demostrando que los precios de las acciones no reaccionan necesariamente en la misma magnitud que lo hace el mercado y por ende, sus variaciones no tienen que ser iguales.

Antes de efectuar las pruebas mencionadas, es conveniente resaltar que después de 49 años de su presentación académica, el Modelo de Mercado sigue vigente. En la práctica, β es usado como un indicador del riesgo sistemático por las más prestigiosas empresas de inversiones en el mundo. Asimismo, investigadores como Gauna en Argentina; Pastor, Gonzales, Espitia y Ruiz en España; y Maquieira en Chile, han utilizado el Modelo para calcular los Rendimientos Anormales y analizar la reacción del precio de las acciones.

¿Existen otros modelos alternativos al Modelo de Mercado? Si, sobretodo modelos más complejos como el Modelo de Valuación de Activos (CAPM) y el Modelo de Fijación de los Precios de Arbitraje (APT). La aplicación práctica de ambos modelos se complica debido a una dificultad básica: no existe consenso respecto a algunas variables incorporadas por cada modelo. Por ejemplo, ¿Qué tasa libre de riesgo se debe considerar si se aplica el CAPM en el Perú?, o ¿Cuál es el conjunto correcto de factores a considerar si se aplica el APT?²⁶

²⁶Stephen Ross. Finanzas Corporativas. Pág. 325

A continuación, se consignan las principales estadísticas de los parámetros del Modelo de Mercado (ver Cuadros 60 y 61) tanto para los anuncios de incremento y reducción, respectivamente. En el caso de las regresiones hechas para los anuncios de incremento puede observarse que el coeficiente β promedio de las 141 observaciones de la muestra es de 0.5993, con una desviación estándar de 0.5962. Dicho promedio puede considerarse significativo pues incluye valores altos y bajos de una muestra relativamente grande. Cabe destacar que en el 66% de los casos analizados el coeficiente beta es significativo, observándose mayores betas en el periodo 2005-2010. Asimismo, los betas más altos corresponden a las acciones de las empresas mineras, lo cual confirma su mayor sensibilidad ante los cambios en el rendimiento del mercado (ver Anexos 7A, 7B, 7C y 7D).

De otro lado, la media del coeficiente de correlación muestra que el 35.11% de la variabilidad de los rendimientos de las acciones se explica por la variación de los rendimientos de la cartera de mercado. A nivel específico los valores más altos del coeficiente de correlación se producen en el periodo 2007-2010, que coincide con el periodo de turbulencias generada por la crisis financiera norteamericana que afectaron a los mercados de valores mundiales. Al examinar las desviaciones estándar se nota poca dispersión de los rendimientos de ambas variables respecto a sus medias. Esta señal es importante para la validación estadística del Modelo de Mercado, pues confirma en la práctica una relación lineal consistente entre la variable independiente y la variable dependiente.

En base a los resultados obtenidos se puede inferir que el Modelo de Mercado muestra la existencia de una relación entre las variables en estudio, así como un bajo nivel de dispersión de las observaciones, lo cual lo hace relevante para ser utilizado en la presente investigación.

Cuadro 60: Estadística descriptiva de las regresiones hechas con el Modelo de Mercado para los anuncios de incremento (N=141)

	α	β	R	R ²	R ² ajustado
Media	0.0002	0.5993	0.3511	0.1718	0.1571
Máximo	0.0090	2.3525	0.7967	0.6347	0.6284
Mínimo	-0.0192	-0.9029	0.0077	0.0001	-0.0172
Desviación Estándar	0.0034	0.5962	0.2212	0.1726	0.1759
Error típico	0.0003	0.0502	0.0186	0.0145	0.0148

Elaboración en base a los datos de los Anexos 7A, 7B, 7C y 7D

Cuadro 61: Estadística descriptiva de las regresiones hechas con el Modelo de Mercado para los anuncios de reducción (N=69)

	α	β	R	R ²	R ² ajustado
Media	0.0017	0.5554	0.3289	0.1675	0.1533
Máximo	0.1101	1.7870	0.8907	0.7933	0.7898
Mínimo	-0.0150	-0.1807	0.0099	0.0001	-0.0171
Desviación Estándar	0.0137	0.4933	0.2454	0.2001	0.2035
Error típico	0.0016	0.0594	0.0295	0.0241	0.0245

Elaboración en base a los datos de los Anexos 8A y 8B

Corresponde ahora, aplicar el estadístico de prueba F que permitirá determinar si las varianzas de ambas variables son iguales. A esta prueba también se le denomina *Análisis de Varianza*²⁷. Para nuestro caso se probará que si existe una diferencia entre las variaciones, y que estas son reflejadas por los coeficientes α y β . La información requerida para aplicar la Prueba F es la siguiente:

Cuadro 62: Información para el Análisis de Varianza de las variables del Modelo de Mercado aplicado a anuncios de incremento y reducción

<p>(1)</p> <p>Hipótesis nulaH_0</p> <p>Hipótesis alternativaH_1</p>	<p><i>“El rendimiento del mercado (V. independiente) no explica el rendimiento de la acción (V. dependiente), por tanto, los parámetros α y β son igual a cero”.</i></p> <p style="text-align: center;">$H_0: \alpha = \beta = 0$</p> <hr/> <p><i>“El rendimiento del mercado (V. independiente) si explica el rendimiento de la acción (V. dependiente), por tanto, los parámetros α y β son diferentes de cero”.</i></p> <p style="text-align: center;">$H_0: \alpha \neq \beta \neq 0$</p>
<p>(2)</p> <p>Nivel de significancia</p>	<p>0.05, que equivale a un nivel de confianza de 95%.</p>
<p>(3)</p> <p>Estadístico de prueba</p>	<p>Se aplicara la prueba “F” de Fisher a cada una de las regresiones hechas con el Modelo de Mercado. Donde F se calcula mediante la siguiente fórmula:</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 10px; margin: 10px auto; width: fit-content;"> $F = \frac{\text{Media de los cuadrados de la regresión}}{\text{Media de los cuadrados de los residuos}}$ </div>
<p>(4)</p> <p>Región de rechazo</p>	<p>Si el F calculado es mayor al valor critico de F, se rechaza la hipótesis nula.</p>

²⁷ Douglas Lind. Estadística para Administración y Economía. Pág. 426

Los resultados del Análisis de Varianza (ver Anexos 9 y 10) efectuados a cada una de las regresiones (141 y 69 respectivamente) muestran un alto porcentaje de casos en los que se rechaza la hipótesis nula. Por tanto, se concluye que si hay diferencia en las variaciones de las variables del Modelo de Mercado y que tanto α como β tienen un valor diferente de cero que refleja esta diferencia.

Cuadro 63: Resultado del Análisis de Varianza para anuncios de incremento (N=141 regresiones)

	F calculado \geq F critico	F calculado < F critico	Total
Regresiones	122	19	141
Conclusión	Rechazar Ho	Aceptar Ho	
% del total	86.52%	13.48%	100.00%

Elaboración en base a los datos de los Anexos 9A, 9B, 9C y 9D.

Cuadro 64: Resultado del Análisis de Varianza para anuncios de reducción (N= 69 regresiones)

	F calculado \geq F critico	F calculado < F critico	Total
Regresiones	55	14	69
Conclusión	Rechazar Ho	Aceptar Ho	
% del total	79.71%	20.29%	100.00%

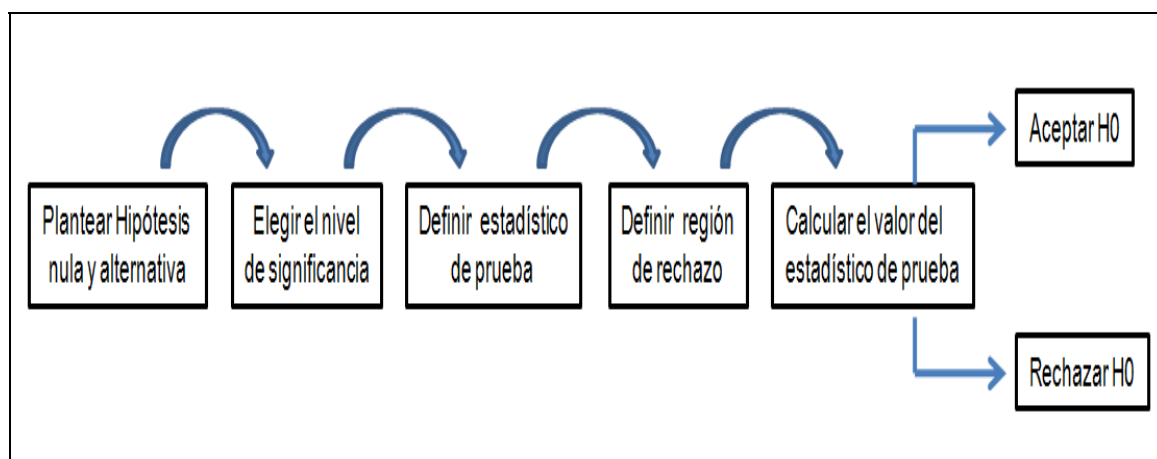
Elaboración en base a los datos de los Anexos 10A y 10B

8.2.2 Prueba de Hipótesis final

Toda hipótesis planteada debe ser sometida a prueba o escrutinio empírico para determinar si es apoyada o refutada de acuerdo a lo que el investigador observa, desde luego, no se acepta una hipótesis a través de un estudio, sino que se aporta evidencia en su favor o en su contra. Por cierto, mientras más investigaciones apoyen una hipótesis, más credibilidad tendrá ésta; y por supuesto, será válida para el contexto (lugar, tiempo y sujetos u objetos) en el cual se comprobó.

Pero, ¿Qué significa una Prueba de Hipótesis? Para la presente investigación se toma como referencia la definición de Douglas Lind que dice que: *“una prueba de hipótesis es el procedimiento basado en la evidencia muestral y la teoría de la probabilidad que se emplea para determinar si la hipótesis es una afirmación razonable”*²⁸. Lind propone además un proceso de cinco pasos (ver Figura 3) que será aplicado para probar si la evidencia empírica apoya las hipótesis planteadas sobre cada tipo de anuncio de dividendo.

Figura 3: El proceso de la prueba de hipótesis



Fuente: Estadística para Administración y Economía de Douglas A. Lind. Pág. 316

²⁸ Douglas Lind. Estadística para Administración y Economía. Pág. 411

(a) PRUEBA DE HIPÓTESIS PARA LOS ANUNCIOS DE INCREMENTO

Paso 1: Plantear la hipótesis nula (H_0) y la hipótesis alternativa (H_1)

Hipótesis nula: “La media (μ) de los Rendimientos Anormales Acumulados es menor o igual a cero”. $H_0: \mu \leq 0$

Hipótesis alternativa: “La media de los Rendimientos Anormales Acumulados es mayor a cero”. $H_1: \mu > 0$

Paso 2: Elegir el nivel de significancia

Se utilizará el nivel de significancia 0.05 que representa el riesgo de rechazar la hipótesis nula cuando, en realidad, es verdadera. Este nivel equivale a un nivel de confianza de 95% de que la hipótesis nula sea verdadera.

Paso 3: Definir el estadístico de prueba

Para nuestro caso se utilizara el estadístico Z cuya fórmula es:

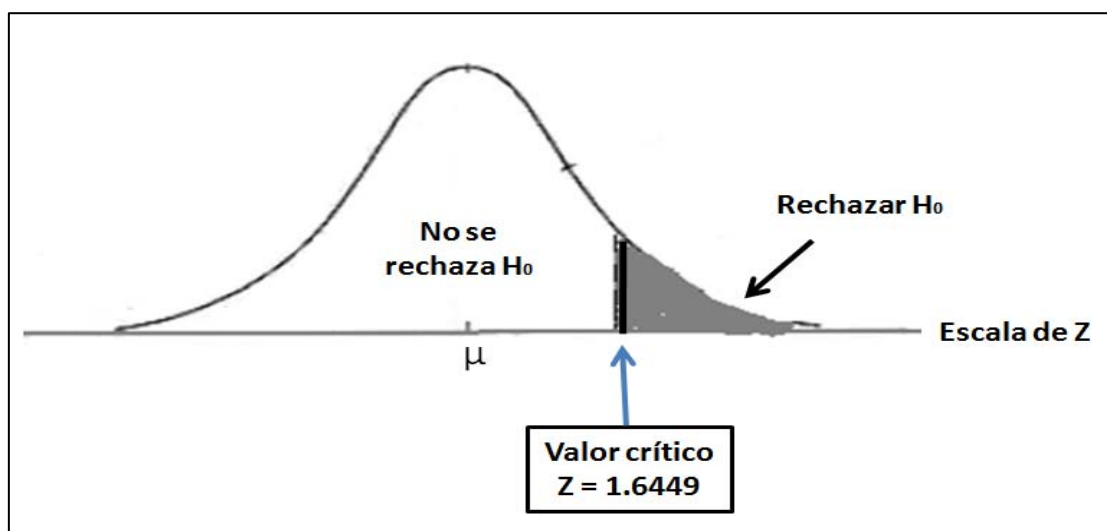
$$Z = \frac{\bar{X} - \mu}{\sigma / \sqrt{n}}$$

El estadístico Z permite la transformación de los datos de las rentabilidades anormales a unidades estándar (valores Z). De esta manera se puede determinar si la diferencia (número de desviaciones estándar) entre la media muestral y la media poblacional es estadísticamente significativa.

Paso 4: Definir la región de rechazo

Debido a que la hipótesis alternativa respecto a los anuncios de incremento establece una dirección, se emplea una prueba de una cola con nivel de significancia 0.05, en cuyo gráfico, la región de rechazo se ubica a la derecha del valor crítico $Z = 1.6449$ (ver Figura 4). ¿Qué representa $[1.6449 - \mu]$? Representa la máxima distancia que se puede desviar la media muestral de la media poblacional para aun no rechazarse la hipótesis nula.

Figura 4: Región de rechazo de H_0 para los anuncios de incremento



Elaboración propia

La *regla de decisión* es rechazar la hipótesis nula si el valor calculado de Z se ubica a la derecha del valor crítico de Z , caso contrario, no se puede rechazar la hipótesis nula si Z se ubica al lado izquierdo de dicho valor.

Paso 5: Calcular el valor del estadístico de prueba y tomar la decisión de aceptar o rechazar la hipótesis nula

Los resultados de la prueba de hipótesis (ver Cuadro 65) a la que fueron sometidos los Rendimientos Anormales Acumulados *RAA* de los 141 anuncios de incremento son los siguientes:

Cuadro 65: Prueba Z para los Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de incremento al 95% de confianza (N=141)

RAA	Media	Desviación estándar	Error típico	Z calculado	Z crítico
(-5,-2)	0.0973%	4.0588%	0.3418%	0.2845	1.6449
(-1,1)	0.0202%	3.2967%	0.2776%	0.0727	1.6449
(2,5)	0.4558%	4.5090%	0.3797%	1.2002	1.6449
(-5,5)	0.5732%	7.7734%	0.6546%	0.8756	1.6449

Elaboración propia

Puede observarse que las medias de los *RAA* de cada periodo no son tan significativas como para hablar de una reacción positiva evidente del precio de las acciones. De otro lado, las fuertes desviaciones estándar muestran una dispersión significativa de los datos, lo cual confirma el comportamiento irregular de la reacción de los precios. Puesto que los valores calculados de Z no caen en la región de rechazo, no se rechaza la Hipótesis Nula. De modo que se concluye que “la media de los Rendimientos Acumulados de los anuncios de incremento es menor o igual a cero”. Según Lind, “no poder rechazar la hipótesis nula no es lo mismo que probar que es verdadera”²⁹, pues el análisis no demostró que la hipótesis nula sea verdadera. Solo demostró que no hubo la evidencia suficiente para confirmar que la media de los Rendimientos Acumulados es mayor a cero, tal como lo sostiene la teoría. En otras palabras, que la reacción de los precios de las acciones es positiva cuando se anuncia un incremento en el monto de los dividendos.

²⁹ Lind. Op.cit. Pág. 345

(b) PRUEBA DE HIPÓTESIS PARA LOS ANUNCIOS DE REDUCCIÓN

Paso 1: Planteamos la hipótesis nula (H_0) y la hipótesis alternativa (H_1)

Hipótesis nula: “La media (μ) de los Rendimientos Anormales Acumulados es mayor o igual a cero”. $H_0: \mu \geq 0$

Hipótesis alternativa: “La media de los Rendimientos Anormales Acumulados es menor a cero”. $H_1: \mu < 0$

Paso 2: Elegimos el nivel de significancia

Se utilizará el nivel de significancia 0.05 que representa el riesgo de rechazar la hipótesis nula cuando, en realidad, es verdadera.

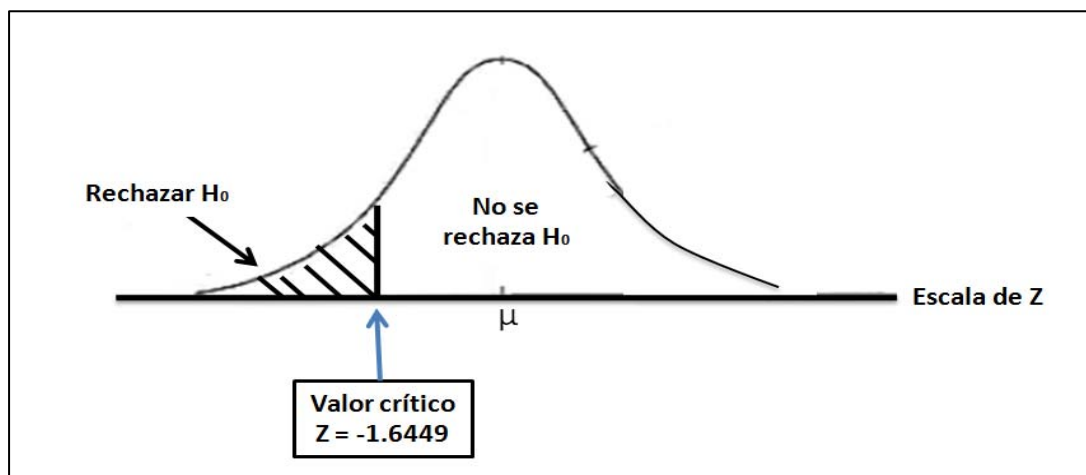
Paso 3: Definimos el estadístico de prueba

Se utilizara el estadístico Z cuya fórmula se mencionó anteriormente.

Paso 4: Definimos la región de rechazo

Para el caso de los anuncios de reducción definimos la región de rechazo como el área ubicada a la izquierda del valor crítico $Z = -1.6449$ correspondiente a una prueba de una cola con nivel de significancia 0.05.

Figura 5: Región de rechazo de H_0 para los anuncios de reducción



Elaboración propia

Paso 5: Calculamos el valor del estadístico de prueba y tomar la decisión de aceptar o rechazar la hipótesis nula

La muestra analizada corresponde a 69 anuncios que representaron una reducción en el monto de los dividendos respecto al dividendo anunciado en similar periodo anterior. Los resultados de la prueba de hipótesis (ver Cuadro 66) a la que fueron sometidos los Rendimientos Anormales Acumulados RAA de estos 69 anuncios son los siguientes:

Cuadro 66: Prueba Z para los Rendimientos Anormales Acumulados de los anuncios de reducción al 95% de confianza (N=69)

RAA	Media	Desviación estándar	Error típico	Z calculado	Z crítico
(-5,-2)	-0.5401%	6.6772%	0.8038%	-0.6719	-1.6449
(-1,1)	-0.0139%	5.2306%	0.6297%	-0.0220	-1.6449
(2,5)	-0.2407%	6.2166%	0.7484%	-0.3216	-1.6449
(-5,5)	-0.7947%	14.5187%	1.7478%	-0.4547	-1.6449

Elaboración propia

Al igual que lo ocurrido con los anuncios de incremento, las medias de los Rendimientos Anormales Acumulados de cada periodo, no son tan significativas como para hablar de una reacción negativa evidente de los precios de las acciones. Asimismo, las altas desviaciones estándar muestran una dispersión significativa de los datos, lo cual es señal de un comportamiento irregular de la forma de reacción de los precios. También puede verse que los valores calculados de Z se ubican a la derecha del Z teórico y no caen en la región de rechazo, por tanto, no se puede rechazar la Hipótesis Nula. La conclusión es: *no existe la evidencia suficiente para confirmar que la media de los Rendimientos Acumulados es menor a cero*, tal como lo sostiene la teoría. En otras palabras, que la reacción de los precios de las acciones es negativa cuando se anuncia una reducción en el monto de los dividendos.

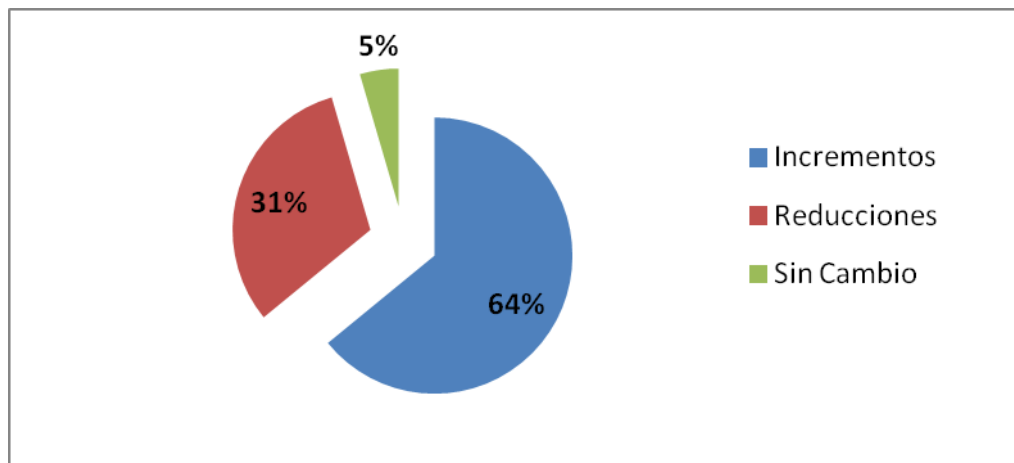
8.3 PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

Como cuestión previa, conviene recordar que los análisis y pruebas efectuados se han centrado en determinar si los precios de las acciones reaccionan en la misma dirección que el anuncio de dividendos. Para tal fin, se analizaron 141 anuncios de incrementos, 69 anuncios de reducciones y 10 anuncios sin cambio; siendo los dos primeros los que necesariamente deberían probarse, debido a que la teoría se centra en los cambios en los dividendos y no así en los anuncios sin cambio.

Los resultados obtenidos de la contrastación empírica, de la teoría con la realidad, son los siguientes:

- En los 220 anuncios examinados en el periodo 2001-2010 se observa una clara predominancia de los anuncios de incremento. (ver Figura 6).

Figura 6: Participación porcentual según tipo de anuncio.

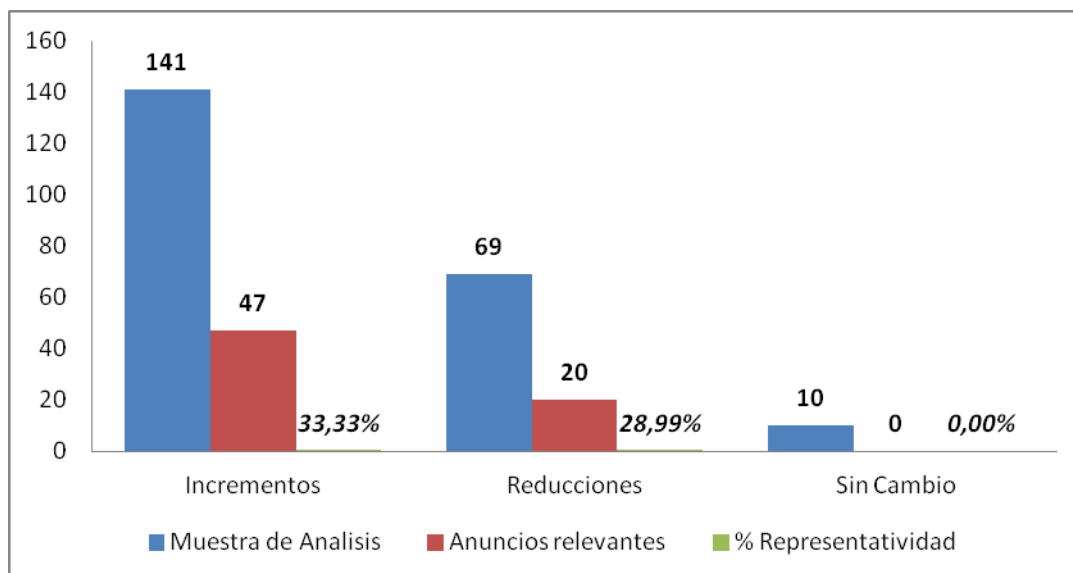


Elaboración propia

- La mayoría de anuncios de incremento se dieron en el periodo 2003-2007, periodo relacionado con una situación favorable del entorno. Por el contrario, la mayoría de anuncios de reducción ocurrieron en los periodos 2001-2002 y 2008-2009, relacionados con entornos desfavorables.

- A nivel sectorial, el mayor número de anuncios fue efectuado por las empresas del sector minero y del sector servicios, respectivamente. Tal hecho, obedece básicamente a la política de anunciar dividendos trimestrales que aplican dichas empresas. De otro lado, la mayor proporción de anuncios de incrementos por sector correspondió al sector bancario, cuyos anuncios de incrementos representaron el 68.42% del total de anuncios efectuados por dicho sector.
- El análisis de los Rendimientos Anormales Acumulados *RAA* puso de manifiesto que: (a) solo el 35.46% de los anuncios de incremento, el 39.13% de los anuncios de reducción, y ningún anuncio sin cambio, observan reacciones del precio en la dirección planteada por la teoría (ver Figura 7); (b) en el caso del sector minero se percibe una relación directa entre los anuncios de incremento, los periodos de alza del precio de los metales, y la reacción positiva del precio de las acciones.

Figura 7: Anuncios que cumplen con lo que sostiene la teoría



Elaboración propia

- A nivel de rendimientos anormales promedios tanto acumulados como simples, destacan las reacciones positivas y negativas de las acciones del sector bancario, tanto para los anuncios de incremento y los anuncios de reducción, respectivamente.
- Tanto las estadísticas descriptivas y los resultados del Análisis de Varianza de cada una de las regresiones confirmaron la validez estadística del Modelo de Mercado como estimador. En el primer caso, se encontraron valores significativos para el coeficiente β , lo cual es una muestra de su existencia como parámetro del modelo. Asimismo, los indicadores de correlación y la baja dispersión observada de los rendimientos respecto a sus medias, confirmaron en la práctica la existencia de una relación lineal consistente entre la variable independiente y la variable dependiente del modelo. Por otro lado, los resultados del Análisis de Varianza probaron que los coeficientes α y β del Modelo de Mercado son diferentes de cero, y por tanto, determinan que la variable dependiente (el rendimiento de la acción) sea explicada por la variable independiente (el rendimiento del mercado) tal como lo indica el Modelo de Mercado.
- La prueba de hipótesis aplicada a los Rendimiento Anormales Acumulados de los anuncios de incremento, al 95% de confianza, dio como resultado *la falta de evidencia suficiente para confirmar que la reacción de los precios es positiva cuando se anuncia un incremento en el monto de los dividendos*. Lo mismo sucedió con los resultados de la prueba de hipótesis aplicada a los anuncios de reducción. *Tampoco se encontró evidencia suficiente como para aseverar que ante un anuncio de reducción en el monto de los dividendos, los precios de las acciones reaccionan a la baja*.

CONCLUSIONES

Con el objetivo de comprobar el cumplimiento de la teoría del Contenido Informativo de los Dividendos en la realidad financiera peruana, se examinaron las reacciones de los precios de las acciones cada vez que se hizo público un anuncio de dividendos en el mercado de valores peruano. Para lograr este propósito se analizó una muestra compuesta por 220 anuncios de dividendos ocurridos durante el periodo 2001-2010. Las conclusiones que se obtuvieron en la presente investigación son las siguientes:

- (1) Banco de Crédito del Perú, Banco Continental, Compañía de Minas Buenaventura y Telefónica fueron las únicas empresas que mantuvieron políticas de dividendos estables durante el periodo de análisis. Entre las dos razones básicas que explican este comportamiento están; el hecho de pertenecer a Grupos Económicos consolidados y la posición de empresa dominante en el sector que opera.
- (2) Durante el periodo 2001-2010 predominaron los anuncios de incremento sobre los anuncios de reducción y los anuncios sin cambio, lo cual se debe básicamente a que de los diez años analizados, seis correspondieron a situaciones favorables en el entorno que incidieron positivamente en los resultados empresariales.
- (3) Solo el 35.46% y el 39.13%, de los anuncios de incremento y de los anuncios de reducción, respectivamente, observan reacciones del precio en la dirección planteada por la teoría. En tanto que ningún anuncio sin cambio cumple con la teoría. Estas cifras no son significativas como para una generalización de los resultados a toda la realidad financiera peruana.

- (4) Las pruebas de hipótesis al 95% de confianza confirmaron lo observado cuantitativamente: no existe la evidencia suficiente para aseverar que las reacciones del precio de las acciones van en el mismo sentido que el anuncio de dividendos efectuado.
- (5) Conclusión final: los resultados obtenidos no respaldan significativamente el cumplimiento de la Hipótesis del Contenido Informativo de los Dividendos para la realidad financiera peruana.

RECOMENDACIONES

- (1) Siguiendo la línea del estudio efectuado se sugiere investigar sobre los siguientes temas:
 - Cómo reaccionan los precios de las acciones cuando las empresas hacen público al mercado sus resultados empresariales.
 - Cómo se afecta la liquidez de las acciones cuando se anuncian dividendos en acciones.
 - Que sucede con el retorno del accionista cuando se anuncia una Oferta Pública de Adquisición.

- (2) A todos los que se relacionan académicamente con las Finanzas se les sugiere comprobar la aplicación práctica de las teorías financieras en la realidad, pues es la única forma de saber si un determinado planteamiento teórico puede ser utilizado, sobretodo, en una realidad financiera como la peruana que requiere de decisiones que mejoren el nivel de vida de la sociedad.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ARCAS, José (1994): “Reacción del precio de las acciones a la publicación de beneficios anuales: análisis empírico en el sector bancario”, Universidad de Zaragoza, Revista española de financiación y contabilidad, Vol. XXIV (78), pp. 181-201

BANCO DE CREDITO DEL PERU: Memoria Institucional 2001 – 2010.

BARRERA, Jorge (2006): “En el Perú se pueden modelar y predecir los rendimientos accionarios”. Revista Pensamiento Crítico; Numero 7, pp.157-172.

BVVA BANCO CONTINENTAL: Memoria Institucional 2001 – 2010.

BREALEY, Richard y MYERS, Stewart (2001): “Principios de Finanzas Corporativas”. Mc Graw Hill Interamericana. Quinta edición. Madrid

CAMPBELL, John. y MACKINLAY, Craig (1997). “The Econometrics of Financial Markets”.New Jersey, NJ: PrincetonUniversityPress.

CABALLERO, Alejandro (2000); “Metodología de la Investigación Científica”: Diseños con hipótesis explicativas”. Editorial UDEGRAF. Lima.

CASTILLO, Augusto; “Política de dividendos: el caso Chile”; Universidad de Chile; Revista de Administración y Economía; Edición 58 / 2005.

CEMENTOS LIMA S.A.A.: Memoria Institucional 2001 – 2010.

CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.: Memoria Institucional 2001 – 2010.

COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A.:Memoria Institucional. Años 2001 – 2010.

COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.:Memoria Institucional 2001 – 2010.

EDEGEL S.A.A.: Memoria Institucional 2001 – 2010.

EMERY, Douglas y FINNERTY, John (2000): "Administración Financiera Corporativa". PEARSON EDUCACION. Primera Edición. México DF.

ESPITIA, Manuel y Ruiz, JAVIER (1996): "El efecto informativo del anuncio de dividendos en el mercado de capitales español"; Universidad de Zaragoza, Investigaciones Económicas, Vol. XX (3), pp. 411-422.

FUENZALIDA, Darcy; MONGRUT, Samuel y NASH, Mauricio (2008): "Stock Splits en la Bolsa de Valores de Lima ¿Afectan el rendimiento y la liquidez de los títulos? Universidad ICESI de Chile. Revista Estudios Gerenciales; Vol. 24 (109); Octubre- Diciembre 2008. Pp. 11-36.

GAUNA, Diego (2008): "Anuncios de dividendos y contenido informativo: un análisis para firmas públicas argentinas", Universidad de Palermo, Palermo Business Review, Numero 1, pp. 73-86.

GONZALEZ, Francisco (1995): "La reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos: la evidencia empírica en el mercado español de valores"; Universidad de Oviedo, Investigaciones Económicas, Vol. XIX (2), pp. 249-268.

GORDON, M.J. (1959): "Dividends, earnings and stock prices". The Review of Economics and Statistics, Vol. 41 (mayo). pp. 99-105.

HERNANDEZ SAMPIERI, Roberto; FERNANDEZ-COLLADO; Carlos y BAPTISTA, Pilar (2006): "Metodología de la Investigación". Mc Graw Hill Interamericana. México DF.

INFORMACIÓN SOBRE EL CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS: Anexo a la Memoria Institucional de las empresas sujetas a análisis. Años 2005-2010

KHOTARI, S. P. y WARNER, Jerold (2006): "Econometrics of Event Studies". Working Paper. Center for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth. Holland.

LIND, Douglas; MARSHAL, William y MASON, Robert (2004): “Estadística para Administración y Economía”. Grupo editorial Alfa Omega. Onceava edición en español. Colombia.

LUZ DEL SUR S.A.A.: Memoria Institucional 2001 – 2010.

MACKINLAY, C. (1997): “Event Studies in Economics and Finance”. Princenton University. *Review Journal of Economic Literature*, 35 (1), 13-39.

MASCAREÑAS, Juan (2002): “La Política de Dividendos”. Documento de Trabajo. Universidad Complutense de Madrid. Versión de Junio.

MAQUIEIRA, Carlos y OSORIO, Desiré (2000): “Anuncios de cambios en pagos de dividendos y su impacto en la riqueza de los accionistas. Evidencia empírica en Chile”, Universidad de Chile, *Estudios de Administración*, Vol. 7(1)

PASTOR LLORCA, María Jesús (1999): “El Efecto Informativo del Anuncio de Dividendos en el Mercado Español”. Universidad de Alicante.

PASTOR LLORCA, M. J. (2000): “La respuesta del precio de las acciones a los cambios en la política de dividendos y sus factores determinantes: evidencia en el mercado español”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. España: Universidad de Santiago de Compostela, vol. 9, no. 4, pp. 81-92.

PRIEDE, Tiziana; PEREZ, Francisco y MORA, Jesús (1999): “La Política de dividendos como fuente de creación de valor para la empresa”. Universidad Europea. Documento de Trabajo 9/00. Trabajo de investigación realizado para la Bolsa de Madrid por Convenio de Cooperación Educativa. Madrid.

RASILLA ROVEGNO, Ricardo (2007). “Manual Práctico de Investigación Científica”. Editorial ALLISAR. Lima

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph y JAFFE, Jeffrey (2000): “Finanzas Corporativas”. McGraw Hill Interamericana. Quinta edición. México DF.

LÓPEZ ITURRIAGA, F.J. y RODRÍGUEZ SANZ, J. A. (1999). La decisión de dividendos en la empresa española: un contraste de teorías alternativas. *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*. España: Minerva y Asociación Científica de Economía y Dirección de la Empresa, no. 3, pp. 29-44. Disponible en: <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=195462>>, consultado en: abril del 2012.

SISTEMA ELEX (2000-2010). Bolsa de Valores de Lima. Magot & Asociados Sociedad Agente de Bolsa. Representante: Leoncio Altamirano.

SOUTERN PERU COOPER CORPORATION: Memoria Institucional. Años 2001 – 2009.

SOUTERN COOPER CORPORATION: Memoria Institucional. Año 2010.

TELEFONICA DEL PERU S.A.A.: Memoria Institucional 2001-2010

TELEFONICA S.A.A.: Memoria Institucional 2008-2010

TORRES BARDALES, Colonibol (1994): “Metodología de la Investigación Científica”. Editorial San Marcos. Primera Edición. Lima

TORRES BARDALES, Colonibol (1998): “El Proyecto de Investigación Científica”. Herrera Editores. Segunda Edición. Lima

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.: Memoria Institucional 2001 – 2010.

WWW.BVL.COM.PE/INF_CORPORATIVA11600.HTML: Nemónico y listado de las acciones en la Bolsa de Valores de Lima

WONG, Adrian; BLANCO, Mónica y VILLALPANDO; Paula (2007): “La paradoja de los dividendos”. Universidad Autónoma de Nuevo León. Revista de divulgación científica Ciencia UANL, abril-junio. Volumen: X-002, pp. 175-182.

ZORRILLA, Santiago y SILVESTRE, José (2001): “Diccionario de Economía”. Editorial Limusa. Segunda edición. México DF

ANEXOS

ANEXO 1: *¿Cómo se aplica EventStudy?*

EventStudy, también conocido como Estudio de eventos o Estudio de sucesos es un método utilizado por muchos investigadores en el mundo para medir el impacto de un suceso determinado en el precio de las acciones. Para aplicarlo se deben seguir los siguientes pasos:

Paso 1: *Definir los elementos de análisis*

Conceptos	Definición
(a) Evento: suceso que se debe analizar y que ocurre en una fecha determinada	Cada anuncio de dividendos publicado en el Boletín Diario de la Bolsa de Valores de Lima.
(b) Ventana del Evento: periodo anterior y posterior al anuncio que se analizan para determinar si existen rendimientos anormales que incorporen cierta información al mercado	Para cada anuncio de dividendos se toma como fecha central la fecha de publicación del anuncio (sesión 0) y se analizan los 5 días anteriores y los 5 días posteriores a dicha fecha, es decir, el periodo (-5, 5).
(c) Ventana de Estimación: periodo de referencia usado para determinar los parámetros del Modelo de Mercado, que servirán a su vez para estimar los precios de las acciones en ausencia del evento	Los 60 días previos al periodo (-5, 5), es decir, el intervalo (-65, -6).

La selección de una ventana relativamente amplia tanto en los días previos como en los días posteriores a la fecha del anuncio, se realiza para determinar si existe algún tipo de filtración de información antes del anuncio, y para analizar si se presenta un retardo en la difusión de información al mercado después del anuncio.

Paso 2: Determinar los parámetros α y β del Modelo de Mercado

$$R_{k,t} = \alpha_k + \beta_k R_{M,t}$$

Dónde: $R_{k,t}$ es el rendimiento de la empresa k en el momento t ; y $R_{M,t}$ es el rendimiento del mercado en el día t (medido a través de la variación del IGBVL). Para nuestro caso, los parámetros del modelo se determinan por Mínimos Cuadrados usando como datos los rendimientos diarios ocurridos en el intervalo (-65, -6).

Paso 3: Estimar los rendimientos esperados en el periodo de análisis

Con la ecuación del Modelo de Mercado se estiman los rendimientos esperados para el periodo (-5,5), que representan los rendimientos diarios que la acción debería haber tenido en ausencia del evento.

$$E(R_{k,t}) = \alpha_k + \beta_k R_{M,t}$$

Dónde: $E(R_{k,t})$ es el rendimiento esperado de la empresa k en el momento t ; y $R_{M,t}$ es el rendimiento del mercado en el día t (medido a través de la variación del IGBVL).

Paso 4: Calcular los Rendimientos Anormales Simples (RAS)

Se dice que existen rendimientos anormales o excesos de rendimiento cuando existe una diferencia significativa entre el rendimiento realmente ocurrido en el mercado y el rendimiento que teóricamente se espera en ausencia del evento, es decir, cuando la diferencia entre ambos rendimientos es diferente de cero.

$$\text{RAS}_{k,t} = R_{k,t} - (\alpha_k + \beta_k R_{M,t}) \neq 0 \quad t=(-5,5)$$

Dónde: $\text{RAS}_{k,t}$ es el rendimiento anormal (en exceso o en defecto) de la acción K el día t; $R_{k,t}$ es el retorno realmente obtenido por la acción K el día t; y el paréntesis representa el retorno esperado según el modelo de mercado (sin darse ningún hecho destacado).

La Rentabilidad Anormal existe

$$R_{k,t} - (\alpha_k + \beta_k R_{M,t}) \neq 0$$

$$R_{k,t} - (\alpha_k + \beta_k R_{M,t}) > 0$$

$$R_{k,t} - (\alpha_k + \beta_k R_{M,t}) < 0$$

$$R_{k,t} - (\alpha_k + \beta_k R_{M,t}) = 0$$

Paso 5: Calcular los Rendimientos Anormales Acumulados (RAA)

Se calculan las Rentabilidades Anormales Acumuladas (RAA) sumando las rentabilidades anormales diarias ocurridas entre dos sesiones distintas. Para el caso de la *presente investigación se calculan las RAA de los periodos (-5, -2), (-1, 1), (2, 5) y (-5, 5) con el fin de analizar la reacción de los precios de las acciones antes, durante y después del anuncio.*

Paso 6: Calcular los Rendimientos Anormales Promedios (RAP)

Se identifican los cambios significativos ocurridos en las rentabilidades anormales calculadas y se comprueba si los precios de las acciones reaccionan en el sentido que plantea la teoría. Es decir, ante un anuncio de incremento en el monto de los dividendos, los precios de las acciones reaccionan al alza. Lo contrario sucede con los anuncios de reducción.

Paso 7: Efectuar la Prueba de Hipótesis

Se aplica el procedimiento de la prueba de hipótesis a fin de comprobar si la media de los rendimientos anormales resulta como lo sostiene la teoría. Para ello deben plantearse las hipótesis nula y alternativa respectivamente.

ANEXO 2: Sucesos Económicos, Políticos y Sociales que afectaron a la Bolsa de Valores de Lima 2001 - 2002

	2001	2002
Enero	Reserva Federal (FED) baja su tasa de referencia a 6% (alivio recesión)	Moody's y S&P mejoran calificación de riesgo del Perú.
Febrero		
Marzo		
Abril	Resultados de la primera vuelta electoral generan incertidumbre.	
Mayo	Suben los precios de los metales.	
Junio	Alejandro Toledo elegido presidente en segunda vuelta.	Problemas Enron -Worldcom. Crisis en Arequipa por privatizaciones.
Julio		
Agosto	Dificultades económicas en Argentina	
Setiembre	Ataque terrorista en Estados Unidos.	
Octubre		Inicio tendencia alcista en la BVL.
Noviembre		FED baja su tasa de referencia a 2%.
Diciembre	Crisis social y política en Argentina.	Suben precios de metales básicos.
Resumen	Inestabilidad económica, política y social afectan a la BVL. El Índice General IGBVL disminuye 2.64%.	Solidez en indicadores económicos y mejora del riesgo país influyen en el incremento del IGVBL en 18.32%.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Informe Mensual 2001-2002

ANEXO 3: Sucesos Económicos, Políticos y Sociales que afectaron a la Bolsa de Valores de Lima 2003 - 2004

	2003	2004
Enero		Alza precios de metales
Febrero		Alza precios de metales
Marzo		Alza precios de metales
Abril	Alza precios de metales genera ola compradora de acciones mineras.	China anuncia desaceleración del crecimiento de su economía.
Mayo		
Junio	FED baja tasa referencial a 1%.	FED sube su tasa referencial a 1.25%.
Julio	Alza precios de metales	FED sube su tasa referencial a 1.50%.
Agosto	Alza precios de metales	Precio del Petróleo sube.
Setiembre	Alza precios de metales	FED sube su tasa referencial a 1.75%.
Octubre	Alza precios de metales	FED sube su tasa referencial a 2.00%.
Noviembre	Alza precios de metales	
Diciembre	Gobierno aprueba el ITF. Riesgo país disminuye a 312 puntos básicos.	FED sube su tasa a 2.25%. Riesgo país en 2.17%.
Resumen	Buen año para la BVL. El IGBVL crece en 74.93%.	Buen año para la BVL. El IGBVL crece en 52.37%.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Informe Mensual 2003-2004

ANEXO 4: Sucesos Económicos, Políticos y Sociales que afectaron a la Bolsa de Valores de Lima 2005 - 2006

	2005	2006
Enero		Precios metales suben por expansión economía mundial.
Febrero		Alza precios de metales. El día 15 el DOW JONES supera los 11,000 puntos.
Marzo		Alza precios metales. Día 13 Petróleo sube a US\$ 62 (Conflicto USA-IRAN)
Abril		Alza precios metales. Petróleo en US\$ 70. Inestabilidad electoral en Perú.
Mayo		Alza precios metales. Día 10 FED sube tasa a 5%. Baja de Bolsas mundiales.
Junio		Alan García presidente. 25: FED sube tasa a 5.25%. Bajan Bolsas mundiales.
Julio	(7 julio) Atentado terrorista Londres. Revaluación del Yuan.	Petróleo en US\$ 77. Banco Central de Japón sube su tasa a 0.25% (de 0%).
Agosto	Precio Petróleo supera los US\$ 60.	24 Agosto Tensiones por Programa Nuclear Irán-Corea.
Setiembre	Riesgo País (EMBI+ Perú) en 1.34%.	
Octubre		29 Octubre Lula reelegido en Brasil
Noviembre		
Diciembre	FED eleva tasa a 4.25%. BVL cae días 12-19 por encuestas elecciones presidenciales. Precio de metales cae.	Exoneración a ganancias bursátiles se amplía hasta 2009. Riesgo País en 1.18%. Petróleo cierra año en US\$ 61
Resumen	Buen año para la Bolsa. IGBVL crece 29.43%. Continúa expansión de economía mundial aun con el incremento del precio del petróleo.	Año favorable para la BVL por alza precios metales y por estabilidad económica. IGBVL crece 168%.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Informe Mensual 2005-2006

ANEXO 5: Sucesos Económicos, Políticos y Sociales que afectaron a la Bolsa de Valores de Lima 2007 - 2008

	2007	2008
Enero	Alza precios metales y expectativas favorables hacen subir el IGBVL.	IGBVL cae afectado por señales de recesión USA.
Febrero	Alza precios metales y expectativas favorables hacen subir el IGBVL.	IGBVL sube por inesperada demanda de metales industriales.
Marzo	16: Incumplimiento pagos créditos SUBPRIME despierta temores.	
Abril		
Mayo	Alza precios metales hasta mediados de Mayo. Fin de mes: Caída Bolsa China afecta a mercados. IGBVL cae.	
Junio	Día 4: China sube impuesto ganancias en Bolsa de 0.1% a 0.3%.	
Julio	Día 24: IGBVL Máximo Nivel Histórico (23,789.75). Fin Tendencia Alcista.	Bolsa empieza tendencia definida a la baja.
Agosto	Sismo en Ica. Comportamiento errático precio metales. Crisis Hipotecaria USA afecta a Bolsas.	
Setiembre	FED baja tasa a 4.75%.	Caída significativa de la BVL.
Octubre	Oro alcanza máximo en 28 años.	Día 27: Nivel más bajo del IGBVL.
Noviembre	Crisis Hipotecaria USA y caída precios metales afectan IGBVL (cae 15.9%)	
Diciembre	Petróleo sube a US\$ 96. FED baja tasa a 4.25%. IGBVL sigue cayendo.	Día 14: Anuncio Plan Estimulo Obama impulsa cotizaciones a nivel mundial.
Resumen	Año difícil para la Bolsa por escenario internacional desfavorable a partir de Julio. IGBVL crece 36.02%.	La crisis financiera internacional perturbó el desempeño de las bolsas en todo el mundo. IGBVL cae 59.73%.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Informe Mensual 2007-2008

ANEXO 6: Sucesos Económicos, Políticos y Sociales que afectaron a la Bolsa de Valores de Lima 2009 - 2010

	2009	2010
Enero	Escaso movimiento bursátil por secuela crisis financiera internacional.	
Febrero		Problemas de deuda en Grecia.
Marzo	Signos de recuperación principales economías. Rebote del Mercado.	
Abril	Fuerte presión compradora.	
Mayo	Fuerte presión compradora.	Altos niveles de déficit y deuda afectan rating de bonos soberanos de España y Portugal.
Junio	Corrección a la baja en el mercado.	Los cotizaciones de los metales básicos bajan pero el oro y la plata suben
Julio	Alzas y bajas en el mercado.	Resultados empresas norteamericanas generarebote de Bolsas mundiales.
Agosto	Alzas y bajas en el mercado.	Operación 14.76% acciones MILPOC1
Setiembre	Alzas y bajas en el mercado.	
Octubre		Operación 11.29% acciones VOLCABC1
Noviembre	Precios del Zinc y el cobre al alza.	Dificultades en Irlanda afecta a Bolsas.
Diciembre	Mercado con altibajos por aprobación impuesto a ganancias de capital y por alzas cotizaciones zinc, estaño y cobre. Perú recibe grado de inversión.	Aprobación Plan Rescate Irlanda y noticias favorables sobre USA y China hacen subir la mayoría de mercados bursátiles. BVL al alza.
Resumen	La Crisis financiera global continuó afectando a los mercados. Paulatinamente regreso la calma y el optimismo. El IGBVL sube 100.99%.	Fortalecimiento de indicadores macroeconómicos del Perú y superación parcial efectos crisis financiera mundial propician recuperación del Mercado de Valores peruano. El IGBVL sube 64.99%.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Informe Mensual 2009-2010

ANEXO 7A: Estadística descriptiva del Modelode Mercado aplicados a anuncios de incremento

N	Empresa	Dividendo	α	β	R	R ²	R ² ajustado
1	BCP	27/03/2002	0.0016	0.1614	0.0486	0.0024	-0.0148
2	BCP	28/03/2003	0.0028	0.0378	0.0343	0.0012	-0.0160
3	BCP	26/03/2004	0.0013	0.1068	0.1408	0.0198	0.0029
4	BCP	31/03/2005	0.0014	0.2941	0.1814	0.0329	0.0162
5	BCP	31/03/2006	0.0000	0.2977	0.3390	0.1149	0.0996
6	BCP	31/03/2009	0.0009	0.0904	0.1633	0.0267	0.0099
7	Continental	13/03/2002	-0.0014	0.1202	0.0737	0.0054	-0.0117
8	Continental	18/03/2003	-0.0003	0.0064	0.0109	0.0001	-0.0171
9	Continental	25/03/2004	0.0015	0.0568	0.1414	0.0200	0.0031
10	Continental	31/03/2005	0.0018	-0.0483	0.0482	0.0023	-0.0149
11	Continental	27/03/2006	0.0010	0.1820	0.2698	0.0728	0.0568
12	Continental	30/03/2007	0.0013	0.5449	0.4158	0.1729	0.1586
13	Continental	27/03/2008	0.0017	0.4568	0.6997	0.4896	0.4808
14	C. Lima	29/10/2002	-0.0001	0.0219	0.0162	0.0003	-0.0170
15	C. Lima	29/01/2004	-0.0016	0.0880	0.1174	0.0138	-0.0032
16	C. Lima	27/10/2004	-0.0007	0.0503	0.1245	0.0155	-0.0015
17	C. Lima	26/04/2006	-0.0007	0.1589	0.1865	0.0348	0.0182
18	C. Lima	25/10/2006	0.0025	-0.1601	0.0994	0.0099	-0.0072
19	C. Lima	24/01/2007	0.0037	-0.0094	0.0077	0.0001	-0.0172
20	C. Lima	26/04/2007	0.0020	0.1791	0.1921	0.0369	0.0203
21	C. Lima	18/07/2007	0.0003	0.6662	0.6906	0.4769	0.4679
22	C. Lima	17/10/2007	0.0016	0.4691	0.6031	0.3637	0.3527
23	C. Lima	23/01/2008	-0.0003	0.1717	0.3620	0.1311	0.1161
24	C. Lima	23/04/2008	0.0001	0.3035	0.6390	0.4083	0.3981
25	C. Lima	21/04/2010	0.0027	0.4892	0.3619	0.1310	0.1160
26	C. Lima	21/07/2010	0.0005	0.4734	0.6809	0.4636	0.4544
27	C. Lima	20/10/2010	0.0012	0.7098	0.4986	0.2486	0.2357
28	Pacasmayo	07/12/2005	-0.0016	0.3354	0.2682	0.0719	0.0559
29	Pacasmayo	18/09/2007	-0.0013	0.6287	0.7168	0.5139	0.5055
30	Pacasmayo	27/03/2008	-0.0003	0.3220	0.6066	0.3679	0.3570
31	Pacasmayo	26/04/2010	0.0052	0.8789	0.4283	0.1834	0.1694
32	Pacasmayo	25/10/2010	0.0046	0.4100	0.2456	0.0603	0.0441
33	Atacocha	28/10/2003	-0.0027	-0.2141	0.0285	0.0008	-0.0164
34	Atacocha	16/03/2004	0.0081	0.9938	0.2296	0.0527	0.0364
35	Atacocha	29/11/2004	0.0073	0.5642	0.2213	0.0490	0.0326

ANEXO 7B: Estadística descriptiva del Modelode Mercado aplicados a anuncios de incremento (continua)

N	Empresa	Dividendo	α	β	R	R ²	R ² ajustado
36	Atacocha	29/11/2005	-0.0003	0.7523	0.4504	0.2029	0.1891
37	Atacocha	28/02/2006	0.0055	0.4590	0.2630	0.0692	0.0531
38	Atacocha	29/08/2006	0.0005	0.1901	0.2113	0.0447	0.0282
39	Atacocha	28/11/2006	0.0016	0.2556	0.1888	0.0356	0.0190
40	Atacocha	27/02/2007	0.0028	1.6875	0.5479	0.3002	0.2881
41	Buenaventura	28/10/2003	0.0016	1.7647	0.4114	0.1693	0.1549
42	Buenaventura	31/03/2005	-0.0019	0.8648	0.3001	0.0900	0.0744
43	Buenaventura	26/10/2005	0.0003	1.6400	0.4370	0.1909	0.1770
44	Buenaventura	30/03/2006	-0.0038	0.2464	0.2066	0.0427	0.0262
45	Buenaventura	30/10/2006	-0.0043	0.8867	0.4402	0.1938	0.1799
46	Buenaventura	28/03/2007	-0.0012	0.7654	0.4670	0.2181	0.2046
47	Buenaventura	29/10/2009	0.0049	1.4135	0.6298	0.3967	0.3863
48	Buenaventura	26/03/2010	-0.0009	1.4449	0.7028	0.4939	0.4852
49	Buenaventura	28/10/2010	0.0000	0.8971	0.4391	0.1928	0.1789
50	Milpo	28/10/2004	0.0017	0.9659	0.5050	0.2550	0.2422
51	Milpo	21/02/2005	0.0015	1.4868	0.5773	0.3332	0.3217
52	Milpo	20/05/2005	-0.0012	1.1832	0.5267	0.2774	0.2649
53	Milpo	20/10/2006	0.0020	1.2359	0.6241	0.3895	0.3790
54	Milpo	09/02/2007	-0.0025	1.6245	0.7455	0.5558	0.5481
55	Milpo	20/04/2007	-0.0017	1.2512	0.5975	0.3569	0.3459
56	Milpo	23/08/2007	-0.0061	1.7103	0.6724	0.4521	0.4427
57	Milpo	26/11/2009	0.0002	0.4143	0.4120	0.1698	0.1554
58	Volcan	19/10/2006	-0.0032	1.2207	0.5680	0.3227	0.3110
59	Volcan	03/04/2007	-0.0039	1.4596	0.7656	0.5861	0.5790
60	Volcan	04/07/2007	0.0038	1.2738	0.7632	0.5824	0.5752
61	Volcan	25/02/2010	-0.0006	1.0790	0.7967	0.6347	0.6284
62	Southern	27/02/2001	0.0026	0.1947	0.0962	0.0093	-0.0078
63	Southern	09/05/2001	0.0008	0.2751	0.1494	0.0223	0.0055
64	Southern	15/07/2002	0.0012	-0.0692	0.0212	0.0004	-0.0168
65	Southern	22/10/2002	-0.0005	-0.1227	0.0339	0.0012	-0.0161
66	Southern	30/01/2003	0.0002	0.4490	0.2142	0.0459	0.0294
67	Southern	08/05/2003	-0.0010	0.4215	0.2198	0.0483	0.0319
68	Southern	23/10/2003	0.0050	0.9033	0.2446	0.0598	0.0436
69	Southern	03/02/2004	0.0090	0.5955	0.2020	0.0408	0.0243
70	Southern	29/04/2004	-0.0080	2.2998	0.6096	0.3716	0.3607

ANEXO 7C: Estadística descriptiva del Modelode Mercado aplicados a anuncios de incremento (continua)

N	Empresa	Dividendo	α	β	R	R²	R² ajustado
71	Southern	22/07/2004	0.0036	1.7936	0.5644	0.3185	0.3068
72	Southern	21/10/2004	-0.0007	0.9870	0.3500	0.1225	0.1074
73	Southern	12/04/2005	0.0016	1.6743	0.4231	0.1790	0.1649
74	Southern	14/07/2005	-0.0030	2.1600	0.6049	0.3659	0.3550
75	Southern	20/10/2005	-0.0032	1.6495	0.4421	0.1954	0.1815
76	Southern	26/01/2006	0.0050	0.4491	0.3449	0.1190	0.1038
77	Southern	25/04/2006	0.0037	0.3069	0.2352	0.0553	0.0390
78	Southern	12/07/2006	-0.0060	1.2943	0.6548	0.4287	0.4189
79	Southern	26/10/2006	-0.0145	2.3525	0.3632	0.1319	0.1170
80	Southern	25/01/2007	-0.0019	0.9028	0.4680	0.2190	0.2055
81	Southern	26/04/2007	-0.0022	1.1712	0.4876	0.2378	0.2246
82	Southern	26/07/2007	0.0040	0.3794	0.4388	0.1925	0.1786
83	Southern	18/10/2007	0.0054	1.4037	0.7817	0.6111	0.6044
84	Southern	24/04/2008	0.0036	1.0414	0.6305	0.3975	0.3871
85	Southern	31/07/2008	-0.0192	-0.9029	0.1152	0.0133	-0.0037
86	Southern	28/01/2010	-0.0007	1.4282	0.7690	0.5914	0.5843
87	Southern	22/04/2010	-0.0001	1.9644	0.6857	0.4702	0.4610
88	Southern	22/07/2010	0.0021	1.8036	0.7637	0.5832	0.5760
89	Southern	27/10/2010	-0.0005	1.0684	0.5918	0.3502	0.3390
90	Edegel	17/07/2003	0.0030	0.6173	0.3325	0.1106	0.0952
91	Edegel	23/10/2003	0.0001	0.1369	0.0687	0.0047	-0.0124
92	Edegel	24/03/2004	0.0014	0.0324	0.0397	0.0016	-0.0156
93	Edegel	15/07/2004	0.0021	0.0492	0.0718	0.0052	-0.0120
94	Edegel	31/05/2006	-0.0039	0.4372	0.4035	0.1628	0.1484
95	Edegel	17/08/2006	-0.0039	0.5000	0.3747	0.1404	0.1256
96	Edegel	23/02/2007	0.0030	0.5927	0.2925	0.0856	0.0698
97	Edegel	31/03/2008	0.0003	0.3709	0.5679	0.3225	0.3108
98	Edegel	24/03/2009	0.0018	-0.0886	0.1075	0.0116	-0.0055
99	Edegel	16/07/2009	0.0005	0.0880	0.1093	0.0120	-0.0051
100	Edegel	15/10/2009	0.0017	0.0701	0.0732	0.0054	-0.0118
101	Edegel	08/07/2010	-0.0011	0.5107	0.4669	0.2180	0.2045
102	Edegel	21/10/2010	0.0024	0.4272	0.3469	0.1203	0.1052
103	Luz del Sur	22/03/2001	0.0015	0.4645	0.1673	0.0280	0.0112
104	Luz del Sur	26/04/2001	-0.0041	1.5358	0.4778	0.2283	0.2149
105	Luz del Sur	21/03/2002	0.0015	0.7604	0.2755	0.0759	0.0600

ANEXO 7D: Estadística descriptiva del Modelode Mercado aplicados a anuncios de incremento (continua)

N	Empresa	Dividendo	α	β	R	R ²	R ² ajustado
106	Luz del Sur	30/07/2003	0.0014	0.3426	0.2581	0.0666	0.0505
107	Luz del Sur	02/09/2003	-0.0001	0.7878	0.4326	0.1871	0.1731
108	Luz del Sur	06/10/2003	-0.0005	0.3758	0.2483	0.0616	0.0455
109	Luz del Sur	01/12/2003	-0.0024	-0.2756	0.1510	0.0228	0.0059
110	Luz del Sur	17/03/2005	-0.0004	0.0725	0.0881	0.0078	-0.0093
111	Luz del Sur	01/06/2006	-0.0055	0.2460	0.3137	0.0984	0.0828
112	Luz del Sur	01/09/2006	0.0006	0.0143	0.0105	0.0001	-0.0171
113	Luz del Sur	20/03/2007	0.0033	0.0312	0.0366	0.0013	-0.0159
114	Luz del Sur	01/06/2007	0.0008	0.3067	0.3573	0.1277	0.1126
115	Luz del Sur	04/09/2007	-0.0026	0.4202	0.3925	0.1541	0.1395
116	Luz del Sur	05/11/2007	-0.0003	0.3933	0.6217	0.3865	0.3760
117	Luz del Sur	25/03/2008	-0.0010	0.1437	0.2384	0.0568	0.0406
118	Luz del Sur	03/06/2008	0.0005	0.0310	0.2916	0.0850	0.0019
119	Luz del Sur	27/08/2008	-0.0007	0.1929	0.2782	0.0774	0.0615
120	Luz del Sur	18/11/2008	0.0001	0.1975	0.5720	0.3272	0.3156
121	Luz del Sur	24/03/2009	-0.0012	0.0154	0.1255	0.0157	-0.0012
122	Luz del Sur	28/05/2009	0.0023	0.0421	0.0757	0.0057	-0.0114
123	Luz del Sur	19/08/2009	0.0016	0.1010	0.1696	0.0288	0.0120
124	Luz del Sur	24/03/2010	0.0031	0.1575	0.1579	0.0249	0.0081
125	Luz del Sur	27/05/2010	0.0009	0.2328	0.3336	0.1113	0.0960
126	Luz del Sur	01/09/2010	0.0010	0.0913	0.1058	0.0112	-0.0059
127	Luz del Sur	30/11/2010	0.0001	0.4956	0.5058	0.2559	0.2430
128	Telefónica	28/03/2003	-0.0004	1.1381	0.3216	0.1034	0.0880
129	Telefónica	18/06/2003	0.0014	0.8756	0.3268	0.1068	0.0914
130	Telefónica	30/04/2004	-0.0021	0.7453	0.3815	0.1456	0.1308
131	Telefónica	23/02/2005	0.0017	0.1295	0.0818	0.0067	-0.0104
132	Telefónica	28/02/2006	0.0005	-0.0084	0.0162	0.0003	-0.0170
133	Telefónica	27/09/2006	-0.0002	0.0960	0.0999	0.0100	-0.0071
134	Telefónica	10/05/2007	-0.0024	0.4302	0.3870	0.1498	0.1351
135	Telefónica	26/09/2007	0.0046	0.5781	0.6525	0.4258	0.4159
136	Telefónica	22/04/2008	-0.0021	0.3616	0.3697	0.1367	0.1218
137	Telefónica	24/09/2008	-0.0006	0.1943	0.1981	0.0393	0.0227
138	Telefónica	29/04/2009	-0.0020	0.4791	0.3764	0.1417	0.1269
139	Telefónica	23/07/2009	0.0006	0.4340	0.4830	0.2333	0.2200
140	Telefónica	28/04/2010	-0.0020	0.9919	0.6192	0.3834	0.3728

141	Telefónica	02/06/2010	-0.0040	1.2555	0.6039	0.3647	0.3537
-----	------------	------------	---------	--------	--------	--------	--------

ANEXO 8A: Estadística descriptiva del Modelode Mercado aplicados a anuncios de reducción

N	Empresa	Dividendo	α	β	R	R ²	R ² ajustado
1	BCP	30/03/2007	0.0001	0.0111	0.0206	0.0004	-0.0168
2	BCP	28/03/2008	0.0002	0.2147	0.5187	0.2691	0.2565
3	BCP	26/03/2010	-0.0013	0.0800	0.0889	0.0079	-0.0092
4	Continental	31/03/2009	0.0013	0.2991	0.4866	0.2367	0.2236
5	Continental	30/03/2010	-0.0023	0.4866	0.5189	0.2693	0.2567
6	C. Lima	24/04/2001	0.0003	0.1174	0.0866	0.0075	-0.0096
7	C. Lima	26/06/2001	0.0019	0.2969	0.2906	0.0844	0.0686
8	C. Lima	31/10/2001	-0.0009	-0.1807	0.1147	0.0132	-0.0039
9	C. Lima	25/01/2006	-0.0021	0.1675	0.1895	0.0359	0.0280
10	C. Lima	23/07/2008	-0.0079	0.3447	0.0565	0.0032	-0.0140
11	C. Lima	22/10/2008	0.0004	0.4035	0.5821	0.3389	0.3275
12	C. Lima	22/04/2009	0.0011	0.2684	0.2761	0.0762	0.0603
13	C. Lima	22/07/2009	0.0045	-0.0634	0.1005	0.0101	-0.0070
14	C. Lima	28/10/2009	0.0042	0.0099	0.0099	0.0001	-0.0171
15	C. Lima	20/01/2010	-0.0021	0.5660	0.5262	0.2769	0.2644
16	Pacasmayo	26/02/2002	-0.0004	0.7623	0.3300	0.1089	0.0935
17	Pacasmayo	28/10/2003	-0.0002	0.0589	0.0403	0.0016	-0.0156
18	Pacasmayo	28/09/2004	0.0011	-0.1227	0.1259	0.0158	-0.0011
19	Pacasmayo	19/09/2006	-0.0035	0.2682	0.1206	0.0145	-0.0025
20	Pacasmayo	27/10/2009	0.0009	0.1509	0.1395	0.0194	0.0025
21	Atacocha	31/05/2005	-0.0043	0.2817	0.1565	0.0245	0.0077
22	Atacocha	28/08/2007	-0.0032	0.8007	0.5351	0.2864	0.2741
23	Atacocha	27/05/2008	-0.0013	0.6426	0.2249	0.0506	0.0342
24	Buenaventura	26/03/2004	-0.0024	0.8066	0.3210	0.1030	0.0876
25	Buenaventura	28/10/2004	-0.0012	1.1140	0.4095	0.1677	0.1534
26	Buenaventura	26/10/2007	0.0054	1.2296	0.6872	0.4722	0.4631
27	Buenaventura	27/03/2008	0.0073	0.7035	0.5742	0.3297	0.3181
28	Buenaventura	27/03/2009	0.0032	1.1044	0.3419	0.1169	0.1017
29	Milpo	28/10/2005	-0.0150	0.4304	0.0260	0.0007	-0.0166
30	Milpo	06/04/2006	0.0015	0.9024	0.7617	0.5802	0.5730
31	Milpo	25/02/2008	-0.0019	1.2756	0.8907	0.7933	0.7898
32	Milpo	29/05/2008	0.0078	1.7870	0.6833	0.4669	0.4578
33	Milpo	28/08/2008	0.0023	1.2084	0.3663	0.1342	0.1193
34	Milpo	26/03/2010	-0.0017	0.5006	0.5362	0.2875	0.2753

35	Volcan	22/10/2009	0.0035	1.0296	0.6195	0.3838	0.3732
----	--------	------------	--------	--------	--------	--------	--------

ANEXO 8B: Estadística descriptiva del Modelode Mercado aplicados a anuncios de reducción (continua)

N	Empresa	Dividendo	α	β	R	R ²	R ² ajustado
36	Volcan	26/10/2010	-0.0045	1.5601	0.7885	0.6217	0.6152
37	Southern	25/07/2001	-0.0025	0.5277	0.4055	0.1644	0.1500
38	Southern	16/11/2001	-0.0032	0.4002	0.2037	0.0415	0.0250
39	Southern	29/01/2002	0.0036	0.7395	0.2645	0.0699	0.0539
40	Southern	25/04/2002	0.1101	18.8770	0.1214	0.0147	-0.0023
41	Southern	11/07/2003	-0.0003	0.5459	0.3220	0.1037	0.0882
42	Southern	24/01/2008	0.0016	1.1252	0.5674	0.3220	0.3103
43	Southern	30/10/2008	-0.0015	1.2559	0.7238	0.5239	0.5157
44	Southern	29/01/2009	0.0093	1.5474	0.6812	0.4640	0.4547
45	Southern	23/04/2009	-0.0036	1.5270	0.6842	0.4682	0.4590
46	Southern	15/07/2009	-0.0036	1.3357	0.7033	0.4946	0.4858
47	Southern	19/10/2009	0.0041	1.4830	0.7356	0.5411	0.5331
48	Edegel	24/07/2001	-0.0009	0.7453	0.5734	0.3288	0.3172
49	Edegel	18/10/2001	-0.0001	0.1951	0.2185	0.0478	0.0313
50	Edegel	27/03/2002	-0.0005	0.5646	0.3597	0.1294	0.1144
51	Edegel	18/07/2002	0.0016	0.3375	0.1974	0.0390	0.0224
52	Edegel	17/10/2002	0.0024	0.0537	0.0431	0.0019	-0.0153
53	Edegel	21/03/2003	0.0001	0.2950	0.2805	0.0787	0.0628
54	Edegel	20/10/2004	0.0017	-0.0141	0.0149	0.0002	-0.0170
55	Edegel	17/03/2005	0.0006	0.0412	0.0389	0.0015	-0.0157
56	Edegel	21/07/2005	-0.0006	0.5253	0.2752	0.0757	0.0598
57	Edegel	18/10/2007	-0.0015	0.9871	0.7890	0.6225	0.6159
58	Edegel	25/07/2008	0.0014	0.6333	0.3645	0.1329	0.1179
59	Edegel	26/03/2010	-0.0002	0.2492	0.2211	0.0489	0.0325
60	Luz del Sur	19/07/2001	0.0021	0.2659	0.1232	0.0152	-0.0018
61	Luz del Sur	18/10/2001	0.0015	0.3438	0.1731	0.0300	0.0132
62	Luz del Sur	22/05/2002	0.0025	0.4747	0.2218	0.0492	0.0328
63	Luz del Sur	18/03/2004	-0.0003	0.0617	0.0849	0.0072	-0.0099
64	Luz del Sur	01/06/2004	0.0031	-0.0286	0.0541	0.0029	-0.0143
65	Luz del Sur	01/12/2004	0.0003	0.1093	0.1971	0.0388	0.0223
66	Luz del Sur	01/06/2005	-0.0021	0.0738	0.0727	0.0053	-0.0119
67	Luz del Sur	01/09/2005	0.0010	0.1819	0.1520	0.0231	0.0063
68	Luz del Sur	22/03/2006	0.0010	0.0128	0.0340	0.0012	-0.0161
69	Telefónica	26/03/2001	-0.0012	0.9319	0.2485	0.0617	0.0456

ANEXO 9A: Análisis de Varianza de las variables del Modelo de Mercado aplicados a anuncios de incremento

N	Empresa	Dividendo	Media cuadrados Regresión	Media cuadrados Residuos	F	Valor crítico F	Decisión
1	BCP	27/03/2002	0.00007317	0.00053323	0.137	0.712	A
2	BCP	28/03/2003	0.00000375	0.00005476	0.068	0.794	A
3	BCP	26/03/2004	0.00013476	0.00011484	1.173	0.283	R
4	BCP	31/03/2005	0.00024151	0.00012240	1.973	0.165	R
5	BCP	31/03/2006	0.00225383	0.00029938	7.528	0.008	R
6	BCP	31/03/2009	0.00014984	0.00009435	1.588	0.213	R
7	Continental	13/03/2002	0.00003924	0.00012387	0.317	0.576	A
8	Continental	18/03/2003	0.00000012	0.00001709	0.007	0.934	A
9	Continental	25/03/2004	0.00003831	0.00003240	1.183	0.281	R
10	Continental	31/03/2005	0.00000651	0.00004815	0.135	0.714	A
11	Continental	27/03/2006	0.00079015	0.00017353	4.553	0.037	R
12	Continental	30/03/2007	0.00184608	0.00015230	12.122	0.001	R
13	Continental	27/03/2008	0.00728066	0.00013085	55.642	0.000	R
14	C. Lima	29/10/2002	0.00000091	0.00005956	0.015	0.902	A
15	C. Lima	29/01/2004	0.00008581	0.00010592	0.810	0.372	R
16	C. Lima	27/10/2004	0.00001425	0.00001560	0.913	0.343	R
17	C. Lima	26/04/2006	0.00064813	0.00030993	2.091	0.154	R
18	C. Lima	25/10/2006	0.00017688	0.00030561	0.579	0.450	R
19	C. Lima	24/01/2007	0.00000065	0.00018942	0.003	0.954	A
20	C. Lima	26/04/2007	0.00019523	0.00008781	2.223	0.141	R
21	C. Lima	18/07/2007	0.01109061	0.00020975	52.876	0.000	R
22	C. Lima	17/10/2007	0.00490008	0.00014782	33.148	0.000	R
23	C. Lima	23/01/2008	0.00061063	0.00006980	8.748	0.004	R
24	C. Lima	23/04/2008	0.00272229	0.00006802	40.023	0.000	R
25	C. Lima	21/04/2010	0.00141343	0.00016167	8.743	0.004	R
26	C. Lima	21/07/2010	0.00232514	0.00004638	50.129	0.000	R
27	C. Lima	20/10/2010	0.00215634	0.00011236	19.191	0.000	R
28	Pacasmayo	07/12/2005	0.00053553	0.00011912	4.496	0.038	R
29	Pacasmayo	18/09/2007	0.00695780	0.00011349	61.307	0.000	R
30	Pacasmayo	27/03/2008	0.00361666	0.00010712	33.763	0.000	R
31	Pacasmayo	26/04/2010	0.00469839	0.00036058	13.030	0.001	R
32	Pacasmayo	25/10/2010	0.00075209	0.00020193	3.725	0.059	R
33	Atacocha	28/10/2003	0.00007753	0.00163950	0.047	0.829	A

34	Atacocha	16/03/2004	0.01213939	0.00376122	3.228	0.078	R
35	Atacocha	29/11/2004	0.00167395	0.00056044	2.987	0.089	R

ANEXO 9B: Análisis de Varianza de las variables del Modelo de Mercado aplicados a anuncios de incremento (continua)

N	Empresa	Dividendo	Media cuadrados Regresión	Media cuadrados Residuos	F	Valor crítico F	Decisión
36	Atacocha	29/11/2005	0.00255114	0.00017282	14.761	0.000	R
37	Atacocha	28/02/2006	0.00600654	0.00139360	4.310	0.042	R
38	Atacocha	29/08/2006	0.00040301	0.00014862	2.712	0.105	R
39	Atacocha	28/11/2006	0.00034068	0.00015891	2.144	0.149	R
40	Atacocha	27/02/2007	0.01905547	0.00076584	24.882	0.000	R
41	Buenaventura	28/10/2003	0.00526710	0.00044572	11.817	0.001	R
42	Buenaventura	31/03/2005	0.00208867	0.00036391	5.739	0.020	R
43	Buenaventura	26/10/2005	0.00831857	0.00060773	13.688	0.000	R
44	Buenaventura	30/03/2006	0.00153354	0.00059276	2.587	0.113	R
45	Buenaventura	30/10/2006	0.00529026	0.00037942	13.943	0.000	R
46	Buenaventura	28/03/2007	0.00368447	0.00022771	16.180	0.000	R
47	Buenaventura	29/10/2009	0.02057715	0.00053962	38.133	0.000	R
48	Buenaventura	26/03/2010	0.01783167	0.00031499	56.610	0.000	R
49	Buenaventura	28/10/2010	0.00513176	0.00037040	13.855	0.000	R
50	Milpo	28/10/2004	0.00539447	0.00027171	19.854	0.000	R
51	Milpo	21/02/2005	0.00602783	0.00020794	28.988	0.000	R
52	Milpo	20/05/2005	0.00490172	0.00022014	22.266	0.000	R
53	Milpo	20/10/2006	0.01057564	0.00028575	37.010	0.000	R
54	Milpo	09/02/2007	0.01880295	0.00025910	72.570	0.000	R
55	Milpo	20/04/2007	0.00851152	0.00026437	32.195	0.000	R
56	Milpo	23/08/2007	0.06591063	0.00137705	47.864	0.000	R
57	Milpo	26/11/2009	0.00175848	0.00014829	11.859	0.001	R
58	Volcan	19/10/2006	0.01114056	0.00040321	27.629	0.000	R
59	Volcan	03/04/2007	0.01315468	0.00016015	82.139	0.000	R
60	Volcan	04/07/2007	0.04310705	0.00053283	80.902	0.000	R
61	Volcan	25/02/2010	0.00975277	0.00009677	100.785	0.000	R
62	Southern	27/02/2001	0.00007341	0.00013550	0.542	0.465	R
63	Southern	09/05/2001	0.00017104	0.00012919	1.324	0.255	R
64	Southern	15/07/2002	0.00000995	0.00038265	0.026	0.872	A
65	Southern	22/10/2002	0.00003222	0.00048212	0.067	0.797	A
66	Southern	30/01/2003	0.00060604	0.00021735	2.788	0.100	R
67	Southern	08/05/2003	0.00059568	0.00020231	2.944	0.092	R
68	Southern	23/10/2003	0.00131804	0.00035721	3.690	0.060	R

69	Southern	03/02/2004	0.00397674	0.00161156	2.468	0.122	R
70	Southern	29/04/2004	0.01996096	0.00058205	34.295	0.000	R

ANEXO 9C: Análisis de Varianza de las variables del Modelo de Mercado aplicados a anuncios de incremento (continua)

N	Empresa	Dividendo	Media cuadrados Regresión	Media cuadrados Residuos	F	Valor crítico F	Decisión
71	Southern	22/07/2004	0.01915624	0.00070657	27.112	0.000	R
72	Southern	21/10/2004	0.00529340	0.00065374	8.097	0.006	R
73	Southern	12/04/2005	0.00740266	0.00058522	12.649	0.001	R
74	Southern	14/07/2005	0.01940164	0.00057970	33.469	0.000	R
75	Southern	20/10/2005	0.00747727	0.00053079	14.087	0.000	R
76	Southern	26/01/2006	0.00345961	0.00044173	7.832	0.007	R
77	Southern	25/04/2006	0.00239254	0.00070446	3.396	0.070	R
78	Southern	12/07/2006	0.02870668	0.00065947	43.530	0.000	R
79	Southern	26/10/2006	0.03828958	0.00434386	8.815	0.004	R
80	Southern	25/01/2007	0.00600734	0.00036937	16.264	0.000	R
81	Southern	26/04/2007	0.00835036	0.00046157	18.091	0.000	R
82	Southern	26/07/2007	0.00343753	0.00024860	13.827	0.000	R
83	Southern	18/10/2007	0.04382167	0.00048085	91.134	0.000	R
84	Southern	24/04/2008	0.02375679	0.00062088	38.263	0.000	R
85	Southern	31/07/2008	0.00611558	0.00784418	0.780	0.381	R
86	Southern	28/01/2010	0.02025341	0.00024129	83.938	0.000	R
87	Southern	22/04/2010	0.02274233	0.00044185	51.471	0.000	R
88	Southern	22/07/2010	0.03354086	0.00041334	81.147	0.000	R
89	Southern	27/10/2010	0.00708790	0.00022674	31.261	0.000	R
90	Edegel	17/07/2003	0.00131449	0.00018229	7.211	0.009	R
91	Edegel	23/10/2003	0.00003026	0.00011000	0.275	0.602	A
92	Edegel	24/03/2004	0.00001269	0.00013883	0.091	0.763	A
93	Edegel	15/07/2004	0.00001490	0.00004961	0.300	0.586	A
94	Edegel	31/05/2006	0.00374993	0.00033238	11.282	0.001	R
95	Edegel	17/08/2006	0.00322300	0.00034029	9.471	0.003	R
96	Edegel	23/02/2007	0.00235303	0.00043364	5.426	0.023	R
97	Edegel	31/03/2008	0.00481457	0.00017441	27.605	0.000	R
98	Edegel	24/03/2009	0.00011079	0.00016345	0.678	0.414	R
99	Edegel	16/07/2009	0.00021785	0.00031048	0.702	0.406	R
100	Edegel	15/10/2009	0.00005334	0.00017049	0.313	0.578	R
101	Edegel	08/07/2010	0.00268734	0.00016624	16.166	0.000	R
102	Edegel	21/10/2010	0.00084102	0.00010601	7.934	0.007	R

103	Luz del Sur	22/03/2001	0.00044652	0.00026734	1.670	0.201	R
104	Luz del Sur	26/04/2001	0.00649912	0.00037886	17.154	0.000	R
105	Luz del Sur	21/03/2002	0.00155193	0.00032572	4.765	0.033	R

ANEXO 9D: Análisis de Varianza de las variables del Modelo de Mercado aplicados a anuncios de incremento (continua)

N	Empresa	Dividendo	Media cuadrados Regresión	Media cuadrados Residuos	F	Valor crítico F	Decisión
106	Luz del Sur	30/07/2003	0.00030805	0.00007441	4.140	0.046	R
107	Luz del Sur	02/09/2003	0.00115552	0.00008654	13.353	0.001	R
108	Luz del Sur	06/10/2003	0.00019567	0.00005135	3.810	0.056	R
109	Luz del Sur	01/12/2003	0.00013761	0.00010171	1.353	0.250	R
110	Luz del Sur	17/03/2005	0.00001448	0.00003189	0.454	0.503	A
111	Luz del Sur	01/06/2006	0.00120658	0.00019064	6.329	0.015	R
112	Luz del Sur	01/09/2006	0.00000228	0.00035363	0.006	0.936	A
113	Luz del Sur	20/03/2007	0.00000781	0.00010030	0.078	0.781	A
114	Luz del Sur	01/06/2007	0.00106253	0.00012515	8.490	0.005	R
115	Luz del Sur	04/09/2007	0.00286633	0.00027137	10.562	0.002	R
116	Luz del Sur	05/11/2007	0.00354341	0.00009696	36.545	0.000	R
117	Luz del Sur	25/03/2008	0.00075765	0.00021681	3.495	0.067	R
118	Luz del Sur	03/06/2008	0.00000321	0.00000314	1.022	0.334	R
119	Luz del Sur	27/08/2008	0.00046492	0.00009559	4.864	0.031	R
120	Luz del Sur	18/11/2008	0.00556689	0.00019734	28.210	0.000	R
121	Luz del Sur	24/03/2009	0.00003369	0.00003633	0.927	0.340	R
122	Luz del Sur	28/05/2009	0.00006447	0.00019291	0.334	0.565	A
123	Luz del Sur	19/08/2009	0.00023644	0.00013762	1.718	0.195	R
124	Luz del Sur	24/03/2010	0.00020819	0.00014042	1.483	0.228	R
125	Luz del Sur	27/05/2010	0.00043031	0.00005923	7.265	0.009	R
126	Luz del Sur	01/09/2010	0.00004353	0.00006628	0.657	0.421	R
127	Luz del Sur	30/11/2010	0.00218635	0.00010963	19.943	0.000	R
128	Telefónica	28/03/2003	0.00339724	0.00050785	6.689	0.012	R
129	Telefónica	18/06/2003	0.00268282	0.00038679	6.936	0.011	R
130	Telefónica	30/04/2004	0.00208255	0.00021074	9.882	0.003	R
131	Telefónica	23/02/2005	0.00004658	0.00011935	0.390	0.535	A
132	Telefónica	28/02/2006	0.00000204	0.00013381	0.015	0.902	A
133	Telefónica	27/09/2006	0.00007019	0.00012003	0.585	0.448	R
134	Telefónica	10/05/2007	0.00112978	0.00011057	10.218	0.002	R
135	Telefónica	26/09/2007	0.00671555	0.00015615	43.006	0.000	R
136	Telefónica	22/04/2008	0.00387590	0.00042218	9.181	0.004	R
137	Telefónica	24/09/2008	0.00070640	0.00029805	2.370	0.129	R

138	Telefónica	29/04/2009	0.00741660	0.00077467	9.574	0.003	R
139	Telefónica	23/07/2009	0.00506417	0.00028699	17.646	0.000	R
140	Telefónica	28/04/2010	0.00573676	0.00015908	36.063	0.000	R
141	Telefónica	02/06/2010	0.01481169	0.00044485	33.296	0.000	R

ANEXO 10A: Análisis de Varianza de las variables del Modelo de Mercado aplicados a anuncios de reducción

N	Empresa	Dividendo	Media cuadrados Regresión	Media cuadrados Residuos	F	Valor crítico F	Decisión
1	BCP	30/03/2007	0.00000077	0.00003136	0.0246	0.8760	A
2	BCP	28/03/2008	0.00160251	0.00007505	21.3533	0.0000	R
3	BCP	26/03/2010	0.00005469	0.00011842	0.4618	0.4995	A
4	Continental	31/03/2009	0.00163967	0.00009115	17.9892	0.0001	R
5	Continental	30/03/2010	0.00196175	0.00009178	21.3751	0.0000	R
6	C. Lima	24/04/2001	0.00003619	0.00008254	0.4385	0.5105	A
7	C. Lima	26/06/2001	0.00050916	0.00009521	5.3478	0.0243	R
8	C. Lima	31/10/2001	0.00017132	0.00022147	0.7736	0.3827	R
9	C. Lima	25/01/2006	0.00124167	0.00027544	4.5080	0.0358	R
10	C. Lima	23/07/2008	0.00081840	0.00440264	0.1859	0.6680	A
11	C. Lima	22/10/2008	0.01280264	0.00043060	29.7321	0.0000	R
12	C. Lima	22/04/2009	0.00224133	0.00046845	4.7846	0.0328	R
13	C. Lima	22/07/2009	0.00011236	0.00018989	0.5917	0.4449	R
14	C. Lima	28/10/2009	0.00000109	0.00019181	0.0057	0.9400	A
15	C. Lima	20/01/2010	0.00312158	0.00014057	22.2067	0.0000	R
16	Pacasmayo	26/02/2002	0.00172591	0.00024358	7.0857	0.0100	R
17	Pacasmayo	28/10/2003	0.00000587	0.00006233	0.0941	0.7601	A
18	Pacasmayo	28/09/2004	0.00003377	0.00003618	0.9335	0.3380	R
19	Pacasmayo	19/09/2006	0.00054872	0.00064124	0.8557	0.3588	R
20	Pacasmayo	27/10/2009	0.00024773	0.00021537	1.1503	0.2879	R
21	Atacocha	31/05/2005	0.00031457	0.00021613	1.4554	0.2326	R
22	Atacocha	28/08/2007	0.01928521	0.00082854	23.2761	0.0000	R
23	Atacocha	27/05/2008	0.00362296	0.00117275	3.0893	0.0841	R
24	Buenaventura	26/03/2004	0.00769181	0.00115431	6.6636	0.0124	R
25	Buenaventura	28/10/2004	0.00717618	0.00061400	11.6875	0.0012	R
26	Buenaventura	26/10/2007	0.03422912	0.00065970	51.8862	0.0000	R
27	Buenaventura	27/03/2008	0.01726878	0.00060533	28.5279	0.0000	R
28	Buenaventura	27/03/2009	0.01847277	0.00240552	7.6793	0.0075	R
29	Milpo	28/10/2005	0.00058602	0.01496638	0.0392	0.8438	A
30	Milpo	06/04/2006	0.02059386	0.00025692	80.1580	0.0000	R
31	Milpo	25/02/2008	0.06395810	0.00028728	222.6368	0.0000	R

32	Milpo	29/05/2008	0.02690242	0.00052949	50.8077	0.0000	R
33	Milpo	28/08/2008	0.01914185	0.00212911	8.9905	0.0040	R
34	Milpo	26/03/2010	0.00214065	0.00009145	23.4077	0.0000	R

ANEXO 10B:Análisis de Varianza de las variables del Modelo de Mercado aplicados a anuncios de reducción (continua)

N	Empresa	Dividendo	Media cuadrados Regresión	Media cuadrados Residuos	F	Valor crítico F	Decisión
35	Volcan	22/10/2009	0.01164383	0.00032231	36.1267	0.0000	R
36	Volcan	26/10/2010	0.01217047	0.00012768	95.3204	0.0000	R
37	Southern	25/07/2001	0.00134175	0.00011757	11.4128	0.0013	R
38	Southern	16/11/2001	0.00087823	0.00034970	2.5114	0.1185	R
39	Southern	29/01/2002	0.00172685	0.00039595	4.3613	0.0412	R
40	Southern	25/04/2002	0.86584677	0.99842135	0.8672	0.3556	R
41	Southern	11/07/2003	0.00103637	0.00015446	6.7098	0.0121	R
42	Southern	24/01/2008	0.02904150	0.00105445	27.5418	0.0000	R
43	Southern	30/10/2008	0.15523955	0.00243250	63.8189	0.0000	R
44	Southern	29/01/2009	0.17455367	0.00347680	50.2052	0.0000	R
45	Southern	23/04/2009	0.07285049	0.00142686	51.0564	0.0000	R
46	Southern	15/07/2009	0.05444587	0.00095937	56.7517	0.0000	R
47	Southern	19/10/2009	0.02448922	0.00035816	68.3758	0.0000	R
48	Edegel	24/07/2001	0.00266687	0.00009387	28.4113	0.0000	R
49	Edegel	18/10/2001	0.00019527	0.00006713	2.9086	0.0935	R
50	Edegel	27/03/2002	0.00089503	0.00010382	8.6213	0.0048	R
51	Edegel	18/07/2002	0.00023068	0.00009810	2.3515	0.1306	R
52	Edegel	17/10/2002	0.00000611	0.00005645	0.1082	0.7434	A
53	Edegel	21/03/2003	0.00025257	0.00005100	4.9525	0.0300	R
54	Edegel	20/10/2004	0.00000098	0.00007605	0.0129	0.9100	A
55	Edegel	17/03/2005	0.00000467	0.00005303	0.0880	0.7678	A
56	Edegel	21/07/2005	0.00110056	0.00023155	0.0511	0.0011	R
57	Edegel	18/10/2007	0.02167316	0.00022665	95.6225	0.0000	R
58	Edegel	25/07/2008	0.00287958	0.00032397	8.8884	0.0042	R
59	Edegel	26/03/2010	0.00053040	0.00017799	2.9799	0.0896	R
60	Luz del Sur	19/07/2001	0.00035775	0.00040001	0.8943	0.3482	R
61	Luz del Sur	18/10/2001	0.00060658	0.00033852	1.7919	0.1859	R
62	Luz del Sur	22/05/2002	0.00044757	0.00014910	3.0017	0.0885	R
63	Luz del Sur	18/03/2004	0.00004574	0.00010857	0.4213	0.5189	A
64	Luz del Sur	01/06/2004	0.00000559	0.00003281	0.1703	0.6814	A
65	Luz del Sur	01/12/2004	0.00006310	0.00002693	2.3435	0.1312	R

66	Luz del Sur	01/06/2005	0.00002161	0.00007021	0.3078	0.5811	A
67	Luz del Sur	01/09/2005	0.00009442	0.00006884	1.3715	0.2463	R
68	Luz del Sur	22/03/2006	0.00000385	0.00005745	0.0671	0.7965	A
69	Telefónica	26/03/2001	0.00179647	0.00047080	3.8158	0.0556	R