

Universidad de Lima

Facultad de Ciencias Empresariales y Económicas

Carrera de Economía



**DETERMINANTES DE LA POLÍTICA DE
DIVIDENDOS PARA LAS EMPRESAS
MINERAS PERUANAS QUE COTIZAN EN LA
BOLSA DE VALORES DE LIMA (2009-2019)**

Tesis para optar el Título Profesional de Economista

Gonzalo Alberto Cardenas Valle

Código 20160287

Victor Alonso Sotil Levy

Código 20162553

Asesor

Yuri Jesús Landa Arroyo

Lima – Perú

Julio de 2022



**DETERMINANTS OF THE DIVIDENDS
POLICY FOR MINING COMPANIES LISTED
IN THE LIMA STOCK EXCHANGE (2009 –
2019)**

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	X
ABSTRACT.....	xi
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO.....	10
1.1 La necesidad de desarrollar los mercados de capitales	10
1.2 Aportes iniciales de la política de dividendos.....	12
1.3 Teoría de Costos de Agencia	13
1.4 Teoría de Señalización	14
1.5 Teoría de Jerarquización Financiera.	15
1.6 Resumen de Literatura	15
1.7 Enfoque teórico de la investigación	26
CAPÍTULO II: LE SECTOR MINERO EN EL PERÚ	27
2.1 El sector minero en la economía	27
2.2 El sector minero en el mercado bursátil peruano	37
2.3 Política de dividendos del sector minero peruano: Marco Legal.....	40
CAPÍTULO III: ANÁLISIS DE LA POLITICA DE DIVIDENDOS DE LAS EMPRESAS MINERAS Y SUS DETERMINANTES	42
3.1 Evolución de la política de dividendos	42
3.2 Identificación y análisis de las variables explicativas.....	54
3.2.1 Flujo de caja libre.....	54
3.2.2 Utilidad Neta	56
3.2.3 Tamaño de la empresa.....	57
3.2.4 Oportunidades de Inversión	59
3.2.5 Grado de Apalancamiento.....	60
3.2.6 Estructura Accionaria.....	62
3.2.7 Variable de control.....	64
3.3 Resumen y correlación de variables.....	65
CAPÍTULO IV: RESULTADOS EMPÍRICOS	68
4.1 Especificación del modelo econométrico	68
4.2 Resultados econométricos.....	69

4.3	Análisis y discusión	72
CAPÍTULO V: PROPUESTA DE POLÍTICA.....		76
CONCLUSIONES		82
REFERENCIAS.....		85
BIBLIOGRAFÍA		93



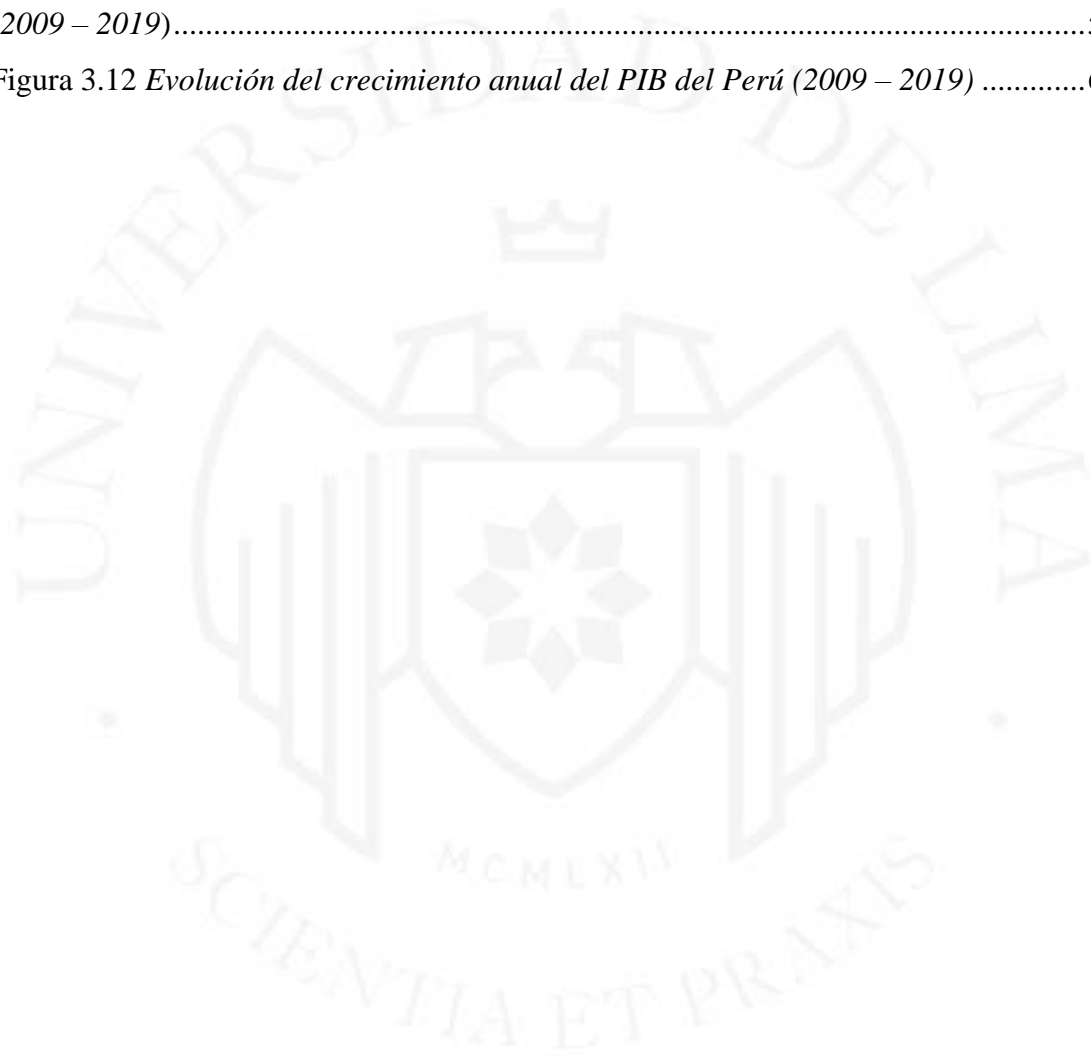
ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1 <i>Estudios empíricos más relevantes sobre los determinantes de la política de pago de dividendos</i>	24
Tabla 2.1 <i>Empresas seleccionadas para la investigación</i>	40
Tabla 3.1 <i>Estadística descriptiva de los dividendos pagados por empresa</i>	42
Tabla 3.2 <i>Estadística descriptiva del flujo de caja libre por empresa</i>	55
Tabla 3.3 <i>Estadística descriptiva de la utilidad neta por empresa</i>	56
Tabla 3.4 <i>Estadística descriptiva del tamaño por empresa</i>	58
Tabla 3.5 <i>Estadística descriptiva de las oportunidades de inversión por empresa</i>	59
Tabla 3.6 <i>Estadística descriptiva del grado de apalancamiento por empresa</i>	61
Tabla 3.7 <i>Tabla de frecuencias de la concentración accionaria por empresa</i>	63
Tabla 3.8 <i>Tabla de estadística descriptiva del crecimiento económico peruano</i>	64
Tabla 3.9 <i>Tabla resumen de las variables</i>	66
Tabla 3.10 <i>Matriz de correlaciones</i>	67
Tabla 4.1 <i>Resultado de la estimación del modelo econométrico</i>	70

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 <i>Producto Interno Bruto según actividad económica a precios constantes del 2007 (2009-2018)</i>	2
Figura 2 <i>Capitalización Bursátil de la BVL por sector económico transado en millones de dólares (2009-2020)</i>	3
Figura 3 <i>Dividendos pagados por nueve empresas mineras en millones de soles (2009 - 2019)</i>	4
Figura 2.1 <i>Producto Bruto Interno por sectores (millones S/ 2007)</i>	28
Figura 2.2 <i>Exportaciones peruanas y exportaciones del sector minero (2009-2019)</i>	30
Figura 2.3 <i>Cotizaciones internacionales de minerales básicos y metales preciosos (USD/Onza Tora o USD/Libras)</i>	31
Figura 2.4 <i>Población Económicamente Activa en miles de personas (2009-2019)</i>	33
Figura 2.5 <i>Ingresos del Gobierno Central obtenidos del régimen del sector minero (2009-2019)</i>	35
Figura 2.6 <i>Impuesto a la Renta de Tercera Categoría - Sector minero (2009-2019)</i>	36
Figura 2.7 <i>Capitalización Bursátil de la BVL en millones de dólares (2009 - 2019)</i>	38
Figura 2.8 <i>Estructura de la Capitalización Bursátil de la BVL por sectores económicos (2009 - 2020)</i>	39
Figura 3.1 <i>Diagrama de caja de los dividendos pagados por empresa, millones de soles (2009 - 2019)</i>	44
Figura 3.2 <i>Índice de precios de todos los metales mensual a año base 2016 (2009 - 2019)</i>	44
Figura 3.3 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Buenaventura en millones de soles (2009 – 2019)</i>	46
Figura 3.4 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Corona en millones de soles (2009 – 2019)</i>	47
Figura 3.5 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Minsur en millones de soles (2009 – 2019)</i>	48
Figura 3.6 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Nexa en millones de soles (2009 – 2019)</i>	49
Figura 3.7 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Quimpac en millones de soles (2009 – 2019)</i>	50

Figura 3.8 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Santa Luisa en millones de soles (2009 – 2019)</i>	51
Figura 3.9 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Shougang en millones de soles (2009 – 2019)</i>	52
Figura 3.10 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Southern Perú Copper en millones de soles (2009 – 2019)</i>	53
Figura 3.11 <i>Evolución del pago de dividendos de la minera Volcan en millones de soles (2009 – 2019)</i>	54
Figura 3.12 <i>Evolución del crecimiento anual del PIB del Perú (2009 – 2019)</i>	65



ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1: Pruebas de comprobación de los supuestos del modelo	95
Anexo 2: Estimación previa al modelo final	97
Anexo 3: Matriz de Consistencia.....	98



RESUMEN

Esta tesis estudia los determinantes de la política de dividendos de nueve empresas del sector minero que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) durante el periodo 2009 - 2019. Los resultados de la regresión de efectos fijos corregidos por Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (FGLS), muestran que la política de dividendos del sector minero tiene una relación directa y significativa con respecto al flujo de caja libre, la utilidad neta, el tamaño de la empresa, la estructura accionaria y el crecimiento del PIB. Asimismo, existe una relación negativa y significativa con las oportunidades de inversión y el grado de apalancamiento. Los resultados hallados corroboran que lo postulado por la teoría de costos de agencia, jerarquización financiera y señalización se cumplen en el sector minero de la BVL; además, ratifican la evidencia empírica encontrada tanto en economías desarrolladas como en vías de desarrollo. Adicionalmente, en base a experiencias de otros países, se proponen una serie de recomendaciones de política enfocadas en la protección a los accionistas minoritarios, las cuales fomentan el desarrollo del mercado de capitales y con ello la inserción del Perú a la OCDE. Los resultados de la presente investigación son útiles para inversionistas, gerentes y *policy makers* para la toma de decisiones y para establecer políticas de desarrollo económico y financiero.

Código Sub-línea de investigación: 5300-3. k3

Palabras clave: Política de Dividendos, Sector minero peruano, Bolsa de Valores de Lima, Efectos Fijos y Finanzas Corporativas

ABSTRACT

This thesis studies the factors that determined the dividend policy of nine companies in the mining sector listed in the Lima Stock Exchange from 2009 - 2019. The outcome of the fixed effects corrected by Feasible Generalized Least Squares (FGLS) regression was that the dividend policy of the mining sector has a direct and significant relationship among the free cash flow, net income, size of the company, shareholder structure, and the GDP growth as well as a significant yet negative relationship among the investment opportunities and the leverage. The results corroborate that what is postulated by the agency cost theory, pecking order theory, and signaling theory are fulfilled in the mining sector of the Lima Stock Exchange. Moreover, they ratify the empirical evidence found in both developed and developing economies. In addition, based on the experiences of other countries, a series of policy recommendations are proposed focused on the protection of the minority shareholders, which promote the development of the capital markets and the insertion of Peru to the OECD. The results of the investigation are relevant for investors, managers and policymakers for decision making and for establishing economics and finance development policy.

Código Sub-línea de investigación: 5300-3. k3

Keywords: Dividend Policy, Peruvian mining sector, Lima Stock Exchange, Fixed Effects and Corporate Finance

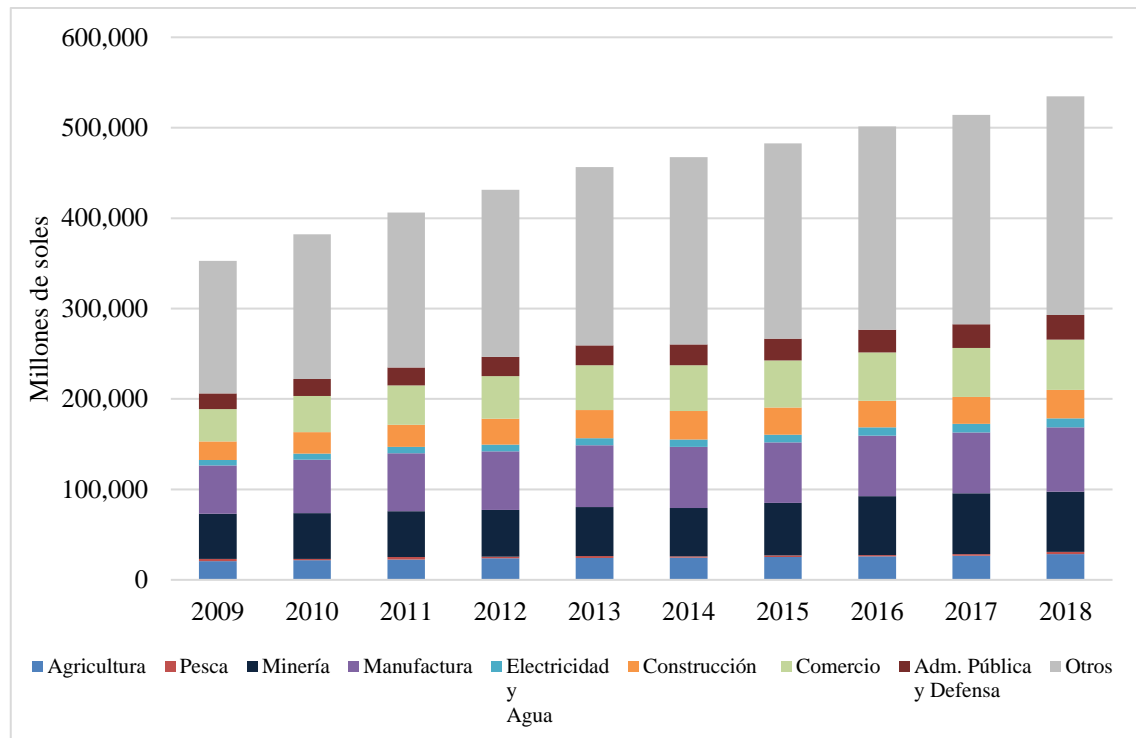
INTRODUCCIÓN

La política de dividendos es uno de los factores claves dentro de las finanzas corporativas, ya que representa las rentabilidades percibidas por los inversionistas y, además, puede llegar a tener efectos en el valor de mercado de la empresa. Su estudio es de interés para gerentes, accionistas y académicos. Dado que el sistema productivo del Perú tiene una fuerte concentración en la producción y exportación de minerales, resulta interesante identificar los factores que determinan la política de dividendos de las empresas mineras peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

La Figura 1 muestra la evolución del Producto Interno Bruto (PIB) por sector económico. El sector denominado por Otros hace referencia a los sectores menos significativos de la economía; por lo tanto, este no será tomado en cuenta para el siguiente análisis. En este gráfico se observa que, desde el 2009 hasta el 2018, el sector minero ha sido el segundo más representativo por debajo del sector de manufactura. Además, se puede visualizar que la participación de la minería ha ido incrementado a medida que el PIB lo ha hecho. Para ser más precisos, en el 2009 la minería representaba un 14% del PIB y en el 2018 llegó a representar un 19%. Por lo tanto, el sector minero es de suma importancia para la actividad económica peruana.

Figura 1

*Producto Interno Bruto según actividad económica a precios constantes del 2007
(2009-2018)*

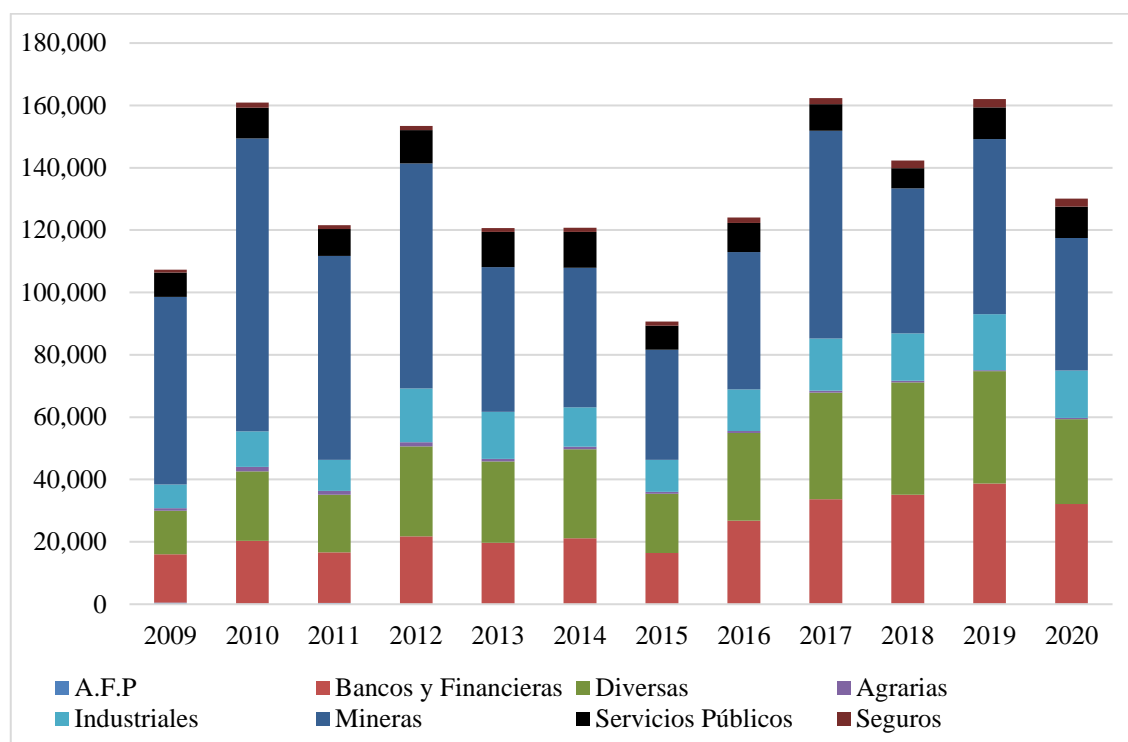


Nota. De Producto Bruto Interno Según Actividad Económica (Nivel 9), 1950-2018 (Valores a precios constantes de 2007), por Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2020 (https://www.inei.gov.pe/media/MenuRecursivo/indices_tematicos/pbi_act_econ_n9_kte_1950-2018.xlsx)

Asimismo, en la Figura 2 se puede observar la capitalización bursátil, en millones de dólares, por sectores de la BVL. En esta se observa que desde el 2009 al 2020 el sector minero tiene el mayor volumen transado en la bolsa peruana. Por lo tanto, el sector minero también es de suma importancia para el mercado bursátil peruano.

Figura 2

Capitalización Bursátil de la BVL por sector económico transado en millones de dólares (2009-2020)



Nota. De Informe Bursátil – Diciembre 2011, por Bolsa de Valores de Lima, 2011

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2011_12.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2014, por Bolsa de Valores de Lima, 2014

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2014_11.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2017, por Bolsa de Valores de Lima, 2017

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2017_12.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2020, por Bolsa de Valores de Lima, 2020

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2020_12.pdf)

^a Los datos del 2020 representan a los valores acumulados hasta el 30/04/2020.

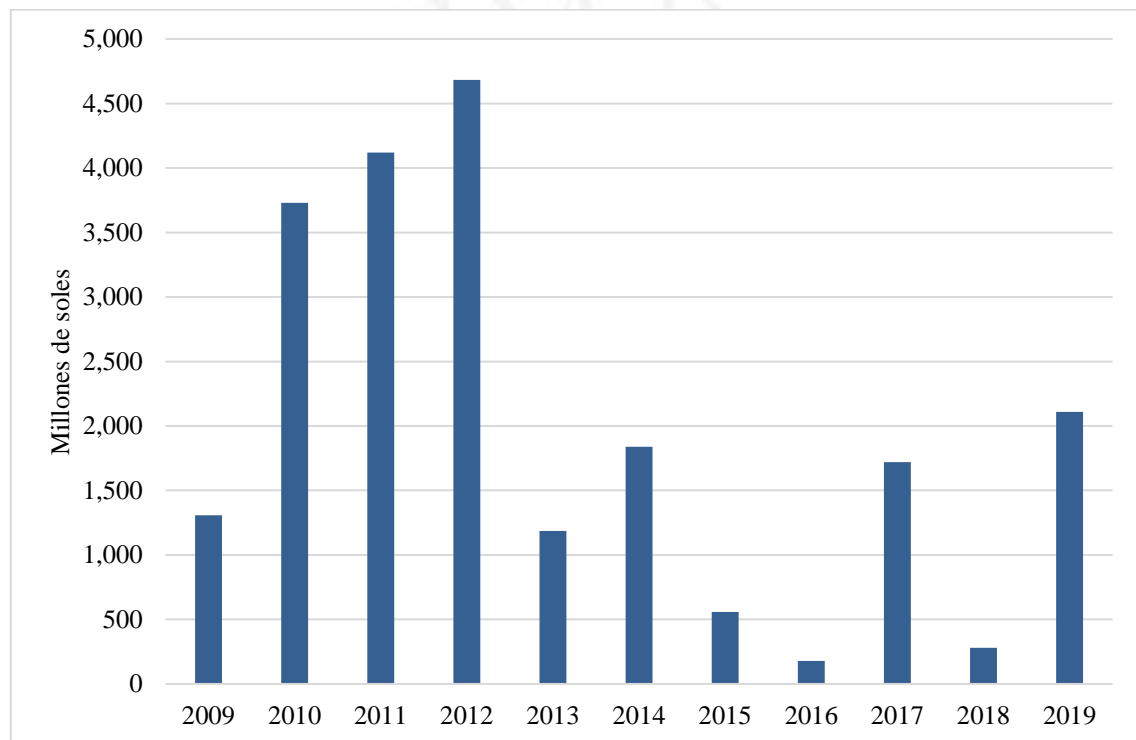
Existen dos formas en las que los accionistas perciben una rentabilidad de sus inversiones. La primera se basa en obtener una ganancia de capital que se genera al momento de la venta de una acción. La segunda consiste en percibir ingresos en efectivo a través del pago de dividendos de la empresa. Según Ross (2018), un dividendo es la distribución en efectivo de las utilidades de una empresa hacia sus accionistas (p. 302).

La Figura 3 exhibe el comportamiento del pago de dividendos, en miles de soles, de nueve empresas del sector minero peruano. Se puede observar que del 2009 al 2012 el pago de dividendos fue ascendente; sin embargo, en el 2013 se puede visualizar una caída drástica del pago de dividendos, la cual fue seguida por años de alta volatilidad. Esta

caída es explicada debido al efecto negativo que tuvo la caída de los precios de los metales preciosos sobre las ganancias de las empresas mineras peruanas. Según el Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería [Osinergmin] (2016), la razón de la caída de dichos *commodities* se basa en la sobreoferta de las empresas mineras y la desaceleración de la economía de China.

Figura 3

Dividendos pagados por nueve empresas mineras en millones de soles (2009 - 2019)



Fuente: Bloomberg. (2020)

^a Los datos están compuestos por el promedio de los dividendos pagados por nueve empresas mineras peruanas.

En este contexto, la política de pago de dividendos está condicionada a variables financieras que pueden llegar a significar un aumento o disminución en el nivel de efectivo excedente de la empresa. Tal es el caso de la utilidad neta, flujo de caja libre, tamaño de la empresa, grado de apalancamiento y oportunidades de inversión. Además, puede haber otros factores que afecten el desempeño de la empresa; por ejemplo, el estado actual de la economía y la concentración accionaria. De la misma manera, existen diversas teorías que juegan un rol fundamental; ya que, exponen el comportamiento y la relación de los inversionistas con respecto a los gerentes en torno a la política de

dividendos. Estas teorías son: la teoría de señalización, la teoría de costos de agencia, y la teoría de jerarquización financiera.

Según Jensen y Meckling (1976), la teoría de costo de agencia se basa en la disyuntiva que existe entre las preferencias de los accionistas y la gerencia. Cada uno de ellos buscan maximizar sus beneficios, por lo cual surge el problema de qué hacer con el efectivo excedente de la organización. Lestari (2018), en su investigación aplicada para Indonesia, expone que el nivel del flujo de caja libre juega un rol fundamental; ya que, con este se puede determinar la viabilidad del pago de dividendo basado en la premisa de que si se cuenta con un elevado monto de efectivo la empresa podrá destinar cierta parte de este hacia sus inversionistas. Uno de los requerimientos para lograr ello consiste en que las ganancias de la empresa se eleven o estas sean lo suficientemente grandes. La utilidad neta determinará el efectivo disponible para poder cumplir con las obligaciones, invertir o distribuir dividendos.

Por otro lado, dado que los gerentes poseen mayor conocimiento sobre la empresa, la teoría de señalización indica que mediante el pago de dividendos el mercado incorpora información acerca de las utilidades que generan las empresas (Miller & Rock, 1985). Del mismo modo, el tamaño de la empresa también juega un rol importante en el pago de dividendos. Jabbouri (2016) encuentra que en el mercado de capitales del Medio Oriente y Norte África (MENA) el tamaño de la empresa tiene una relación positiva y significativa con la política de dividendos. A través de este factor, las empresas más grandes suelen tener una mayor facilidad a la hora de acceder a los mercados de capitales. Es por ello que estas compañías tienen menos complicaciones para obtener financiamiento. Como se mencionó anteriormente, la presencia y acceso al mercado bursátil de las empresas mineras en el Perú es amplio.

La teoría de jerarquización financiera indica que la estructura de capital de las empresas se determina en base a que los costos de emitir instrumentos de financiamiento sobrepasan otros costos y beneficios de dividendos y deuda (Fama y French, 2002). Basado en lo anterior, Benavides, Berggrun y Perafan (2016), en su análisis de los determinantes de la política de dividendos para América Latina, indican que las oportunidades de inversión y la estructura de capital de las empresas tienen efectos significativos sobre la política de dividendos. Ellos exponen que los gerentes toman decisiones de inversión basándose en el valor presente neto y en la disponibilidad de

fondos con los que cuentan para realizarla. En este sentido, si la gerencia decide ejecutar una inversión, se daría un *trade-off* entre pagar dividendos y la inversión; ya que, al financiar el proyecto, el volumen de efectivo disponible se reduciría afectando la declaración de dividendos. Así mismo, la obtención de deuda tiene efectos sobre la política de dividendos. De esta manera, tanto las inversiones que sean capaces de realizar las empresas como la estructura de capital de la empresa tienen efectos determinantes sobre la política de dividendos.

Por otro lado, autores como Claessens, Klingebiel y Schukler (2002); Johnson, McMillan y Woodruff (2002), y La Porta, López-de-Salines, Shleifer y Vishny (1997) han encontrado que las leyes encargadas de proteger a los acreedores e inversionistas minoritarios están relacionadas directamente a mercados financieros más desarrollados y activos, con mayores valuaciones, menor concentración propietaria y control de las empresas, y consecuentemente el pago de dividendos es más elevado. Actualmente, las leyes reguladas por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) no estipulan de forma directa los mecanismos de protección hacia los accionistas minoritarios. En el Perú, la mayoría de las empresas son controladas por la familia fundadora. González, Guzmán, Pombo y Trujillo (2014) y Yousaf, Ali y Hassan (2019) estipulan que, a mayor concentración accionaria, el pago de dividendos disminuye; ya que, el accionista mayoritario buscará minimizar los beneficios de los accionistas minoritarios para así maximizar los suyos. En este sentido, si no se mejoran las regulaciones que protejan a los inversionistas, la bolsa de valores peruana no logrará desarrollarse. Esto causa un efecto negativo en el crecimiento económico del país, lo cual se observa en la variación negativa de los indicadores macroeconómicos; por ejemplo, la inversión y la locación de recursos en el sector corporativo.

Dada la importancia del sector minero en la economía peruana y la relevancia de la política de dividendos como una de las piezas fundamentales de las finanzas corporativas, surge la incertidumbre de conocer cuáles son los factores que determinan el pago de dividendos de las empresas mineras. Es por ello que, el principal problema a tratar en esta investigación es identificar los determinantes de la política de dividendos de las empresas mineras que cotizan en la BVL en el periodo 2009-2019.

Hasta el momento, no hay investigaciones que abarquen este problema de manera detallada para el sector minero peruano. Algunas investigaciones que incluyen al Perú

son las de Carcamo (2018) y Benavides, Berggrun y Parafan (2016). Por un lado, Carcamo (2018) analiza el efecto de los precios de los *commodities* en la estructura de capital, pero este no presenta un análisis a fondo de la política de dividendos. Por otro, Benavides, Berggrun y Parafan (2016), en su estudio de los determinantes de la política de dividendos, incluyeron empresas peruanas de todos los sectores de producción junto a las empresas de diversos sectores de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México; sin embargo, la investigación expone un análisis global de cada mercado y no hace referencia explícita al sector minero peruano. A partir de esto, el aporte principal de la investigación se centra en el estudio de los determinantes de la política de pago de dividendos para las empresas del sector minero del Perú. Este estudio brinda información necesaria para la elaboración de políticas de los entes reguladores, indicadores claves para los inversionistas y mayores herramientas para la toma de decisiones de las empresas del sector.

Es por ello que el objetivo general de esta investigación es identificar los factores que se toman en cuenta para la toma de decisiones acerca de la política de dividendos de las empresas mineras que cotizan en la BVL. De este objetivo general se desprenden los objetivos específicos que son:

- Identificar y describir la importancia del sector minero en la economía peruana y en el mercado de capitales peruano, representado por la BVL.
- Describir y explicar la evolución de la política de dividendos de las empresas mineras seleccionadas, identificando los diversos factores que la han determinado y la importancia que cada uno de estos tiene.
- Cuantificar y analizar el efecto del flujo de caja libre, utilidad neta, oportunidades de inversión, tamaño de la empresa, apalancamiento, concentración accionaria y el crecimiento de la economía sobre la política de dividendos de las empresas mineras en el periodo, mediante regresiones de datos de panel.
- Proponer políticas que garanticen tanto una mayor protección a los inversionistas minoritarios como el funcionamiento eficiente del sistema financiero para así poder lograr un mercado de capitales más desarrollado.

Para poder realizar los objetivos planteados, es necesario corroborar la veracidad de la siguiente hipótesis general: la política de pago dividendos de las empresas mineras

peruanas que cotizan en la BVL, en el periodo 2009-2019, ha sido determinada por el comportamiento de factores financieros, los cuales hacen referencia al nivel de efectivo, deuda e inversiones de la empresa; así como por el tamaño de sus activos, la concentración accionaria y el crecimiento de la economía peruana. Esta hipótesis general ha sido separada en cuatro hipótesis específicas:

- La relación entre el pago de dividendos con respecto a la utilidad neta y al flujo de caja libre es positiva; pues, se espera que el efectivo obtenido por la empresa y su remanente luego de que se hayan cumplido las obligaciones con terceros sea distribuido a los accionistas, esto es consistente con la teoría de costos de agencia.
- Tanto las oportunidades de crecimiento como el grado de apalancamiento tienen una relación negativa con respecto a el pago de dividendos; ya que, de acuerdo con la teoría de jerarquización financiera, la empresa que requiere de fondos preferirá obtenerlos internamente disminuyendo su dependencia del capital externo.
- El tamaño de la empresa, visto como el logaritmo natural de los activos totales de una empresa, y el pago de dividendos están relacionados directamente; dado que, las empresas más grandes tienen una mayor facilidad para acceder al mercado de capitales, por lo que el tamaño de la empresa sirve como señal para el mercado.
- La concentración de los accionistas con derecho a voto afecta negativamente a la política de pago de dividendos

La contrastación de estas hipótesis tiene como fin medir y evaluar el efecto del flujo de caja libre, utilidad neta, oportunidades de inversión, tamaño de la empresa, grado de apalancamiento, concentración accionaria y crecimiento económico sobre la política de dividendos. Además, se relacionaron los resultados cuantitativos con la teoría financiera postulada. Para ello se realizaron regresiones de datos de panel mediante el método econométrico de efectos fijos; ya que, permite especificar el carácter individual de cada unidad transversal. Con ello se obtienen resultados consistentes e insesgados y se controla la heterogeneidad inobservable del modelo.

Los datos necesarios para poder elaborar el modelo econométrico de datos de panel se obtuvieron de dos fuentes. En primer lugar, las variables financieras fueron

extraídas de Bloomberg. Esta es una base de datos que contiene información acerca de los mercados de capitales a nivel mundial. En segundo lugar, el crecimiento del PIB se obtuvo de la base de datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Se tomaron datos de nueve empresas mineras peruanas por un periodo de once años (2009-2019). El primer criterio de elección fue escoger a las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima por el periodo de análisis estudiado. El segundo criterio consiste en que las acciones de la empresas hayan cotizado durante todo el periodo de análisis. El objetivo de este último es contar con datos suficientes para poder tener un panel balanceado y así conseguir resultados insesgados.

Esta tesis corresponde a la siguiente línea de investigación de la carrera de Economía:

- Área de IDIC: Desarrollo Empresarial.
- Línea de investigación de la carrera: Finanzas Corporativas.
- Codificación y sub-línea: 5300-3.k3 - Políticas de dividendos: características y determinantes

CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO

1.1 La necesidad de desarrollar los mercados de capitales

El diverso desarrollo que han tenido los diferentes mercados de capitales en todo el mundo tiene muchas implicancias. Observamos que el desarrollo financiero y el crecimiento económico guardan una estrecha relación; sin embargo, este desarrollo ha sido heterogéneo en las diferentes regiones del mundo. De hecho, en las economías emergentes las diferencias observadas están más marcadas. Gurley y Shaw (1955, 1967), McKinnon (1973) y Shaw (1973) fueron los primeros en estudiar la relación entre el desarrollo financiero y crecimiento económico, a partir de ellos se han realizado estudios de cómo estos están relacionados.

De acuerdo a Levine (2005), el sistema financiero tiene cinco funciones:

- Producir información relevante antes de una posible inversión.
- Monitorear las inversiones y mejorar el gobierno corporativo luego de dar financiamiento.
- Facilitar el *trading*, la diversificación y el manejo de riesgo.
- Facilitar el ahorro.
- Facilitar el intercambio de bienes y servicios.

El desarrollo financiero se da cuando los instrumentos financieros, los mercados y los intermediarios mejoran, aunque no necesariamente eliminan, los efectos de la información, la aplicación y los costos de transacción; y, por lo tanto, la proporción de las cinco funciones financieras también mejoran (Levine, 2005). De esta manera, vemos la importancia que tiene el desarrollo financiero al crecimiento económico como uno de sus motivadores; pero, también es importante que el propio sistema financiero sea eficiente. Tanto el desarrollo como la eficiencia del sistema financiero son cruciales para el desarrollo económico.

El sistema financiero está compuesto por los intermediarios financieros (bancos, fondos y seguros) y los mercados de capitales. En este sentido, García y Liu (1999) para describir el rol del sector financiero en la economía identificaron 3 canales en los que la

intermediación financiera y los mercados afectan el crecimiento: el ahorro, la canalización de fondos y la asignación de recursos. Los autores indican que el mercado de capitales juega un papel importante en el crecimiento económico. Es por ello que analizan los factores macroeconómicos que podrían determinar el desarrollo de este mercado, utilizando la capitalización bursátil como medida para el desarrollo del mercado. Encuentran que el nivel de ingreso real, la tasa de ahorro, el desarrollo de los intermediarios financieros y la liquidez del mercado de valores son determinantes de la capitalización de mercado (García y Liu, 1999).

Waygood (2011) expone puntos relevantes sobre cómo desarrollar de una manera sostenible los mercados de capitales, identificando sus principales problemas y proponiendo maneras de cómo mejorarlo. El problema principal que encuentra es que las fuentes de influencia financieras y las de defensa de los inversores no se integran para el desarrollo sostenible, debido a las ineficiencias y fallas del mercado. Para abordar las ineficiencias plantea una serie de cambios en la disponibilidad y procesamiento de información y en el comportamiento de los individuos que conforman el mercado. Por otro lado, para abordar las fallas de mercado, indica que los encargados de formular políticas del mercado de capitales deben considerar a las generaciones futuras, integrando cuestiones de desarrollo sostenible (Waygood, 2011). De hecho, Obstfeld (1998) indica que uno de los principales roles que tiene el mercado de capitales internacional es disciplinar a los encargados de formular políticas. Otro punto de vista interesante para el desarrollo del mercado de capitales es a través de las reformas que se puedan realizar para mejorar el gobierno corporativo, tema que ha venido tomando fuerza en la agenda de los encargados de la formulación de política. En este sentido, De Nicolò, Laeven y Ueda (2008) indican que mejoras en la calidad del gobierno corporativo producen beneficios tangibles.

De esta manera, el desarrollo financiero puede mejorar las condiciones de crecimiento económico a través de diferentes canales: alienta la inversión, mejora la asignación de capital en el sector corporativo; y, por lo tanto, el crecimiento de la productividad en toda la economía puede aumentar. En Latinoamérica es necesario acelerar el desarrollo de los mercados de capitales. Considerarlo como parte esencial del proceso general de desarrollo económico y financiero y esperar a que estos crezcan por

sí solos no es suficiente, es necesario que los gobiernos y órganos decisorios adopten medidas concretas de fomento (Ananchotikul y Eichengreen, 2007).

1.2 Aportes iniciales de la política de dividendos

Miller y Modigliani (1961) plantearon que, bajo un mundo de mercado de capitales perfectos, comportamiento racional e información simétrica, la política de dividendos es irrelevante sobre el valor de mercado y no tiene impacto en el costo de capital de una empresa. Por lo tanto, las decisiones de financiamiento y de inversión no están relacionadas con la política de dividendos. Los autores indican que la capacidad de generar utilidades es lo único que afecta el valor de mercado de la empresa, no en cómo repartir el excedente de estas. De esta manera, la política de dividendos es irrelevante para los inversionistas (Miller y Modigliani, 1961). Sin embargo, la principal crítica a este modelo es que sus supuestos son muy teóricos y que en la práctica estos no se cumplen.

Por otro lado, Lintner (1956) fue uno de los primeros en analizar la política de dividendos de las empresas de Estados Unidos de Norteamericana. Postula un modelo que incorpora los determinantes de mayor influencia en las decisiones de dividendos, encontrando que las ganancias actuales y el dividendo del periodo anterior están relacionados directamente con el pago de dividendos. Además, afirma que el pago de este afecta tanto el precio de la acción como el valor de mercado de la empresa.

Posteriormente en 1962, afirma que los accionistas no serán indiferentes ante variaciones en el pago de dividendos cuando se sustituyen nuevas emisiones de capital por ganancias retenidas. A pesar de que dicha sustitución aumentará los dividendos en efectivo actuales dólar por dólar, reducirá el precio actual de la acción (Lintner, 1962).

Gordon (1959) postuló la teoría “*bird in hand*”, en un mundo donde existe información asimétrica y que los inversionistas son adversos al riesgo y actúan racionalmente, estos preferirían el pago de dividendos en el presente que las futuras ganancias de capital. Esto se debe a que el ingreso generado por el pago de dividendos es percibido como más seguro que el efectivo que se podría recibir de futuras ganancias de capital. Ya que los accionistas preferirían ciertos rendimientos, estos podrían comprar las acciones de una compañía que les permitiría obtener ingresos por dividendos, incluso si

los precios de las acciones fueran más altos para aquellas que sí pagan dividendos (Gordon, 1959).

Posteriormente en 1963 en contraposición a lo que plantearon Miller y Modigliani bajo los mismos supuestos de aversión al riesgo y aumento de la incertidumbre de un dividendo con su tiempo en el futuro, afirma que la política de dividendos si afecta el valor de una acción (Gordon, 1963).

1.3 Teoría de Costos de Agencia

Jensen y Meckling (1976) fueron los primeros autores en desarrollar el concepto de los costos de agencia, definiendo el origen de este y la relación que existe entre principal (accionista) y agente (gerente). Estos costos surgen cuando el accionista contrata al gerente delegando autoridad para la toma de decisiones (Jensen y Meckling, 1976). Dado que cada individuo tiende a maximizar su propio beneficio y que el gerente no siempre tomará decisiones en función de los intereses del accionista, el accionista puede establecer incentivos e incurrir en costos asociados a monitorear las decisiones que toma el gerente para que estén alineados con sus intereses.

Por otro lado, el gerente también incurre en costos denominados “*bonding cost*”. Estos costos pueden ser pecuniarios o no pecuniarios, para demostrar que cuando la administración toma decisiones estas no afectarán al accionista o compensarlo en caso las tome. Además, cada unidad monetaria que se da en la pérdida del bienestar del principal debido a las diferencias en la maximización de beneficios también representa un costo de agencia, esta es la pérdida residual.

En resumen, los costos de agencia están definidos por la suma de los gastos de monitoreo incurridos por el accionista, los *bonding cost* en los que incurre el gerente y la pérdida residual (Jensen y Meckling, 1976). Así, el dividendo sirve para reducir los costos de agencia, cualquier incremento de estos costos darán como resultado un requerimiento de mayor dividendo para poder compensar al accionista.

Jensen (1986) amplió los estudios en torno a los costos de agencia, indicando que el pago de efectivo a el principal tiene mayores implicancias de las que se habían estudiado hasta el momento. Dado que el pago de dividendos disminuye los fondos de los que disponen los gerentes y que estos tienen incentivos para que las empresas crezcan

por encima del óptimo, el gerente estará motivado a mantener la mayor cantidad posible de fondos disponibles bajo su control.

El conflicto entre agente y principal gira en torno al flujo de caja libre que genera la empresa (Jensen, 1986). Este flujo es aquel que resulta luego de que la empresa haya financiado sus necesidades operativas y de inversión de los proyectos que tienen valor presente neto positivo y que han sido descontados a un costo de capital relevante antes de pagar dividendos y deuda. De acuerdo con el autor, el conflicto surge cuando el flujo de caja libre generado es alto y las oportunidades de crecimiento de la empresa son bajas, debido a esto surge el problema de cómo hacer que los gerentes decidan distribuirlo en lugar de reinvertirlo en la empresa en proyectos que podrían estar subvaluados. De esta manera, el pago de dividendos haría que los fondos bajo la disponibilidad de los gerentes disminuyan; por lo que, los costos de agencia se verían reducidos.

1.4 Teoría de Señalización

Bhattacharya (1979) desarrolla un modelo donde el pago de dividendos sirve como una señal de los flujos de caja futuros de las empresas en un mundo de información imperfecta. Asumiendo que los inversionistas que no tienen relación con la empresa (*outsiders*) poseen información imperfecta sobre la rentabilidad de la empresa y que la tasa impositiva a la que se grava el pago de dividendos es más alta que a la que se gravan las ganancias de capital. Dado que el principal costo de señalización es que los dividendos son gravados a la tasa de renta ordinaria, el pago de dividendos incorpora información valiosa.

Sin embargo, son Miller y Rock (1985) quienes desarrollan formalmente un modelo acerca del rol que juega el pago de dividendos en el contexto de información asimétrica. Los autores demuestran la consistencia de un equilibrio de señales. Dado que los gerentes poseen más información sobre el estado de las ganancias actuales de la empresa que los inversionistas externos, el pago de dividendo proporciona suficiente información sobre las ganancias actuales de la empresa que a su vez está relacionado con las ganancias futuras que espera obtener. Así, el pago de dividendos estaría relacionado directamente con la utilidad que es capaz de generar una empresa; sin embargo, se relacionaría indirectamente con las oportunidades de inversión, ya que la presencia de

información asimétrica lleva a niveles de inversión por debajo del óptimo que se podría alcanzar con información completa.

1.5 Teoría de Jerarquización Financiera.

Myers y Majful (1984) plantearon que, bajo condiciones de información asimétrica, donde el gerente tiene mayor conocimiento sobre la empresa que los posibles inversionistas, donde ambos son conscientes de esto, y que los inversionistas interpretan racionalmente las acciones de la empresa, estas prefieren financiarse con fuentes internas que externas. Esto ocurre porque la información asimétrica hace que el financiamiento externo sea más costoso y en caso de que se requiera financiarse con una fuente externa los inversionistas preferirán deuda antes que capital. Además, si debe emitir deuda lo hará primero en valores que sean más seguros; es decir, el financiamiento externo utilizando deuda es mejor que el financiamiento por capital. En este sentido, el modelo planteado indica que las empresas pueden negarse la emisión de acciones dejando pasar valiosas oportunidades de inversión.

En lo que concierne a dividendos, los autores afirman que las empresas no deberían declarar dividendos si tiene que recuperar el efectivo mediante valores riesgosos. Aunque los dividendos podrían ayudar a transmitir la información superior de los gerentes al mercado, el modelo sugiere una política bajo la cual los cambios en los dividendos están altamente correlacionados con la estimación de los gerentes acerca del valor de los activos (Myers y Majful, 1984).

1.6 Resumen de Literatura

Esta sección muestra los diversos estudios empíricos que se han realizado en torno a la política de dividendos. Estos han sido organizados, en primer lugar, por aquellos realizados en economías desarrolladas, segundo, aquellos que estudian economías en desarrollo como la peruana, y, por último, aquellos que han considerado dentro sus variables la composición y estructura de sus accionistas.

Dentro del marco de las economías desarrolladas, Lee (2010) realizó mediante la aplicación de una regresión Tobit, una investigación acerca de los determinantes de la

política de pago de dividendos para las empresas australianas que pertenecen a diversos sectores para el periodo del 2004 al 2008. El autor plantea como variables independientes la concentración propietaria de accionistas minoritarios, la rentabilidad sobre activos (ROA), tamaño de empresa, el grado de endeudamiento y una variable *dummy* que toma valores de 1 cuando la empresa tiene un alto grado de concentración accionarial de inversionistas minoristas o *retail investors*.

Lee (2010) concluyó que la concentración de los accionistas minoristas, el ROA, el tamaño de la empresa y el tipo de sector tiene un impacto positivo y significativo sobre el pago de dividendos. Dado que el ROA y el tamaño de la empresa afecta directamente a los dividendos, los autores concluyen el cumplimiento de la teoría de costos de agencia y señalización respectivamente. Además, el autor expone que la relación directa entre los *retail investors* y la política de dividendos se justifica en la regulación australiana. Australia tiene una regulación que beneficia y protege a los accionistas minoritarios; por ejemplo, la tasa impositiva para estos es menor a la de otro tipo de accionistas. Por otro lado, el autor exhibe que se cumple la teoría de jerarquización financiera basado en el resultado de que existe una relación inversa entre el nivel de endeudamiento y el pago de dividendos.

Asimismo, Almeida, Pereira y Tavares (2015) analizaron los determinantes de la política de dividendos para las empresas portuguesas no financieras que listan en la bolsa de valores de Lisboa entre 1997 al 2011. Mediante el uso de una regresión lineal múltiple encontraron que la utilidad por acción y el tamaño de la empresa tiene una relación directa y significativa con respecto al pago de dividendo; y que el nivel de endeudamiento y la rentabilidad operativa tiene una relación negativa con respecto a la política de dividendos. En base a los resultados cuantitativos, los autores validaron el cumplimiento de la teoría de costos de agencia; ya que, un incremento de las utilidades de la empresa se ve reflejado en un mayor volumen de dividendos pagados.

Con respecto a los estudios empíricos realizados en economías en desarrollo, Mehta (2012) investiga los determinantes de la política de dividendos de las empresas no financieras de los Emiratos Árabes Unidos (EAU) que cotizan en el *Abu Dhabi Stock Exchange* a lo largo del 2005 y 2009. El autor plantea que dichos determinantes son la rentabilidad (ROA, ROE y UPA), Riesgo (P/E ratio), liquidez, apalancamiento y tamaño de la empresa. Mediante la regresión lineal *backward*, encuentra que el tamaño de la

empresa y la rentabilidad medida a través de ROE tienen una relación directa y significativa con la política de dividendos. También encuentra que la relación con el riesgo es indirecta y significativa. Así, el tamaño y el riesgo son las dos consideraciones más importantes al decidir sobre la política de dividendos de las empresas de los EAU y contrario a los resultados obtenidos en economías desarrolladas no apoya la relevancia de la liquidez como la consideración más importante de la política de dividendos (Mehta, 2012).

Patra, Poshakwaleb y Ow-Yong (2012) examinan los determinantes de la política de dividendos en Grecia de 63 empresas no financieras listadas en el *Athens Stock Exchange* (ASE) entre el 1993 y 2007. Los autores emplean el método de momentos generalizados, encontrando que el tamaño de la empresa, rentabilidad del patrimonio y liquidez tienen una relación positiva con el pago de dividendos. Por otro lado, las oportunidades de crecimiento, el apalancamiento y el riesgo tienen una relación negativa. Los resultados obtenidos son consistentes con las teorías de señalización, jerarquización financiera y costos de agencia; además, el estudio de esta economía emergente respalda la evidencia encontrada en economías desarrolladas con respecto al rol de señal que juegan los dividendos (Patra, Poshakwaleb y Ow-Yong, 2012).

Ali, Fengju, Goncalves de Andrade y Saeed (2015) extendiendo el modelo planteado por Lintner, estudiaron los determinantes de la política de dividendos de 17 empresas del sector textil que cotizan en la bolsa de valores de Karachi en Pakistán entre el 2001 y 2014. La metodología empleada por los autores fue efectos aleatorios, encontrando que existe una relación positiva entre el porcentaje de accionistas que son directores, ejecutivos o están relacionados con la empresa, el porcentaje de accionistas que son inversores institucionales y el dividendo pagado el año anterior con dividendo pagado por acción; mientras que la rentabilidad guarda una relación negativa. Las empresas del sector textil pakistaní tienden a establecer un ratio objetivo de pago de dividendos y a ajustar el dividendo actual alrededor de este objetivo y recomiendan a los inversores que buscan rentabilidad a través del dividendo, y no de las ganancias de capitales, invertir en empresas que tengan en su mayoría accionistas relacionados a la empresa e institucionales (Ali, Fengju, Goncalves y Saeed, 2015).

Benavides, Berggrun y Parafan (2016) realizaron una investigación sobre los determinantes de la política de dividendos de diversas empresas latinoamericanas que

cotizan en sus respectivas bolsas de valores. El estudio fue realizado para los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México para el periodo de 1995-2013. Los autores realizaron un modelo de efectos fijos y efectos pareados para analizar el efecto del grado de endeudamiento, oportunidades de inversión, rentabilidad sobre activos, el buen gobierno corporativo y el ciclo de vida de la empresa sobre la política de pago de dividendos. La última variable independiente hace referencia a que tan madura es la empresa con respecto al mercado; es decir, el número de años desde su fundación.

Los autores concluyeron que la rentabilidad sobre activos y el buen gobierno corporativo tienen una relación positiva y significativa con respecto al pago de dividendos. Esto es consistente con la teoría de costos de agencias. Asimismo, los investigadores concluyeron que existe una relación inversa entre las oportunidades de inversión y el grado de endeudamiento de las empresas. Este resultado valida el cumplimiento de la teoría de jerarquización financiera. Por último, el ciclo de vida de las empresas tiene una relación negativa respecto al pago de dividendos. La explicación de este último resultado recae en que las empresas latinoamericanas no se pueden considerar como maduras; ya que, todavía tienen oportunidades de inversión disponibles para seguir creciendo.

Jabbouri (2016) investigó los determinantes de la política de dividendos de diversas empresas listadas en la bolsa de valores de Bahrein, Egipto, Jordania, Kuwait, Marruecos, Omán, Qatar, Arabia Saudí, Túnez y Emiratos Árabes Unidos entre el 2004 y 2013. El análisis de datos de panel mediante efectos fijos indicó que la política de dividendos está relacionada directamente con el tamaño de la empresa, rentabilidad actual del patrimonio y liquidez (prueba ácida); y una relación indirecta con el apalancamiento, oportunidades de crecimiento, flujo de caja libre y el estado de la economía (market return). La relación negativa con el flujo de caja libre indica problemas de agencia en la región. Esta relación es más pronunciada en mercados donde la información asimétrica es mayor. La evidencia de problemas de agencia debería persuadir a entes reguladores a incurrir en nuevos mecanismos de regulación y a fomentarlos para abordar este problema (Jabbouri, 2016).

Mahdzan, Zainudin y Shahri (2016) examina los determinantes de la política de dividendos de 640 empresas de diversos sectores listadas en el *Bursa Malaysia Stock Exchange* durante el 2005 y 2009. Los autores plantean que la política de dividendos está

determinada por el flujo de caja libre, tamaño de la empresa, rentabilidad (UPA), apalancamiento y oportunidades de crecimiento. Sin embargo, la regresión de datos de panel a través de efectos aleatorios demostró que la política de dividendos solo tiene una relación negativa y significativa por el tamaño de la empresa, la rentabilidad y el apalancamiento. Pero cuando los autores analizan sector por sector encuentran que los determinantes de la política de dividendos varían. Si bien se encontró que el flujo de caja libre no determina la política de dividendos de las empresas de Malasia en general, esta misma variable si tiene una relación positiva y significativa en el sector de materiales básicos (Mahdzan, Zainudin y Shahri, 2016). De esta manera, los fundamentos teóricos de la política de dividendos basados generalmente en economías desarrolladas pueden ser aplicados en economías emergentes.

Cristea y Cristea (2017) analizaron los determinantes de la política de dividendos de las empresas romaníes no financieras que cotizan en la bolsa de valores de Bucharest entre el 2007 y 2016. Utilizando datos de panel mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO) encontraron que el activo de la empresa, el apalancamiento financiero, el crecimiento y el estado de la economía (crecimiento del PBI) tienen una relación indirecta con la política de dividendos; solo la liquidez, medida a través de la prueba ácida, y la rentabilidad del patrimonio guardan relación positiva. Los resultados de esta investigación son útiles para académicos, analistas, inversionistas y entes reguladores en mercados emergentes (Cristea y Cristea, 2017).

Lestari (2018) analizó los determinantes de la política de dividendos de las empresas del sector manufacturero de Indonesia para el periodo de 2011 al 2015. Para lograr ello, el autor propuso una extensión del modelo de Lintner (1956) planteando las siguientes variables independientes: el flujo de caja, flujo de caja libre, el crecimiento de las ventas, tamaño de la empresa y el dividendo rezagado. Entre las conclusiones más significativas se encuentra la relación positiva entre el flujo de caja libre y el tamaño de la empresa con respecto al pago de dividendos. Estos resultados son consistentes con las teorías de señalización y costo de agencia (Lestari, 2018).

Rój (2019) mediante una regresión de Tobit buscó examinar cuáles son los determinantes de la política de pago de dividendos de las empresas corporativas no financieras de Polonia, las cuales cotizaron en la bolsa de valores de Varsovia en el periodo de 2008 al 2016. El autor realizó una extensión del modelo planteado por Lintner

(1956). Las variables independientes de la investigación son la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE), las oportunidades de inversión, el grado de endeudamiento y el tamaño de la empresa. Mediante la relación de estas con los dividendos pagados, el autor busca validar el cumplimiento de la teoría de jerarquización financiera, costos de agencias y señalización.

Entre sus conclusiones más importantes destacan la relación positiva y significativa entre los dividendos y el ROE, el tamaño de la empresa y las oportunidades de inversión. Por otro lado, el nivel de endeudamiento presenta una relación negativa con respecto a la variable dependiente. En base a estos resultados, Rój (2019) concluye que las teorías de costos de agencia y señalización se cumplen para las empresas estudiadas, pero aclara que no se puede afirmar la aplicación de la teoría de jerarquización financiera debido a que un aumento de las inversiones es seguido por un aumento de los dividendos, lo cual es inconsistente con la teoría propuesta por Myers y Majluf (1984). La razón de este último resultado se explica debido a la concentración de la economía polaca en la agricultura y manufactura.

Garg y Bhargaw (2019) analizaron los determinantes de la política de dividendos para las empresas corporativas de India listadas en la bolsa de valores de Bombay por un periodo de doce años comprendido desde 2002 al 2014. Los autores utilizaron una regresión lineal múltiple para aplicar el modelo de Lintner (1956) a la economía india. El modelo planteado por los investigadores busca explicar la política de pago de dividendos a través de la utilidad neta de las empresas, las oportunidades de inversión y el dividendo pagado del periodo anterior.

Los autores concluyeron que las utilidades netas y el dividendo rezagado son las únicas dos variables significativas, lo cual implica que el uso del modelo de Lintner (1956) es el adecuado para determinar los dividendos de las empresas estudiadas. Por otro lado, Garg y Bhargaw (2019) afirman que no existe relación estadísticamente significativa entre las oportunidades de inversión y los dividendos. Esto ocurre debido al comportamiento financiero de las empresas indias; ya que, muchas de ellas utilizan financiamiento externo para poder invertir, lo cual implicaría que los fondos generados por las empresas se destinen íntegramente al pago de dividendos. Es por ello que las oportunidades de inversión en las empresas de la India no afectan al pago de dividendos.

Valencia y Ruiz (2019) realizaron una investigación acerca de los determinantes de la política de dividendos para diversas empresas mexicanas que cotizan en la bolsa de valores de México. La periodicidad del estudio es trimestral y abarca desde el primer trimestre del 2009 al primer trimestre del 2013. Los autores plantearon un modelo de ecuaciones estructurales para poder evaluar el efecto que tiene la volatilidad de la caja (efectivo), la composición de los altos puestos de gerencia y cantidad de inversionistas institucionales sobre el pago de dividendos.

Una de las conclusiones más relevantes consiste en que cuando existe un vínculo entre los accionistas y la alta gerencia el pago de dividendos cae. Esto es consistente con la teoría de costos de agencia debido a que el problema del principal y agente se reduciría dado el vínculo familiar. Por otro lado, los autores concluyeron que cuando existe un gran número de inversionistas minoritarios el pago de dividendos aumenta. Este tipo de inversionistas evitarían empresas en donde el CEO esté relacionado con los accionistas mayoritarios; sin embargo, si el número de inversionistas minoritarios incrementa su poder de decisión en la empresa también lo hará, lo cual conlleva a un pago de dividendos más elevado.

Con respecto a los estudios empíricos realizados en economías en desarrollo que toman variables de concentración propietaria familiar, Usma y Ramírez (2010) investigaron acerca de los determinantes de la política de dividendos para las empresas no financieras colombianas que listan en la bolsa de valores de Colombia para el periodo 1997 a 2008. Los autores realizaron un modelo de datos de panel mediante efectos fijos para poder determinar qué variables financieras como no financieras afectan el volumen del pago de dividendos.

Dentro las conclusiones más relevantes se encuentra la relación positiva y significativa entre la rentabilidad sobre activos y el pago de dividendos. A raíz de esto, los autores afirman que el comportamiento del pago de dividendo de las empresas estudiadas es consistente con la teoría de costos de agencias. Asimismo, descubrieron que la relación de los dividendos con respecto al nivel de deuda es negativa, con lo cual ellos confirman la consistencia de la teoría de jerarquización financiera. Por otro lado, los autores exhiben que las empresas colombianas que adoptaron el código de buen gobierno corporativo tienden a pagar mayores dividendos. Esto se debe a que, al seguir dicho código, las empresas logran obtener mayor nivel de ganancias con lo cual tienen un nivel

holgado de liquidez que permite el pago de dividendos. Por último, los autores exponen que existe una relación inversa entre la concentración accionarial y el pago de dividendos. La explicación a este resultado se basa en la composición de la mayoría de las empresas colombianas. Dichas empresas suelen ser de propiedad familiar, lo cual implica un alto grado de concentración por parte de un número reducido de accionistas. Al estar altamente concentrado, el pago de dividendos disminuye; ya que, los accionistas mayoritarios buscan minimizar los beneficios percibido por los minoritarios.

González, Guzmán, Pombo y Trujillo (2014) plantearon un modelo de efectos aleatorios para analizar los determinantes de la política de pago de dividendos de 458 empresas colombianas para el periodo 1996-2006. El enfoque abordado por estos autores consistió en examinar el efecto de la política de pago de dividendos con respecto a la participación familiar del accionista mayoritario. Para ello, los autores plantearon las siguientes tres estructuras. La primera consiste en algún familiar del accionista mayoritario en algún puesto de gerencia. La segunda plantea que la familia fundadora ejerza un rol de supervisión sobre la compañía. La tercera consiste en que la familia fundadora está involucrada en el control de la empresa a través del directorio. Además, la investigación plantea indicadores financieros como variables de control.

Una de las conclusiones alcanzadas por los autores consiste en que cuando la familia fundadora supervisa la empresa, el pago de dividendos es menor. Esto se debe a que al supervisar la empresa los costos de agencia se elevan. La familia buscará su propio interés y buscará elevar sus beneficios por encima de los accionistas minoritarios. Por otro lado, cuando la familia fundadora está en un puesto de control los dividendos se elevan. Esto ocurre debido a que, en los países latinoamericanos, la mayoría de los inversionistas minoritarios son personas capacitadas que entienden del negocio y pueden hacer frente al accionar de la empresa fundadora que los perjudique directamente. Además, en base a las variables de control, los autores concluyeron que la rentabilidad sobre activos, el tamaño de la empresa y los años de la empresa tienen una relación positiva con respecto al pago de dividendos; y que el grado de endeudamiento tiene una relación inversa con respecto al mismo. Esto es consistente con las teorías de costo de agencia, señalización y jerarquización financiera respectivamente.

Por último, Yousaf, Ali y Hassan (2019) estudiaron el impacto del control familiar en la política de dividendos y si este también controla el impacto de factores específicos

en la política de dividendos de empresas no financieras que cotizan en el Karachi Stock Exchange en Pakistán, el periodo analizado es 2009 - 2016. La metodología empleada por autores fue momentos generalizados para la estimación de datos de panel. Los autores encuentran una relación negativa entre el control familiar y la política de dividendos, las empresas familiares pagan menos dividendos en Pakistán. Los resultados muestran que el control familiar, tamaño y los activos tangibles son los principales determinantes de la política de dividendos. Adicionalmente, encuentran que el control familiar no afecta los determinantes específicos de la política de dividendos (Yousaf, Ali y Hassan ,2019).

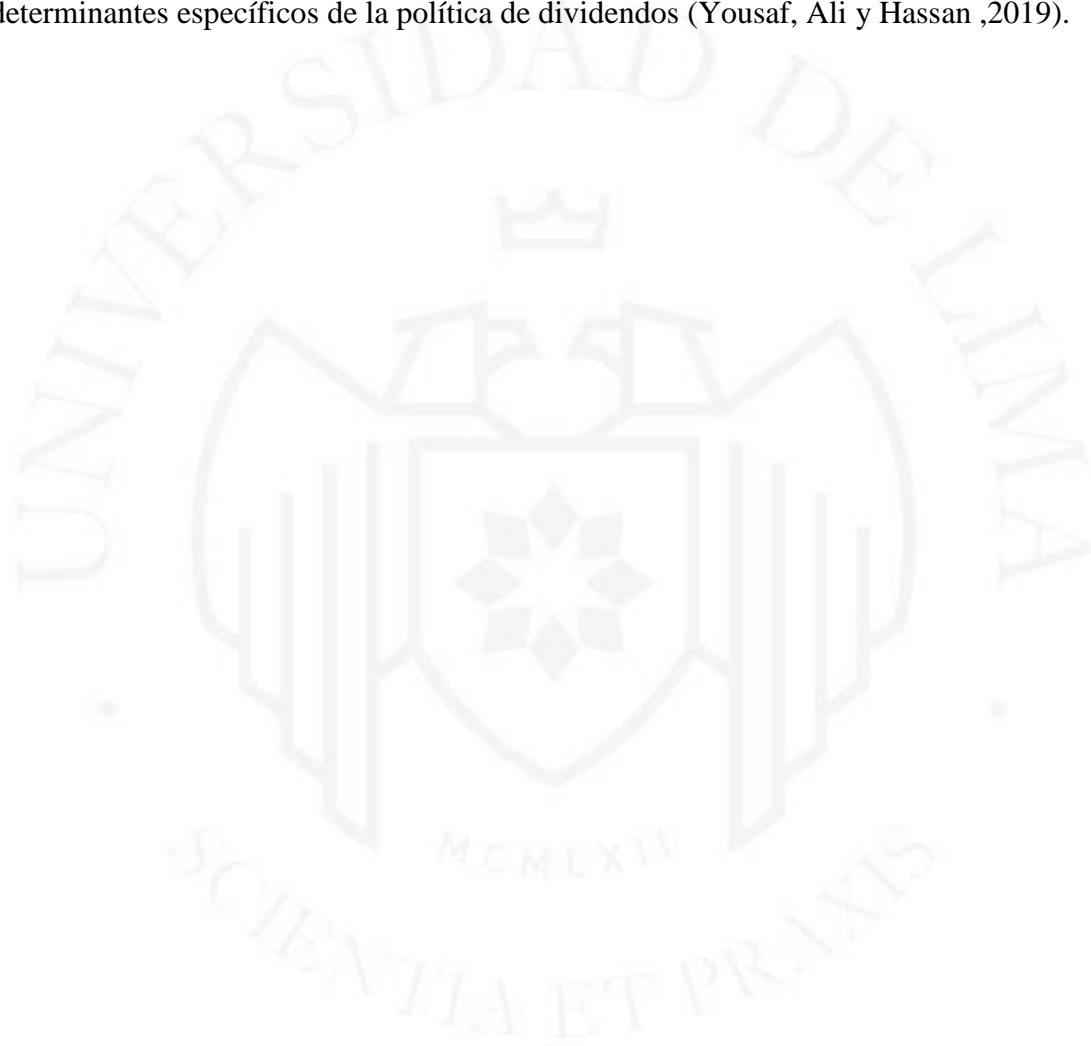


Tabla 1.1

Estudios empíricos más relevantes sobre los determinantes de la política de pago de dividendos

Autores	Año	Periodo de Estudio	País de la muestra	Sector	Método de análisis	Variables Significativas	Signos
Ali, Fengju, Goncalves de Andrade & Saeed.	2015	2001 - 2014	Pakistan	Textil	Efectos aleatorios	Constante	Negativo
						Insider ownership	Positivo
						Institutional ownership	Positivo
						Dividendo del año anterior	Positivo
						Rentabilidad	Negativo
Benavides, Berggrun & Perafan	2016	1995 - 2013	Latino América (Argentina, Brazil, Chile, Colombia, México y Perú)	Diversos	Efectos Fijos y Pooled Panel Regression	Rentabilidad	Positivo
						Apalancamiento Financiero	Negativo
						Oportunidades de Inversión	Negativo
						Ciclo de vida de la empresa	Negativo
						Buen gobierno corporativo	Positivo
González, Guzmán, Pombo & Trujillo	2014	1996 - 2006	Colombia	Diversas	Tobit	Participación familiar en la empresa, supervisión	Negativo
						Participación familiar en el control	Positivo
						Rentabilidad	Positivo
						Tamaño de empresa	Positivo
						Apalancamiento Financiero	Negativo
						Años de la empresa	Positivo
Jabbouri	2016	2004-2013	MENA	Diversos	Efectos Fijos	Tamaño	Positivo
						Apalancamiento Financiero	Negativo
						Oportunidades de crecimiento	Negativo
						Rentabilidad	Positivo
						Liquidez	Positivo
						Flujo de caja libre	Negativo
						Estado de la economía	Negativo

Nota: continúa en la página siguiente

(continuación)

Autores	Año	Periodo de Estudio	País de la muestra	Sector	Método de análisis	Variables Significativas	Signos
Lee	2010	2004 - 2008	Australia	Diversos	Tobit	Concentración de propiedad (minoritarios)	Positivo
						Rentabilidad	Positivo
						Tamaño de empresa	Positivo
						Apalancamiento Financiero	Negativo
						Empresa retail	Positivo
Mahdzan, Zainudin & Shahri	2016	2005-2009	Malasia	Diversos	Efectos aleatorios	Constante	Positivo
						Tamaño	Negativo
						Rentabilidad	Negativo
						Apalancamiento Financiero	Negativo
						Riesgo	Negativo
Rój	2019	2008 - 2016	Polonia	No financiero	Tobit	Rentabilidad	Positivo
						Oportunidades de Inversión	Positivo
						Apalancamiento Financiero	Negativo
						Tamaño de empresa	Positivo
Usma & Ramírez	2010	1997 - 2008	Colombia	No financiero	Efectos Fijos	Gobierno Corporativo	Positivo
						Rentabilidad	Positivo
						Apalancamiento Financiero	Negativo
						Concentración de propiedad	Negativo
Valencia & Ruiz	2019	2009 - 2013	México	Diversos	Structural Equations Model	Volatilidad	Positivo
						Vínculo familiar entre CEO y Accionistas	Negativo
						Inversionistas Institucionales	Positivo
Yousaf, Ali & Hassan	2019	2009-2016	Pakistan	Diversos	Método de momentos generalizados	Family ownership	Negativo
						Tamaño	Negativo
						Rentabilidad	Positivo
						Apalancamiento Financiero	Negativo
						Activos tangibles	Positivo

Elaboración propia

En general, las variables más utilizadas son el grado de apalancamiento, la rentabilidad y el tamaño de la empresa. Además, las metodologías de estimación más empleadas son efectos fijos y Tobit.

1.7 Enfoque teórico de la investigación

La política de dividendos se analiza desde los enfoques teóricos de costo de agencia, señalización y jerarquización financiera; es por ello, que estos representan el punto de partida teórico de la presente investigación. Estas postulaciones teóricas se complementan entre sí para poder brindar un análisis más extenso y detallado acerca de la política de dividendos; ya que, estas abarcan diferentes componentes de las finanzas corporativas que, como se puede observar en la revisión de literatura, afectan al pago de dividendos de una empresa, cuyos resultados varían entre economías y sectores.

Hasta el momento, no se ha hecho un análisis detallado acerca de los determinantes de los dividendos para el caso peruano. Cárcamo (2018) investigó el sector minero peruano analizando los efectos de los precios de los *commodities* sobre la estructura de capital de las mineras peruanas. En este mencionó a los dividendos como variable explicativa de la estructura de capital; sin embargo, no realizó un análisis a fondo de ellos. Es por ello que el aporte principal de la investigación se centra en el estudio de los determinantes de la política de pago de dividendos para las empresas del sector minero del Perú. Además, al medir la composición de los accionistas mediante una variable *dummy*, ayuda a los *policy makers* a implementar las medidas necesarias para mejorar la protección de los accionistas minoritarios; también, para la toma de decisiones de los inversionistas y gerentes. Además; dada la importancia que tiene el sector minero en la productividad peruana, tomar en cuenta como variable de control el crecimiento del PBI es una buena manera de representar en nuestro modelo dicha relevancia.

A partir de las postulaciones teóricas y la revisión de literatura, el modelo a estudiar está especificado de la siguiente manera:

$$Div_{it} = \beta_1 Fcl_{it} + \beta_2 U.Neta_{it} + \beta_3 Tamaño_{it} + \beta_4 Apalancamiento_{it} \\ + \beta_5 Op.Inversión_{it} + \beta_6 Concentración_{it} + \beta_7 PBI_{it} + \varepsilon_{it}$$

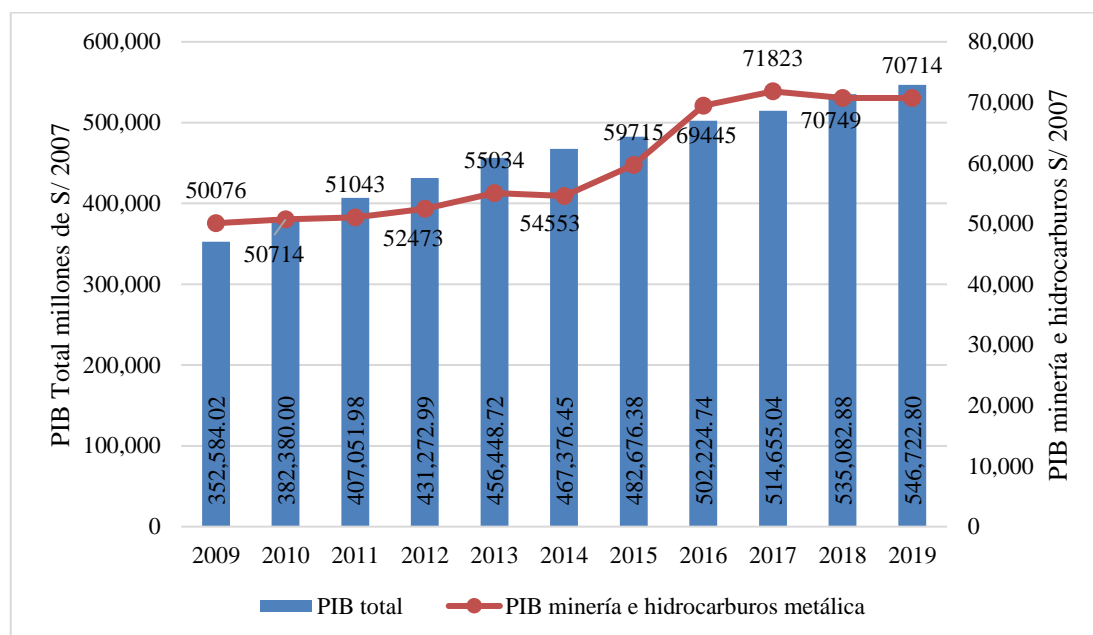
CAPÍTULO II: LE SECTOR MINERO EN EL PERÚ

2.1 El sector minero en la economía

De acuerdo con las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), durante el periodo de análisis, el sector ha aportado en promedio un 12.93% al PIB, siendo este el segundo sector más representativo de la economía peruana por debajo del sector manufactura. En la figura 2.1 se puede observar que el sector minero ha ido creciendo a lo largo del tiempo junto con el crecimiento del producto interno bruto. Por un lado, se puede visualizar que la actividad económica del Perú ha crecido a un ritmo constante. Durante el periodo en estudio, en términos reales, el país ha crecido en promedio a un 4.19% anualmente (BCRP, s.f.). Por otro lado, la evolución del sector minero ha sido relativamente volátil. En términos reales, el sector creció en 3.33% en promedio desde el 2009 al 2019, teniendo un crecimiento máximo de 21.2% en el 2016 y un decrecimiento máximo de 2.7% en el 2010 (BCRP, s.f.). Estas variaciones se basan en el alza y la baja de los precios internacionales de los minerales, respectivamente.

Figura 2.1

Producto Bruto Interno por sectores (millones S/ 2007)



Nota. De *Producto bruto interno por tipo de gasto (variaciones porcentuales reales)* – PBI, por Banco Central de Reserva del Perú, s.f.

(<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM04923AA/html/2009/2019/>)

De *Producto bruto interno por sectores productivos (variaciones porcentuales reales)* – Minería e Hidrocarburos – Minería Metálica, por Banco Central de Reserva del Perú, s.f.

(<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM04973AA/html/>)

En el 2019 el sector minero presentó una contracción (-0.8%) debido a choques de oferta, lo cual se vio reflejado en un crecimiento menor del PIB respecto al del 2018; ya que, para el 2019 el Perú creció 2.2% mientras que el 2018 un 4%. Otro de los factores que contribuyó con la contracción del sector durante el 2019 fue la menor producción de oro, plata y zinc, cayendo un 8.4%, 7.2% y 4.7% respecto al año anterior respectivamente. Fueron el cobre, hierro, molibdeno, estaño y plomo, los metales cuya producción creció en 0.8%, 6.1%, 8.6%, 6.7% y 6.6% respectivamente. Por otro lado, durante el 2019 el sector desembolsó 6,157 millones de dólares en inversiones, siendo este un aumento del 24% respecto al año anterior (BCRP, 2020).

En el 2015 el sector minero experimentó un crecimiento (8.4%) muy por encima del periodo anterior gracias al dinamismo del sector, contribuyendo con el crecimiento del PBI peruano del 3.3%. El desempeño positivo del sector se dio gracias a que la extracción de cobre, oro, zinc, plomo y plata creció en 25.8%, 3.5%, 8.1%, 13.9%, 8.9% en comparación al año anterior, respectivamente. Es importante destacar que el

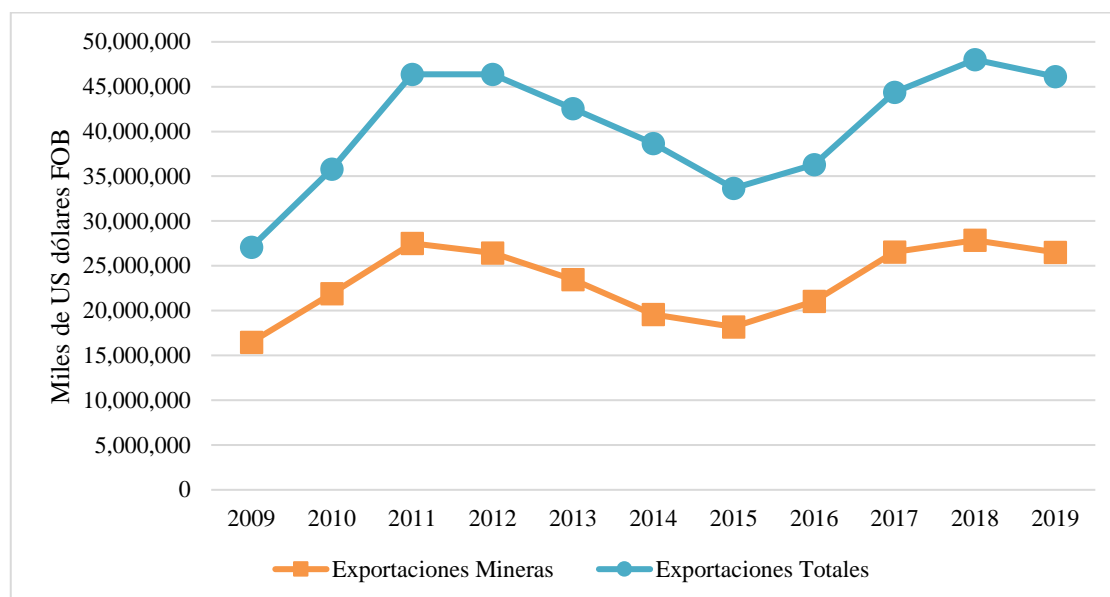
crecimiento en la extracción de cobre fue la tasa más alta de los últimos once años precedentes al 2015. Asimismo, el sector realizó inversiones por un total de 7,5 mil millones de dólares (BCRP, 2016). De esta manera, queda en evidencia que, a través de las decisiones de las empresas respecto a la extracción de los minerales y sobre las inversiones, el sector minero tiene un alto impacto sobre la actividad económica del Perú; sin embargo, estas decisiones y el desempeño de las empresas están sujetas a los precios de los *commodities* del mercado internacional.

Según las cifras publicadas por la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria (SUNAT) las exportaciones peruanas han estado caracterizadas por tener una alta participación del sector minero. Durante el periodo de análisis, la participación del sector ha representado, en promedio, el 57% del total de las exportaciones. En el 2010 la economía peruana se venía recuperando luego de haber vivido la crisis financiera internacional, asimismo, se ve que las exportaciones también aumentaron gracias al aumento en los precios de los *commodities* y una mayor liquidez internacional. Lo cual se vio reflejado en que las exportaciones mineras acumularon un valor de 21,723 millones de dólares. Esto coincide con la recuperación de la actividad económica de nuestros principales socios comerciales, Estados Unidos y China (BCRP, 2011).

En la figura 2.2 se observa que la evolución de las exportaciones totales y las del sector minero guardan una estrecha relación, ambas líneas mantienen la misma tendencia. Además, este es lo suficientemente grande como para lograr variaciones con respecto a los montos totales exportados por el Perú; por lo que, a medida que el sector se desarrolle y crezca, se verán mejoras en la actividad económica a través de las exportaciones, *ceteris paribus*. Por otro lado, se puede apreciar en la figura 2.2 una aceleración en las exportaciones desde el 2009 hasta el 2012, luego se observa una disminución hasta el 2015 para después recuperarse hasta el 2018 y finalmente en una leve caída en el 2019. Dicha tendencia está relacionada con las variaciones de los precios de los *commodities* en el mercado internacional (ver figura 2.3).

Figura 2.2

Exportaciones peruanas y exportaciones del sector minero (2009-2019)



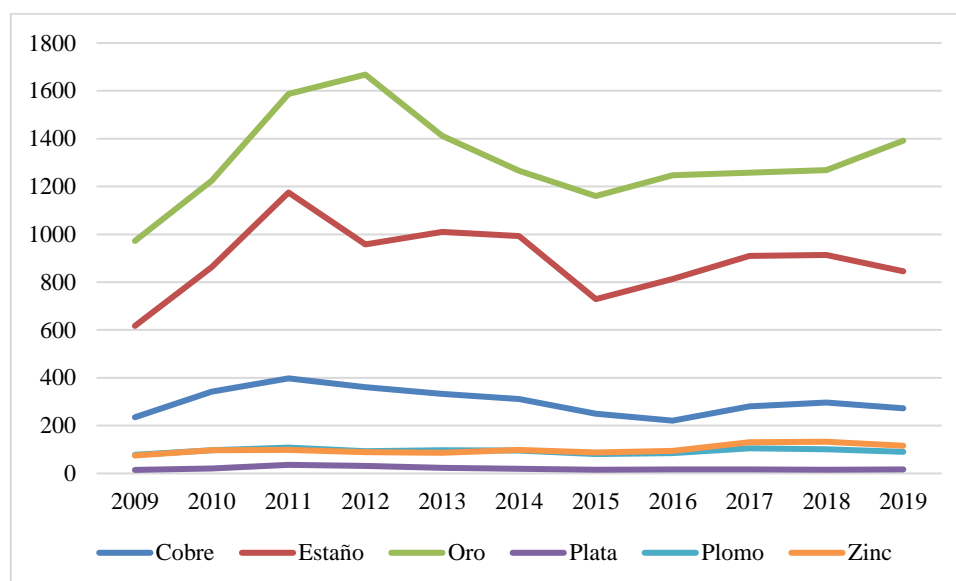
Nota. De Cuadro G1: *Exportación Definitiva por Sector Económico*, por Superintendencia Nacional de Administración Tributaria, s.f.

(https://www.sunat.gob.pe/estadisticasestudios/nota_tributaria/cdro_G1.xlsx)

Según el reporte de análisis sectorial minería de Osinergmin, los precios anuales de zinc, estaño, oro, cobre, plata, plomo y otros minerales alcanzaron un máximo en el 2011. Esto se debió a la sobredemanda por parte de China y otros países emergentes. Como se puede observar en la figura 2.3, los precios alcanzaron los picos más altos en el 2011 y 2012 y luego se han ido reduciendo a través de los años con algunas interrupciones ocasionadas por períodos de alza debido a la escasez. La recuperación del precio de los metales en el 2016 se debió al mejor desempeño de la economía China y a la debilidad del dólar (Osinergmin, 2016). El precio de los minerales, al igual que la mayoría de bienes y servicios, depende de la demanda y la oferta. La caída de los precios puede ser explicada por un exceso de oferta por parte de las mineras en los años posteriores al 2011. Por otro lado, el precio del oro se mantiene alto debido a que para muchos este es un representa un activo de cobertura de riesgo.

Figura 2.3

Cotizaciones internacionales de minerales básicos y metales preciosos (USD/Onza Troy o USD/Libras)



Nota. De Cotizaciones internacionales (promedio del periodo) - Cobre - LME ($\text{¢US\$}$ por libras), por Banco Central de Reserva del Perú, s.f (<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05568XA/html>)
De Cotizaciones internacionales (promedio del periodo) - Estaño - LME ($\text{¢US\$}$ por libras), por Banco Central de Reserva del Perú, s.f (<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05569XA/html>)
De Cotizaciones internacionales (promedio del periodo) - Oro - LBMA (US\$ por onzas troy), por Banco Central de Reserva del Perú, s.f (<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05570XA/html>)
De Cotizaciones internacionales (promedio del periodo) - Plata - H.Harman (US\$ por onzas troy), por Banco Central de Reserva del Perú, s.f (<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05571XA/html>)
De Cotizaciones internacionales (promedio del periodo) - Plomo - LME ($\text{¢US\$}$ por libras), por Banco Central de Reserva del Perú, s.f (<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05572XA/html>)
De Cotizaciones internacionales (promedio del periodo) - Zinc - LME ($\text{¢US\$}$ por libras), por Banco Central de Reserva del Perú, s.f (<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05573XA/html>)

Por otro lado, es imperativo evaluar la contribución del sector minero en la generación de empleo formal. Según el Ministerio de Energía y Minas [MINEM] (2019), una de las características de este sector es que las remuneraciones pagadas son de las más altas en comparación con las de otros sectores; sin embargo, al ser una actividad intensiva en capital, el empleo que genera directamente para el sector es menor en comparación por otros sectores. En línea con esto, el Instituto Peruano de Economía [IPE] (2017)

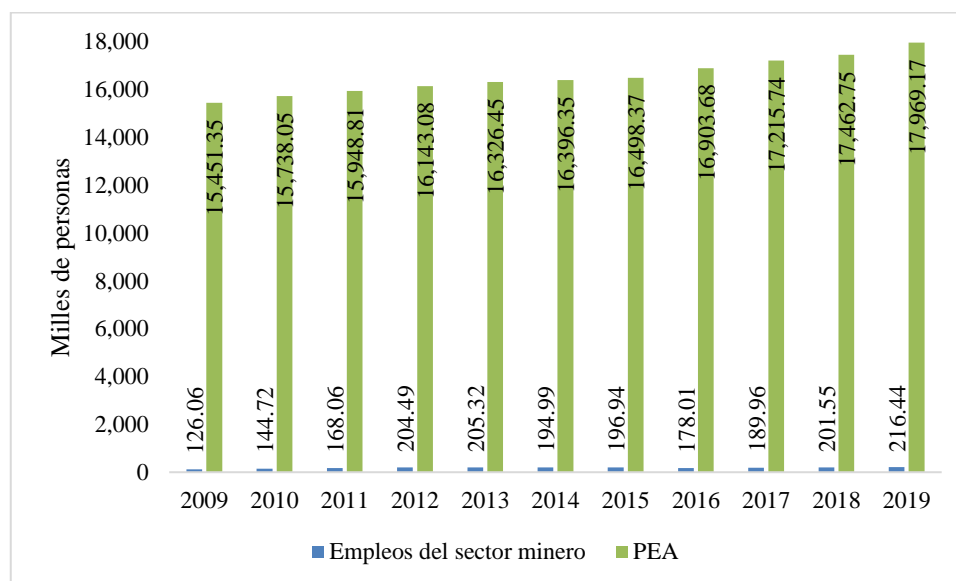
indica que existe un efecto multiplicador; es decir, por cada empleo generado por la minería se crean 6.25 en toda la economía peruana.

En la figura 2.4 se observa el número de trabajadores del sector minero, cifras publicadas por el MINEM; además, la Población Económicamente Activa (PEA), cifras publicadas por el INEI. A julio de 2019 el sector generó 216,436 empleos, concentrando principalmente en las regiones Arequipa, Junín, Lima, Cajamarca, La Libertad, Ica, entre otros (MINEM, 2019). Además, se puede apreciar que el empleo en el sector minero ha ido creciendo a lo largo de los años, con ciertos años más acelerados que otros. Se puede observar que ha habido una tendencia de crecimiento en la empleabilidad de este sector hasta el 2013. Luego, se ha mantenido relativamente constante, disminuyendo un poco por debajo de los 200,000 puestos de trabajo. Este gran crecimiento a lo largo de los años nos indica que el sector minero se ha expandido y que por lo tanto su capacidad de poder ofrecer trabajo ha aumentado. A fines del 2011 e inicio del 2012, iniciaron una serie de problemas sociales que ocasionaron que se declare estado de emergencia en la ciudad de Cajamarca. Las manifestaciones de los locales en contra del proyecto Conga de la mina Yanacocha ocasionó pérdidas considerables en su producción, por lo que, en el 2014, cuando se anunció que el proyecto no podía ser efectuado, la mina Yanacocha empezó a despedir progresivamente a todo el personal que sea prescindible.

La PEA del sector de minería representa, en promedio, el 1% de la PEA total del Perú. Aunque la minería contribuye en la generación de empleo, esta no lo hace en volúmenes grandes debido a que es un sector cuya actividad es intensiva en capital. Por lo tanto, la capacidad de empleabilidad del sector minero en la economía peruana no es tan relevante como lo es sus agregados monetarios y productivos.

Figura 2.4

Población Económicamente Activa en miles de personas (2009-2019)



Nota. De *Dashboard empleo*, por Ministerio de Energía y Minas, s.f.

(<http://mineria.minem.gob.pe/dashboard/empleo>)

De *Sector minería brinda empleo a más de 216 mil personas*, por Ministerio de Energía y Minas, 2019

(<http://www.minem.gob.pe/detallenoticia.php?idSector=23&idTitular=9441>)

Dada la importancia descrita hasta ahora del sector minero en la actividad económica peruana, es importante hablar sobre los aspectos tributarios del sector ya que estos representan una buena parte de los ingresos del país. Al igual que cualquier sector productivo, se debe pagar el Impuesto a la Renta y el Impuesto General a la Ventas (IGV) y las respectivas contribuciones a EsSalud y a la Oficina de Normalización Previsional. No obstante, a diferencia de los demás sectores, el sector minero paga Regalías Mineras, Impuesto Especial a la Minería y Gravamen Especial a la Minería, los cuales son recaudados por la SUNAT. Es importante mencionar que las Regalías Mineras y el Gravamen Especial a la Minería son considerados como Ingresos No Tributarios.

Según la Ley N.º29788 (2011), que entró en vigencia en setiembre del 2011 y que modifica la Ley N.º28258, define a la Regalía Minera como “la contraprestación económica que los sujetos de la actividad minera pagan al Estado por la explotación de los recursos minerales metálicos y no metálicos” (p.1). El término “sujetos de la actividad minera” incluye a los titulares de las concesiones mineras y a los cesionarios encargados de la explotación de los minerales (Ley N.º29788, 2011). La regalía se calcula aplicando a la utilidad operativa trimestral de las empresas mineras la tasa efectiva, esta tasa es

“establecida en función al margen operativo del trimestre. El monto resultante se comparará con el 1% de las ventas trimestrales y se paga el mayor” (Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía [SNMPE], 2018, pág. 16). La pequeña minería y la minería artesanal tienen una tasa de 0% para el pago de regalías mineras (Ley N.º29788, 2011).

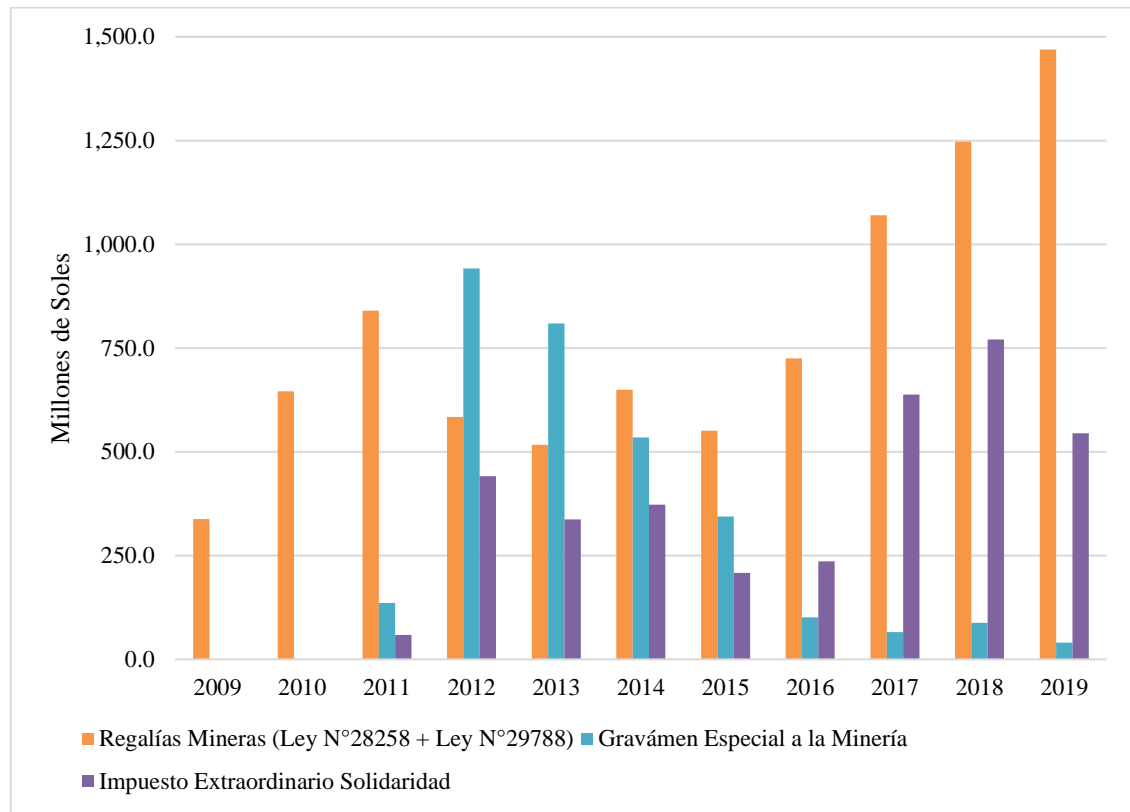
En el 2011 se promulga la Ley N.º29789 que crea el Impuesto Especial a la Minería, que grava la utilidad operativa de los sujetos de la actividad minera, proveniente por la venta de los recursos minerales metálicos en el estado que estén, así como los que provienen por los autoconsumos y retiros no justificados de los referidos bienes. La periodicidad de este tributo es trimestral (Ley N.º29789, 2011). La determinación de este impuesto se realiza “trimestralmente aplicando sobre la utilidad operativa trimestral la tasa efectiva, esta tasa es establecida en función al margen operativo del trimestre” (SNMPE, 2018, pág. 16)

El Gravamen Especial a la Minería está regulado por la Ley N.º 29790 promulgada en el 2011. El gravamen es un recurso público que se origina por la explotación de recursos naturales no renovables. Se aplica a “los sujetos de la actividad minera en mérito y a partir de la suscripción de convenios con el Estado, respecto de proyectos por los que se mantienen vigentes contratos de garantía y medidas de promoción a la inversión” (Ley N.º 29790, 2011, pág. 1). Cabe recalcar que las empresas mineras realizan el pago del Impuesto Especial a la Minería o el Gravamen Especial a la Minería, mas no ambos.

La figura 2.5 contiene los montos desembolsados por Regalías Mineras, Impuesto Especial a la Minería y el Gravamen Especial a la Minería hacia el gobierno central. Debido a que la Ley que regula la Regalía Minera se promulgó en el 2004 (Ley N.º28258) y modificada en el 2011 (Ley N.º29778) es el único monto que aparece en toda la serie de tiempo analizada, mientras que las leyes que regulan el Impuesto Especial a la Minería y el Gravamen Especial a la Minería fueron promulgadas en el 2011. Se puede ver que la tendencia es similar a los aportes del sector minero en el PIB peruano.

Figura 2.5

Ingresos del Gobierno Central obtenidos del régimen del sector minero (2009-2019)



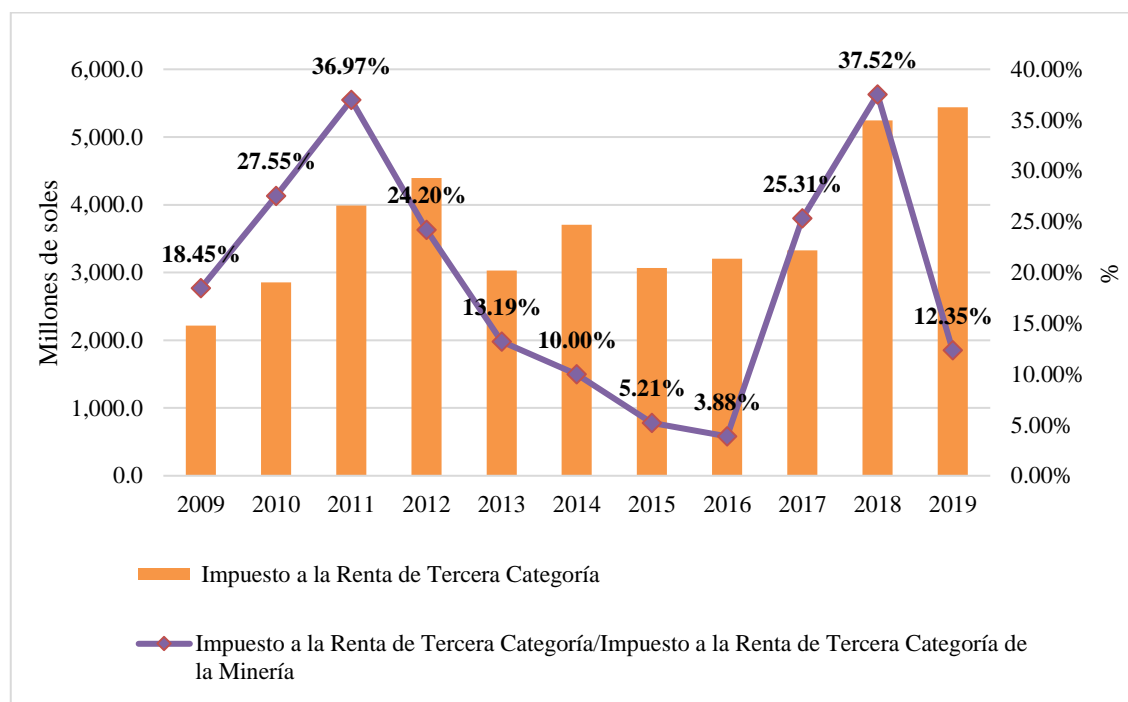
Nota. Cuadro A1: Ingresos del Gobierno Central Consolidado, por Superintendencia Nacional de Administración Tributaria, s.f.

https://www.sunat.gob.pe/estadisticasestudios/nota_tributaria/cdro_A1.xls

El sector minero durante el periodo de análisis ha representado en promedio el 19.51% de la recaudación del Impuesto a la Renta de Tercera Categoría. La figura 2.6 muestra la evolución de la recaudación de dicho tributo. La menor recaudación se debe a la disminución de la tasa impositiva de 30% durante el 2009-2014 a 28% durante el 2015 y 2016, finalmente desde el 2017 cambio a 29.5%. Por otro lado, esta disminución se debe a los desembolsos de dinero correspondientes a las Regalías Mineras, Impuesto Especial a la Minería y Gravamen Especial a la Minería, los cuales se pueden deducir como gasto al momento de calcular el Impuesto a la Renta (SNMPE, 2018).

Figura 2.6

Impuesto a la Renta de Tercera Categoría - Sector minero (2009-2019)



Nota. De Cuadro A11: Ingresos Tributarios recaudados por la SUNAT – Impuesto a la Renta Regularización de tercera categoría según actividad económica, por Superintendencia Nacional de Administración Tributaria, s.f.

https://www.sunat.gob.pe/estadisticasestudios/nota_tributaria/cdro_A11.xlsx

Otro aporte importante que realiza el sector minero es el Canon Minero, este es una porción de los ingresos y rentas que obtiene el Estado provenientes de la actividad minera, por la explotación de los recursos minerales, metálicos y no metálicos (Ley N.º27506, 2001). El canon minero se constituye por el 50% de todos los “Ingresos y Rentas que pagan los titulares de la actividad minera por el aprovechamiento de los recursos minerales, monto que no podrá ser afectado por los beneficios e incentivos tributarios que recaigan sobre el Impuesto a la Renta” (Ley N.º27506, 2001, pág. 5). Desde el 2004 la repartición hacia los Gobiernos Regionales y Locales se realiza según los índices de distribución establecidos por el Ministerio de Economía y Finanzas en base a criterios de Población y de Necesidades Básicas Insatisfechas, la distribución se realiza de la siguiente manera:

- El 10% para los gobiernos locales de la municipalidad o municipalidades donde se explota el recurso.

- El 25% para las municipalidades distritales y provinciales de los lugares donde se explota el recurso.
- El 40% para los gobiernos locales de los departamentos de las regiones en las que se explota el recurso.
- El 25% para los gobiernos regionales en los que se explota el recurso (Ley N.º27506, 2001).

En caso haya más de una municipalidad, la repartición es equitativa; además, los gobiernos regionales deben destinar el 20% del total recibido del canon a universidades públicas de su región con la finalidad de invertir en investigación científica y tecnológica para potenciar el desarrollo regional (Ley N.º27506, 2001)

En síntesis, el sector minero es de suma importancia para la actividad económica del Perú. Como se ha observado, este sector es representativo tanto al nivel de PIB, exportaciones y recaudación tributaria. No obstante, este no es representativo para la creación del empleo en el país.

2.2 El sector minero en el mercado bursátil peruano

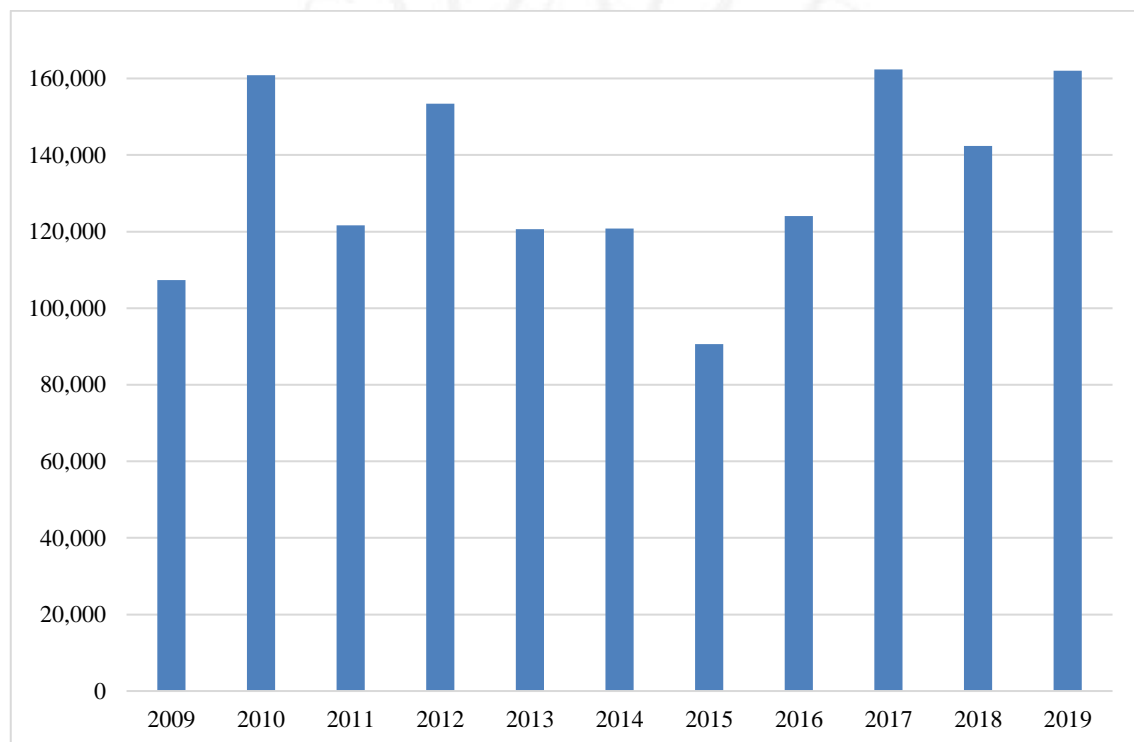
La Bolsa de Valores de Lima (BVL) fue fundada el 31 de diciembre de 1860 e inició operaciones el 7 de enero de 1861, siendo su objetivo principal el de “facilitar la negociación de los valores inscritos en bolsa, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente” (BVL, s.f.). Con 160 años desde su constitución, la bolsa ha sido parte de diversas reformas y reestructuraciones, las cuales han servido para el continuo desarrollo y evolución del mercado financiero peruano (BVL, s.f.). Los tres servicios financieros más representativos que ofrece las BVL son los segmentos de renta variable, instrumentos de deuda y las operaciones de reportes realizadas por el Banco Central del Perú. Además, las empresas listadas en la bolsa se pueden clasificar en 8 sectores económicos: Administradoras de Fondos de Pensiones, agrario, bancos y financieras, industriales, mineras, seguros, servicios públicos y diversas

En la figura 2.7 se puede observar la evolución del volumen total transado por la bolsa de valores peruana. En el periodo de análisis, la capitalización bursátil ha presentado una alta volatilidad, obteniendo un mínimo de 90,657 millones de dólares en

el 2015 y un monto máximo de 162,355 millones de dólares en el 2017. El motivo de la caída del volumen transado al cierre del 2015 se basa en la caída de los precios internacionales de las materias primas, la desaceleración de la economía china y el alza de la tasa de interés estadounidense (Gestión, 2015). Asimismo, el monto máximo alcanzado en el 2017 se obtuvo gracias a un alza en los precios internacionales de los commodities (Gestión, 2017).

Figura 2.7

Capitalización Bursátil de la BVL en millones de dólares (2009 - 2019)



Nota. De Informe Bursátil – Diciembre 2011, por Bolsa de Valores de Lima, 2011

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2011_12.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2014, por Bolsa de Valores de Lima, 2014

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2014_11.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2017, por Bolsa de Valores de Lima, 2017

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2017_12.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2020, por Bolsa de Valores de Lima, 2020

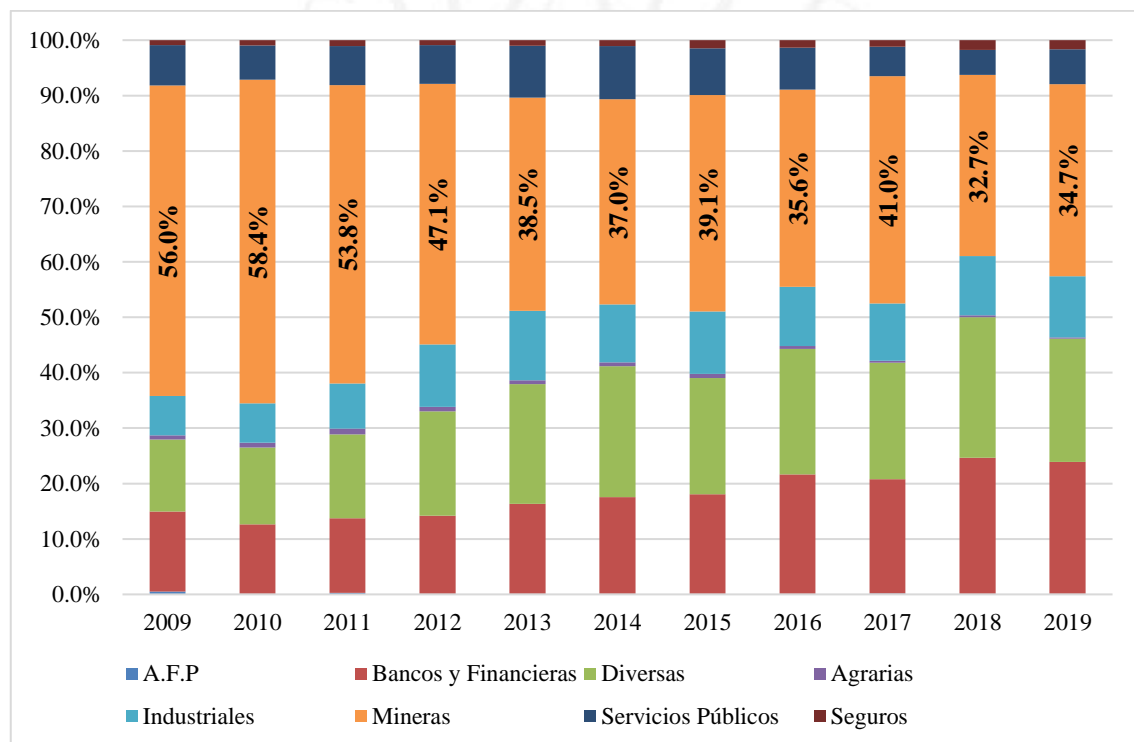
(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2020_12.pdf)

Para poder determinar la importancia del sector minero en el mercado bursátil es necesario descomponer la capitalización bursátil de la BVL por los sectores económicos de las empresas listadas en la bolsa. En la Figura 2.8 se observa que el sector minero se ha mantenido como el sector económico con el mayor volumen transado de la BVL. En el 2010, la capitalización bursátil de todas las empresas mineras listadas en la bolsa

alcanzó una participación máxima de 58.4% del volumen total transado. Luego, esta se fue contrayendo hasta alcanzar una participación de 34.7% en el 2019, lo cual se explica debido a la caída de los precios de los *commodities* del 2012 al 2015 y al desarrollo del sector financiero peruano. Por lo tanto, se puede afirmar que el sector minero es de suma importancia para el mercado bursátil peruano.

Figura 2.8

Estructura de la Capitalización Bursátil de la BVL por sectores económicos (2009 - 2020)



Nota. De Informe Bursátil – Diciembre 2011, por Bolsa de Valores de Lima, 2011

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2011_12.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2014, por Bolsa de Valores de Lima, 2014

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2014_11.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2017, por Bolsa de Valores de Lima, 2017

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2017_12.pdf)

De Informe Bursátil – Diciembre 2020, por Bolsa de Valores de Lima, 2020

(https://documents.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2020_12.pdf)

Actualmente, veinte y siete empresas mineras cotizan en BVL a través de instrumentos de deuda y patrimonio. De estas, 17 cotizan sus acciones comunes; 4, acciones de inversión; y 4 de ambos tipos. La presente investigación comprende a las empresas mineras que cotizaron sus acciones en la BVL entre el 2009 al 2019. Además,

también se tomó en cuenta las empresas cuyas acciones se han mantenido activas a lo largo del periodo de análisis.

Tabla 2.1

Empresas seleccionadas para la investigación

Razón Social	Mineral extraído
Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	Oro, plata, plomo y zinc.
Sociedad Minera Corona S.A.	Cobre, plata, plomo y zinc.
Minsur S.A.	Estaño y Oro.
Nexa Resources Peru S.A.A.	Cobre, plomo y zinc.
Quimpac S.A.	Sal gema y sal roca.
Compañía Minera Santa Luisa S.A	Cobre, plomo y zinc.
Shougang Hierro Peru S.A.A.	Cobre y hierro.
Southern Perú Copper Corporation - Sucursal del Perú	Cobre, molibdeno, plata y zinc.
Volcan Compañía Minera S.A.A.	Plata, plomo y zinc.
Elaboración propia	

2.3 Política de dividendos del sector minero peruano: Marco Legal

En el Perú existen dos leyes sobre las cuales se rige la política de dividendos de cualquier empresa, estas son la Ley de Mercados de Valores y la Ley General de Sociedades. Según el Artículo 85 de la Ley de Mercado de Valores (1996) todas las empresas que tengan valores de oferta pública inscritos en El Registro Público del Mercado de Valores deben tener una política de dividendos que estipule explícitamente los criterios para la distribución de utilidades, la cual debe ser aprobada por la Junta General de Accionistas (JGA). Asimismo, la Ley indica que el establecimiento o la modificación de las condiciones de la política de dividendos debe ser anunciada al menos 30 días antes de que entre en vigencia; además, se le considera un hecho de importancia y su cumplimiento es obligatorio, salvo causas de fuerza mayor que deben ser acreditadas (Decreto Legislativo N.º00861, 1996).

Por su parte, la Ley General de Sociedades (Ley N° 26887) indica que la JGA posee discrecionalidad sobre la repartición de dividendos. El Artículo 230 establece reglas para la distribución de dividendos, entre ellas indica que el pago de dividendos se puede realizar únicamente en razón de las utilidades obtenidas por la empresa o de sus reservas de libre disposición, siempre que el patrimonio neto de la empresa no sea menor al capital pagado. Además, estipula que todas las acciones de la empresa tienen el mismo derecho a recibirlo, salvo disposición contraria del estatuto o acuerdo de la JGA. Adicionalmente, permite que la facultad de acordar la distribución de dividendos pueda ser delegada al Directorio (Ley N.º26887, 1997).



CAPÍTULO III: ANÁLISIS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DE LAS EMPRESAS MINERAS Y SUS DETERMINANTES

3.1 Evolución de la política de dividendos

La variable de dividendos está compuesta por los dividendos pagados, en millones de soles, por las nueve empresas mineras en estudio desde el 2009 al 2019. La tabla 3.1 contiene datos estadísticos que permiten evaluar el pago de dividendos de cada una de las empresas seleccionadas.

Tabla 3.1

Estadística descriptiva de los dividendos pagados por empresa

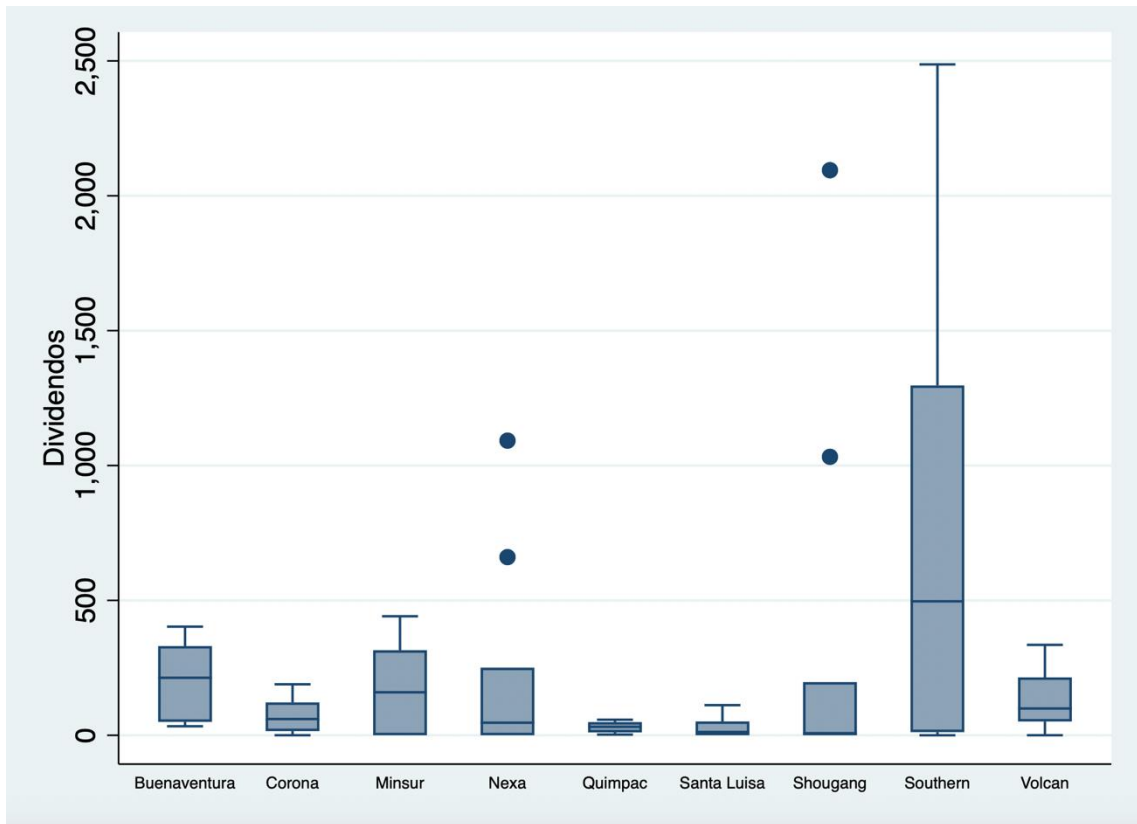
Empresa	Media	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desviación estándar	Coefficiente de variación
Buenaventura	195.79	213.10	33.40	402.60	138.17	0.71
Corona	74.39	60.14	0.13	188.94	58.52	0.79
Minsur	188.41	159.30	0.00	441.10	156.39	0.83
Nexa	204.10	46.50	0.00	1,092.30	353.30	1.73
Quimpac	29.47	31.30	2.70	57.50	19.75	0.67
Santa Luisa	29.89	12.30	0.00	111.60	41.19	1.38
Shougang	307.30	7.60	0.00	2,094.90	667.50	2.17
Southern	814.50	496.50	0.00	2,487.20	927.80	1.14
Volcan	129.93	99.30	0.20	335.20	102.57	0.79
Promedio Total	219.31	125.12	0.00	2,487.20	451.96	2.06

Elaboración propia

Por un lado, se puede observar que, en promedio, el pago de dividendos tiene un coeficiente de variación de 2.06. Esto indica que los dividendos pagados tienen un alto grado de dispersión, lo cual se justifica por la diferencia entre los resultados de las nueve empresas estudiadas. A pesar de que estas pertenecen al mismo sector, algunas de ellas tienen operaciones más grandes que las otras; por lo que, generan un mayor volumen de ganancias. Asimismo, al observar los valores mínimos, ha habido años en los que las mineras no pagaron dividendos, tal es el caso de Minsur en el 2016, 2018 y 2019; Nexa en el 2009, 2013 y 2018; Santa Luisa en el 2009, 2014 y 2016; Shougang en 2009, 2011 y 2.15; y Southern en 2016. Esto, sumado a los diferentes montos distribuidos de cada minera, contribuye a la alta dispersión de los datos. La figura 3.1 expone el diagrama de caja de la variable endógena por cada empresa. En este se puede observar tanto la disparidad entre las empresas al momento de pagar dividendos como la presencia de numerosos outliers. Además, también se visualiza que las empresas que en promedio han pagado un menor volumen de dividendos han sido Corona, Quimpac y Santa Luisa.

Figura 3.1

Diagrama de caja de los dividendos pagados por empresa, millones de soles (2009 - 2019)



Fuente: Bloomberg (2020)

Figura 3.2

Índice de precios de todos los metales mensual a año base 2016 (2009 - 2019)



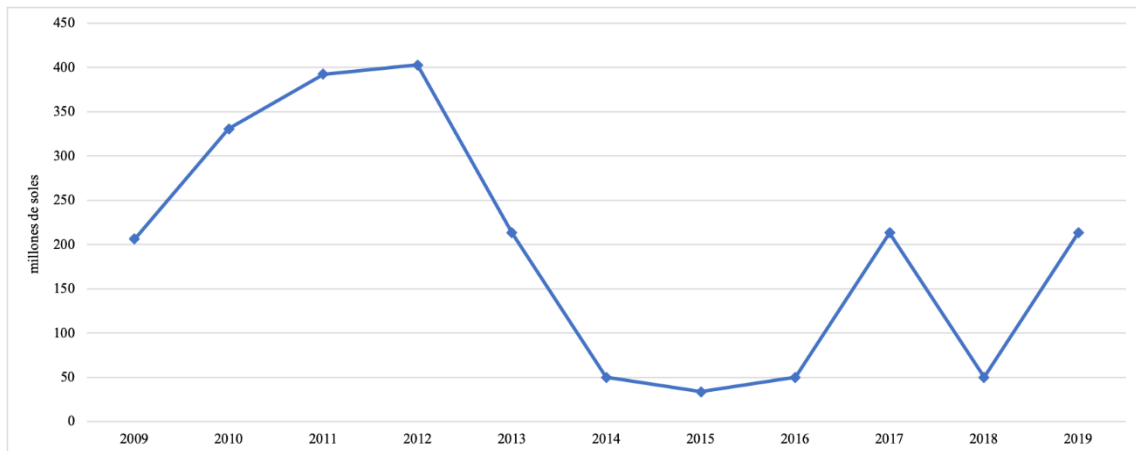
Nota. De Primary Commodity Prices (All Metals Index), por Fondo Monetario Internacional, s.f. (<https://www.imf.org/-/media/Files/Research/CommodityPrices/Monthly/external-datajanuary.ashx>)

Por otro lado, la política de dividendos está estipulada en los estatutos de cada empresa, haciendo que cada política sea única. Dichas directrices están sujetas al desempeño de la empresa por lo que la decisión de declarar o no el pago de dividendos depende de la gestión operativa, los objetivos corporativos y las obligaciones que la empresa tenga con terceros. Teniendo esto en cuenta, es importante conocer lo estipulado por cada empresa con respecto a su política de dividendos.

La política de dividendos de Buenaventura indica que se hará efectivo el pago de dividendos anualmente de al menos el 20% de las utilidades netas generadas por la empresa y por las empresas subsidiarias en las cuales ejerce el control (Compañía de Minas Buenaventura, s.f.). Asimismo, los estatutos de la empresa indican que solo se declaren dividendos en razón de las utilidades realmente obtenidas o de reservas en efectivo de libre disposición, siempre que el valor del activo no sea inferior al capital social; además, estos se efectuarán según la forma y oportunidades determinadas por la Junta General de Accionistas (JGA) (Compañía de Minas Buenaventura, s.f.). Al observar la Figura 3.3, se puede visualizar que el pago de dividendos de Buenaventura ha sido continuo, siendo el pico más alto en año 2012 seguido por una caída en el volumen declarado. Como se mencionó en la introducción, esta caída se debió a la baja de los precios de los *commodities* (ver Figura 3.2) causado por el exceso de oferta por parte de las empresas mineras y la desaceleración de la economía China. Al bajar el precio de los *commodities*, los ingresos de la empresa se ven afectados negativamente, por lo que la empresa cuenta con menos ganancias para repartirlas a sus accionistas como dividendos.

Figura 3.3

Evolución del pago de dividendos de la minera Buenaventura en millones de soles (2009 – 2019)

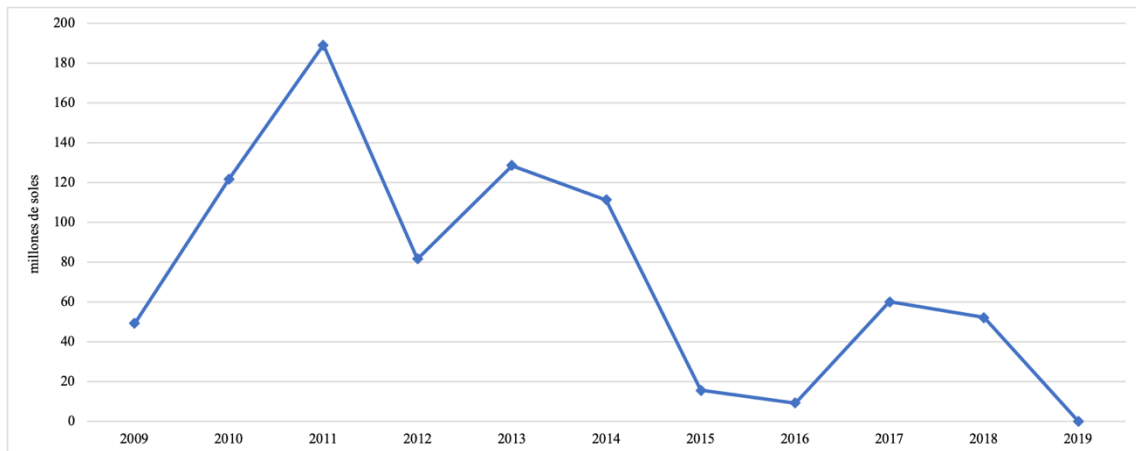


Fuente: Bloomberg (2020)

La Sociedad Minera Corona indica que el pago de dividendos, luego de detraer la reserva legal, está sujeto a las necesidades de inversión, de financiamiento y de la situación patrimonial o financiera. En este caso, el porcentaje y oportunidades en que se realizará el pago será definido por la JGA o, en caso sea delegada esta función, por el Directorio (Sociedad Minera Corona, 2012). Como se observa en la figura 3.4, el pago de dividendos tiene un comportamiento variado, el pico más alto se alcanzó en el 2011; sin embargo, ha tenido una tendencia descendente los últimos años.

Figura 3.4

Evolución del pago de dividendos de la minera Corona en millones de soles (2009 – 2019)

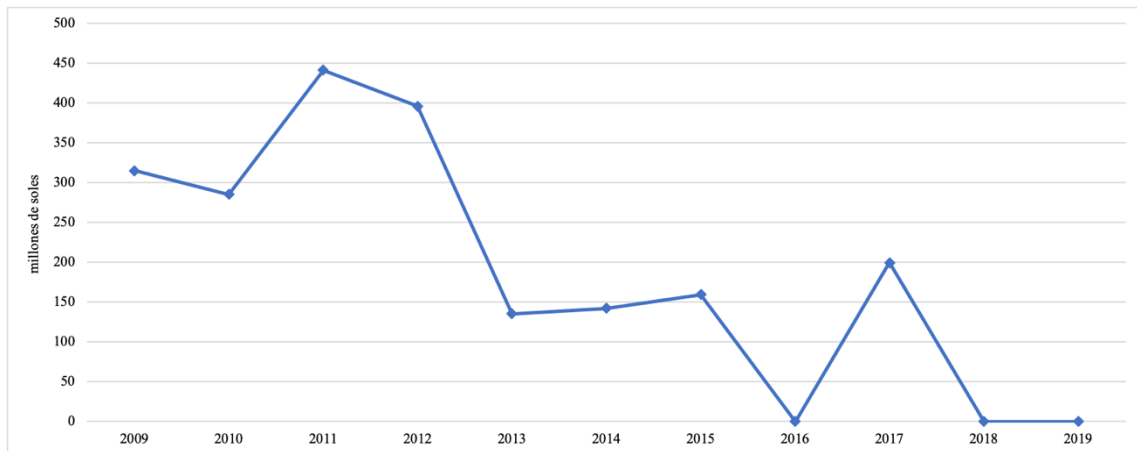


Fuente: Bloomberg (2020)

Minsur establece como política de dividendos que, luego de realizar la deducción de impuestos, reservas y deducciones legales se deben distribuir anualmente en efectivo al menos el 14% de las utilidades disponibles del ejercicio. Dicho pago de dividendos será aprobado por la JGA en base a los factores de liquidez, nivel de endeudamiento y las inversiones que proyecta la empresa (Minsur, 2012). En la figura 3.5 se puede observar que la distribución de dividendos por parte de la compañía ha sido discontinua y decreciente. Alcanzando el pico más alto en el 2011.

Figura 3.5

Evolución del pago de dividendos de la minera Minsur en millones de soles (2009 – 2019)

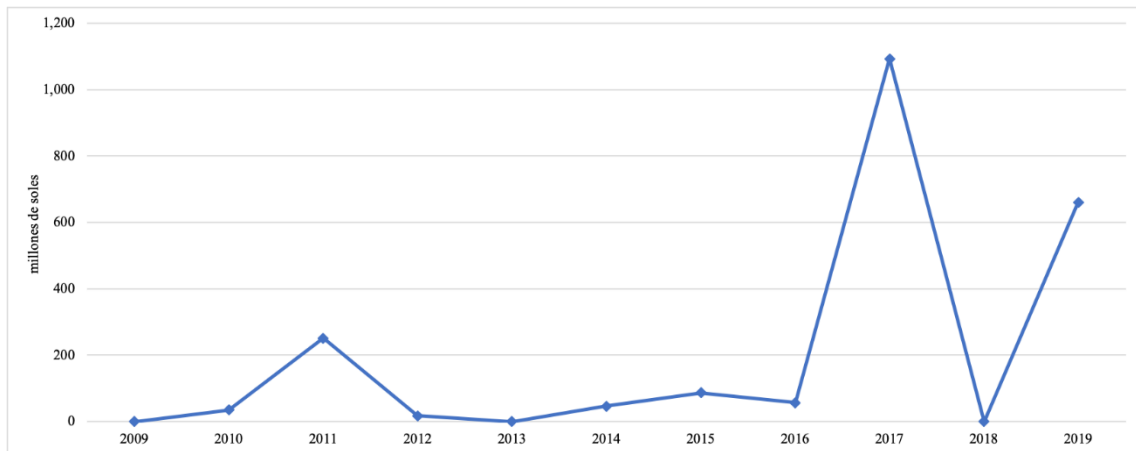


Fuente: Bloomberg (2020)

Nexa Resources Perú (antes Compañía Minera Milpo) indica que su política de dividendos consiste en distribuir hasta el 100% de las utilidades de libre disposición del ejercicio, dicha distribución se realiza una vez al año. La distribución y el monto declarados son estipulados por el Directorio en base a la disponibilidad de fondos, equilibrio financiero y plan de crecimiento de la empresa (Compañía Minera Milpo, 2016). En la figura 3.6 los primeros años de la muestra, fueron relativamente estables, viendo que en los últimos tres años hubo un cambio drástico en la repartición de dividendos, dicho cambio, que inicia en el 2017, coincide con la fusión de Votorantim Metais con la Compañía Minera Milpo dando lugar a lo que es hoy en día Nexa Resources Perú.

Figura 3.6

Evolución del pago de dividendos de la minera Nexa en millones de soles (2009 – 2019)

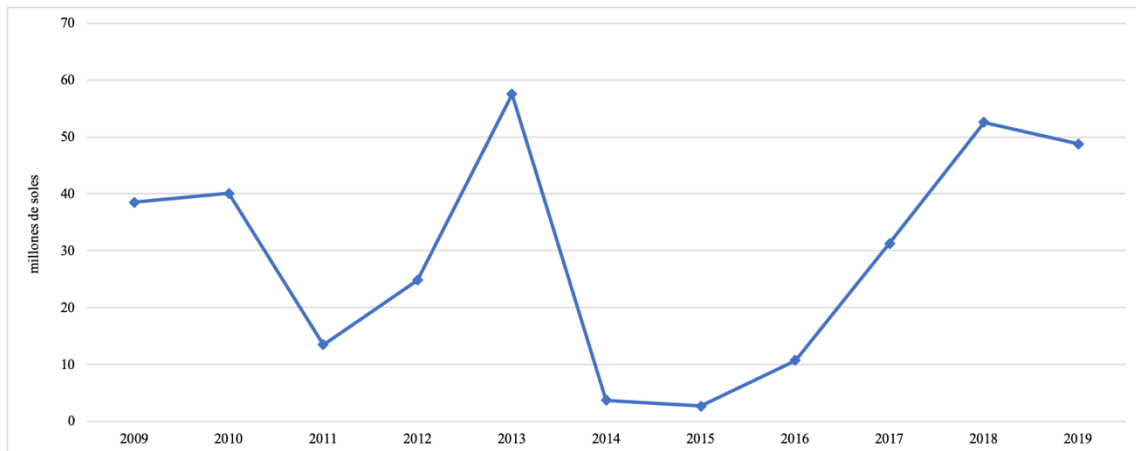


Fuente: Bloomberg (2020)

Quimpac establece en su política de dividendos que la distribución en efectivo de dividendos es de entre el 25% y 50% de los resultados del ejercicio inmediato anterior, dicho monto será acordado por la JGA y está sujeto a las necesidades de inversión, el fortalecimiento patrimonial de la empresa y de los compromisos y obligaciones financieras (Quimpac, 2016). En el periodo de análisis, el pago de dividendos de la minera ha sido de forma continua, pagando en promedio un monto de 30 millones de soles, ver figura 3.7. A diferencia de las otras mineras, la distribución de dividendos de Quimpac es la que presenta la mayor estabilidad debido a que contiene el menor coeficiente de variación.

Figura 3.7

Evolución del pago de dividendos de la minera Quimpac en millones de soles (2009 – 2019)

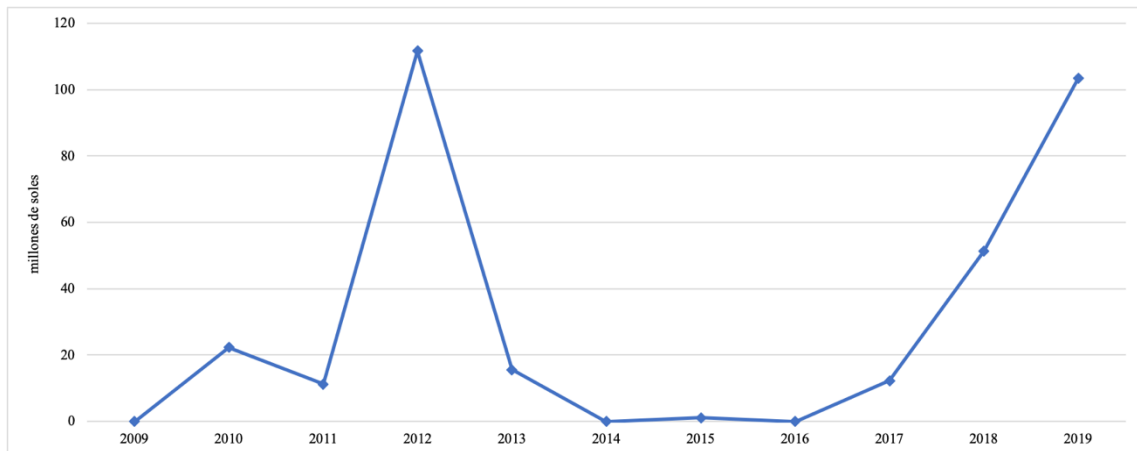


Fuente: Bloomberg (2020)

La política de dividendos de la Compañía Minera Santa Luisa indica que de haber utilidades distribuibles la JGA deberá aprobar la distribución de dividendos, la cual debe ser al menos el 10% de la utilidad del ejercicio. Como requisito es necesario que luego del pago de dividendos debe quedar monto suficiente que cubra las necesidades de reinversión y las obligaciones de la empresa (Compañía Minera Santa Luisa, 2009). En el figura 3.8 se observa que la tendencia de los dividendos de Santa Luisa en ascendente en los primeros y últimos tramos del periodo analizado, siendo el 2014 y 2016 años en los que la empresa no repartió dividendos.

Figura 3.8

Evolución del pago de dividendos de la minera Santa Luisa en millones de soles (2009 – 2019)

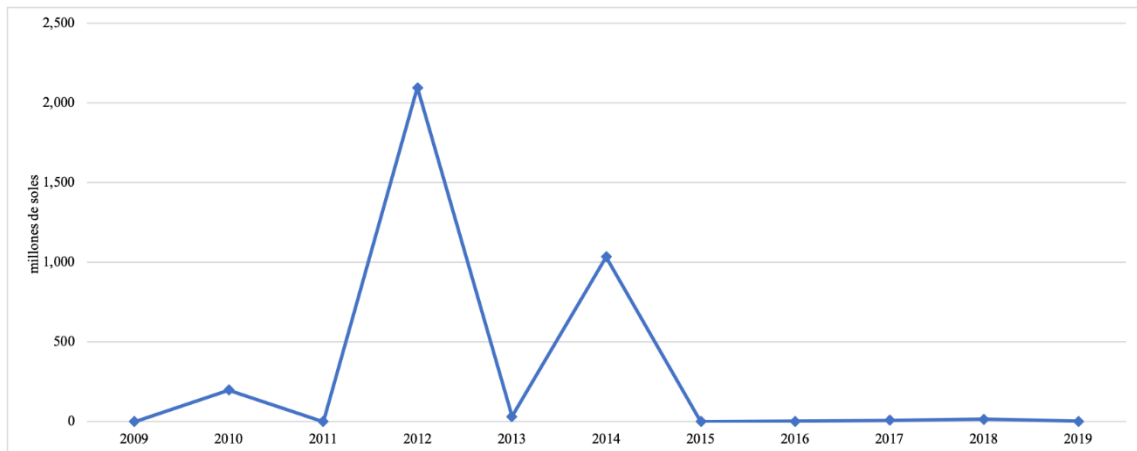


Fuente: Bloomberg (2020)

En el caso Shougang Hierro del Perú la repartición dividendos está a cargo de la JGA, esta es quien decide, en base a los resultados del ejercicio y acumulados, el monto a distribuir. A diferencia de las otras mineras, no indican un porcentaje mínimo o máximo ni algún requerimiento previo para la distribución (Shougang Hierro Perú, 2020). En la figura 3.9 se puede apreciar la alta volatilidad en los pagos de dividendos de Shougang, dentro de la muestra analizada Shougang tiene uno de los picos más altos que sucedió en el 2012 por el monto de 2,094.90 millones de soles.

Figura 3.9

Evolución del pago de dividendos de la minera Shougang en millones de soles (2009 – 2019)

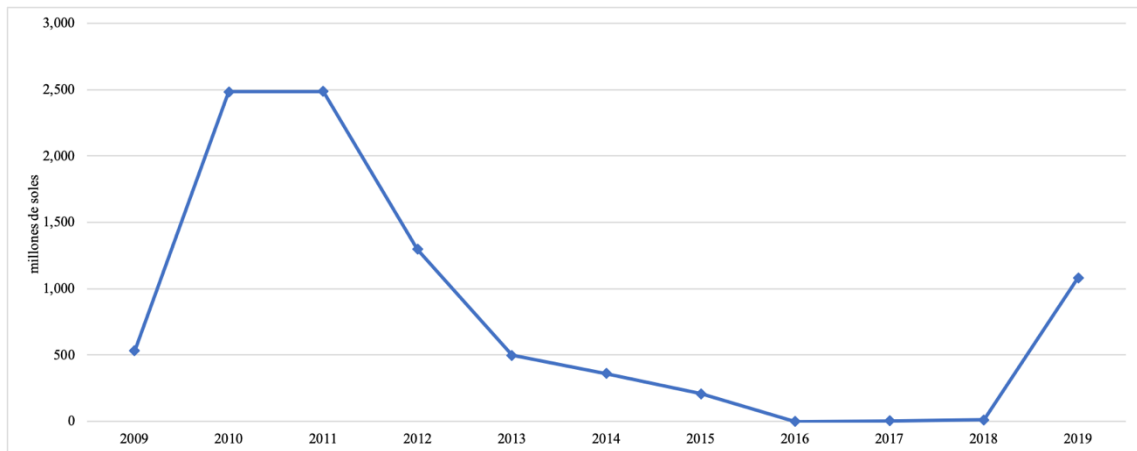


Fuente: Bloomberg (2020)

En el caso de Southern Perú Copper Coporation, la política de dividendos está a completa discrecionalidad del Directorio de Administración; además, está explícitamente delimitado por los resultados operativos de la empresa, la situación financiera, la liquidez requerida, el contexto fiscal, las perspectivas futuras, las restricciones legales, las delimitaciones de los contratos crediticios y las limitaciones que impone el gobierno peruano (Southern Perú Copper, s.f.). Se puede visualizar en la figura 3.10 que desde el 2009 al 2011 el pago de dividendos de la minera Southern fue de forma ascendente; sin embargo, a partir del 2012 hasta el 2018 ocurrió una drástica caída, lo cual es consistente con el decrecimiento de los precios internacionales de los *commodities*.

Figura 3.10

Evolución del pago de dividendos de la minera Southern Perú Copper en millones de soles (2009 – 2019)

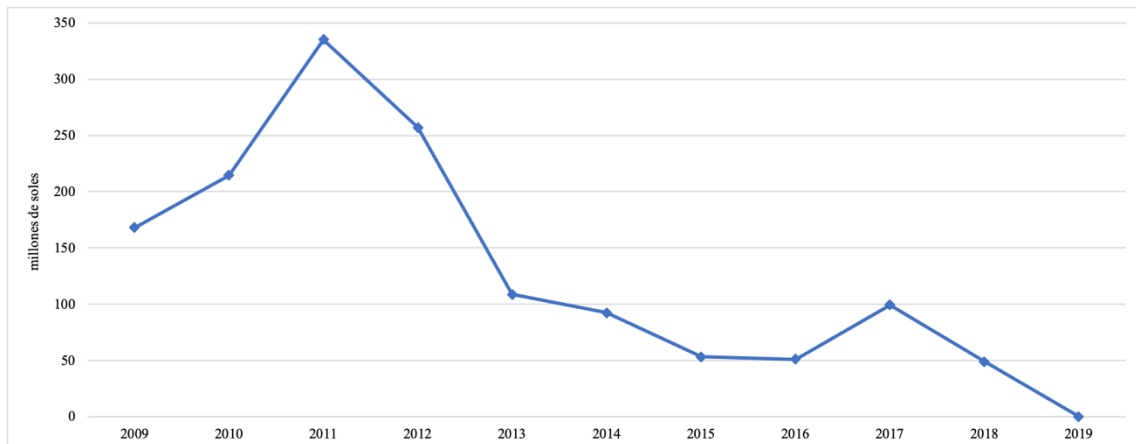


Fuente: Bloomberg (2020)

Volcan estipula que su política de dividendos consiste en la distribución de hasta el 20% de la utilidad libre de disposición del ejercicio, esta distribución está sujeta a la disponibilidad de caja, el cumplimiento de los compromisos de inversión y las limitaciones producto de los convenios de financiamiento de la empresa (Volcan Compañía Minera, 1998). La figura 3.11 muestra que la evolución de los dividendos de Volcán ha sido descendente, siendo el 2019 el monto más bajo con un total de 200 mil soles.

Figura 3.11

Evolución del pago de dividendos de la minera Volcan en millones de soles (2009 – 2019)



Fuente: Bloomberg (2020)

3.2 Identificación y análisis de las variables explicativas

A continuación, se detalla el comportamiento de las variables explicativas del modelo.

3.2.1 Flujo de caja libre

Al igual que Jabbouri (2016) y Lestari (2018), el impacto del efectivo de la empresa sobre el pago de dividendos será medido a través del flujo de caja libre de la empresa, en millones de soles. El flujo de caja libre es el efectivo disponible generado por las actividades operativas de la empresa sobre las cuales la gerencia tiene poder de gasto discrecional (Damodaran, 2014, p.312). Esta puede ser utilizada para pagar deuda, financiar proyectos, mantenerlo como un saldo de efectivo o distribuirlo a los accionistas.

Tabla 3.2*Estadística descriptiva del flujo de caja libre por empresa*

Empresa	Media	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desviación estándar	Coefficiente de variación
Buenaventura	227.70	82.90	-282.80	1,111.30	522.00	2.29
Corona	89.29	96.07	0.20	172.07	53.16	0.60
Minsur	-22.90	214.00	-2,496.00	769.00	869.90	-37.99
Nexa	360.80	316.20	-224.00	1,319.70	393.20	1.09
Quimpac	7.95	34.80	-209.50	131.50	110.14	13.85
Santa Luisa	32.15	28.30	-13.90	80.70	33.48	1.04
Shougang	403.40	160.10	-352.70	1,772.10	718.60	1.78
Southern	1,185.30	946.20	-507.50	2,743.30	1,008.40	0.85
Volcan	304.40	392.60	-523.40	932.40	432.70	1.42
Promedio Total	287.57	252.35	-2,496.00	2,743.30	649.86	2.26

Elaboración propia

Se observa que las empresas han tenido diferentes desempeños operativos, haciendo que esta variable tenga una alta volatilidad, lo cual se ve reflejado en el coeficiente de variación promedio de 2.26. El flujo de caja libre más alto de la muestra es el de Southern en el año 2010, esto debido a que sus ganancias operativas se incrementaron con respecto a las del 2009 debido al alza de los precios de los commodities. El incremento de ingresos, en ese año, superó a el incremento en la estructura de costos y gastos operativos. Por otro lado, el valor mínimo de la muestra es el Minsur en el año 2019, por el monto de -2,496 millones de soles. Esto se debe a que en ese año la empresa realizó un fuerte gasto de capital, entre ellos resalta el desembolso de sus obras en curso tales como la ejecución y construcción de Mina Justa a través de su subsidiaria Marcobre S.A.C. empresa a la cual adquirió el 70% de sus acciones en el 2012. Dicho desembolso

de capital es la razón por la que Minsur presenta un coeficiente de variación de 37.99, siendo el más alto de la muestra.

3.2.2 Utilidad Neta

La Utilidad Neta, en millones de soles, representa el beneficio económico de los accionistas por un periodo determinado, ya que este no solo considera el ingreso sino todos los gastos y obligaciones con terceros del período. Esta variable financiera es el rendimiento de la empresa en el ejercicio, el cual puede ser reinvertido en la empresa o distribuido a través de dividendos en efectivo.

Tabla 3.3

Estadística descriptiva de la utilidad neta por empresa

Empresa	Media	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desviación estándar	Coeficiente de variación
Buenaventura	489.00	-40.70	-1,091.70	2,365.20	1,243.70	2.54
Corona	103.56	115.50	24.00	174.70	47.85	0.46
Minsur	320.90	368.50	-1,343.80	1,050.00	615.80	1.92
Nexa	299.14	298.70	55.90	720.30	201.91	0.67
Quimpac	70.19	69.40	-10.30	124.00	39.59	0.56
Santa Luisa	26.35	21.90	-11.90	81.80	28.86	1.10
Shougang	555.90	450.50	111.00	1,227.80	384.30	0.69
Southern	2,103.40	1,936.30	918.50	3,412.00	766.10	0.36
Volcan	42.20	284.80	-1,556.80	905.70	824.10	19.53
Promedio Total	445.63	389.43	-1,556.80	3,412.00	852.40	1.91

Elaboración propia

En promedio, todas las empresas han tenido una utilidad neta mayor a cero, lo cual quiere decir que ha habido un rendimiento positivo para todo el sector minero. Sin embargo, ha habido años en los que algunas empresas han operado en pérdidas, siendo

Buenaventura la empresa que reportó más pérdidas en más años, del 2013 al 2016 y del 2018 al 2019. En primer lugar, las pérdidas reportadas en el 2013 se debieron a una contracción del volumen vendido de plata y oro (Gestión, 2014). En segundo lugar, según el diario Gestión (2015) y la revista Semana Económica (2016, s.f), las pérdidas del 2014 al 2016 se debe tanto a la caída de los precios internacionales de metales y al bajo rendimiento de Yanacocha, minera subsidiaria de Buenaventura. Por último, la pérdidas netas reportadas en el 2018 y 2019 se debió a una menor extracción de metales (Compañía de Mina Buenaventura, 2019).

Por otro lado, el coeficiente de variación de las empresas es mayor a 1, lo cual indica que existe una alta volatilidad en el desempeño neto de la empresa del sector minero. Esto se debe a que la utilidad generada tiene una alta dependencia del volumen extraído y los precios de los metales, siendo este último altamente volátil en el periodo de análisis. Además, la gestión empresarial también influye en el resultado neto, tal es el caso de Minsur que registró pérdidas por 1,343 millones de soles en el 2015 debido a que realizó un ajuste por deterioro del valor de activos por su subsidiaria Marcobre S.A.C. ya que el valor en libros declarado en el 2012 era superior al indicado en la prueba de deterioro, prueba utilizada para verificar que el valor contable de los activos no sea superior al de su valor de rescate, realizada en el 2015.

3.2.3 Tamaño de la empresa

En línea con lo planteado por Lee (2010), Almeida, Pereira y Tavares (2015), Jabbouri (2016), Cristea y Cristea (2017), González, Guzmán, Pombo y Trujillo (2014), Lestari (2018), Rój (2019), el impacto del tamaño de la empresa sobre el pago de dividendos será el logaritmo natural de los activos totales. El total de activos es un indicador de la magnitud de las operaciones de la empresa, por lo que una empresa con mayor cantidad de activos representaría un mayor volumen y alcance de operaciones.

Tabla 3.4*Estadística descriptiva del tamaño por empresa*

Empresa	Media	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desviación estándar	Coefficiente de variación
Buenaventura	12,547.40	13,595.10	8,044.80	15,517.30	2,358.80	0.19
Corona	387.01	358.70	193.10	663.60	138.38	0.36
Minsur	7,873.40	7,247.50	5,794.80	11,450.70	1,784.30	0.23
Nexa	3,854.60	3,906.20	2,500.00	5,397.80	1,143.90	0.30
Quimpac	1,946.20	2,078.30	922.40	2,701.30	695.00	0.36
Santa Luisa	295.21	286.00	242.70	386.40	51.95	0.18
Shougang	4,271.20	3,847.20	1,136.00	7,283.40	1,788.00	0.42
Southern	13,620.00	12,899.00	7,455.00	21,988.00	5,491.00	0.40
Volcan	6,855.80	7,421.50	3,718.60	8,998.10	1,914.90	0.28
Promedio Total	5,738.98	5,737.72	193.10	21,988.00	5,145.55	0.90

Elaboración propia

Las empresas seleccionadas son de diferente proporción. Al cierre del periodo de análisis, la empresa con el mayor valor de activos ha sido Southern, la cual, desde el 2009 al 2019, ha incrementado sus activos en 195%, lo cual se ve reflejado en su coeficiente de variación de 0.40. Este crecimiento se debe a la constante inversión en Propiedad, Planta y Equipo (PPE) y al incremento de los costos de desbroce. El desbroce es el desmonte que se obtiene como parte de la extracción de minerales. Según la Ciniif 20, durante el periodo de desarrollo, toda operación minera de tajo abierto debe considerar el desmonte como un activo de largo plazo, el cual estará sujeto a su posterior depreciación (Ministerio de Economía y Finanzas [MEF], 2014).

Por otro lado, la empresa minera con menor tamaño de activos ha sido Santa Luisa. Esta ha mantenido un nivel de activos estable, representado por un coeficiente de

variación del 0.18. Sin embargo, se puede evidenciar que del 2011 al 2013, hubo una disminución en el total de activos. Esto se debió a una disminución en el volumen de ventas y a la distribución de dividendos en el 2011, lo cual disminuyó considerablemente el efectivo de la empresa. Luego, los activos se incrementaron mediante la inversión en PPE hasta el 2018 para luego decrecer en el 2019 debido a una cuantiosa distribución de dividendos.

3.2.4 Oportunidades de Inversión

Las oportunidades de inversión serán medida a través del crecimiento interanual de la Propiedad, Planta y Equipo (PPE) de las empresas. Debido al giro del negocio minero, la mayoría de los activos se encuentran concentrados en el activo no corriente a través de la cuenta de activo fijo, el cual está compuesto por los terrenos, edificios, construcciones, maquinaria, unidades de transportes y muebles y enseres. Estos activos representan las inversiones realizadas por las corporaciones, por lo que su crecimiento significa las oportunidades de inversión que las empresas mineras han tenido a lo largo de los años.

Tabla 3.5

Estadística descriptiva de las oportunidades de inversión por empresa

Empresa	Media	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desviación estándar	Coefficiente de variación
Buenaventura	0.22	0.21	-0.07	0.76	0.24	1.08
Corona	0.18	0.16	-0.47	1.47	0.48	2.69
Minsur	0.59	0.11	-0.36	4.93	1.48	2.54
Nexa	-0.01	0.01	-0.25	0.21	0.13	-14.09
Quimpac	0.19	0.18	-0.02	0.93	0.27	1.42
Santa Luisa	0.06	0.00	-0.25	0.57	0.24	4.31
Shougang	0.26	0.21	-0.07	0.77	0.21	0.83
Southern	0.09	0.13	-0.07	0.23	0.09	1.00

Nota: continúa en la página siguiente

(continuación)

Empresa	Media	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desviación estándar	Coefficiente de variación
Volcan	0.19	0.00	-0.51	1.78	0.62	3.28
Promedio Total	0.20	0.11	-0.51	4.93	0.58	2.98

Elaboración propia

Se puede observar que en promedio el crecimiento de PPE ha sido de 20%. Esto nos indica que, a lo largo del periodo de análisis, la inversión realizada por las empresas mineras se ha basado en inversiones de mantenimiento; ya que, de lo contrario, la depreciación acumulada seguiría aumentando y el total de activos iría disminuyendo restando valor a la empresa. Este bajo crecimiento se debe a que el mayor desembolso de capital se da al inicio de las operaciones de un proyecto minero, seguidos de costos de mantenimiento de menor volumen, los cuales son necesarios para garantizar que se siga operando adecuadamente. Dado que las empresas fueron consolidadas antes del periodo de análisis y al bajo crecimiento observado, se puede deducir que las inversiones del periodo han correspondido a inversiones de mantenimiento.

Por otro lado, las empresas mineras con los mayores crecimientos de inversiones son Volcan y Corona en el 2010 y Minsur en los años 2009, 2018 y 2019. En primer lugar, en el caso de Volcan el principal movimiento de PPE se debe a sus obras en curso, para el 2010 los proyectos que realizó fueron una serie de mejoras en la infraestructura de sus plantas. En segundo lugar, el principal motivo del crecimiento de las inversiones de Minera Corona en el 2010 se debió a la adquisición de maquinaria y equipo. Por último, Minsur es la empresa que ha mostrado un mayor crecimiento de PPE de toda la muestra, en 2009 la principal subcuenta que se incrementó fue la de maquinaria y equipo; en el 2018, edificios e instalaciones; y en 2019, las obras en curso.

3.2.5 Grado de Apalancamiento

El grado de apalancamiento de las empresas está medido a través del ratio Deuda Financiera Total sobre Utilidad Operativa antes de intereses, impuestos, depreciación y

amortización (EBITDA por sus siglas en inglés). Este ratio financiero calcula la capacidad operativa de la empresa de hacer frente a sus obligaciones financieras. Mientras mayor sea el ratio, mayor es el endeudamiento de la empresa y viceversa.

Tabla 3.6

Estadística descriptiva del grado de apalancamiento por empresa

Empresa	Media	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desviación estándar	Coefficiente de variación
Buenaventura	1.91	1.43	0.11	7.49	2.18	1.14
Corona	0.32	0.15	0.00	0.95	0.32	1.00
Minsur	1.45	1.42	-1.52	3.53	1.40	0.96
Nexa	1.30	1.22	0.45	3.20	0.75	0.57
Quimpac	2.89	2.68	1.18	4.83	1.04	0.36
Santa Luisa	0.08	0.00	0.00	0.71	0.21	2.76
Shougang	0.90	0.78	0.00	2.73	0.90	0.99
Southern	0.01	0.00	0.00	0.03	0.01	1.42
Volcan	-0.85	1.42	-25.08	4.41	8.26	-9.77
Promedio Total	0.89	0.68	-25.08	7.48	3.00	3.38

Elaboración propia

En promedio las mineras examinadas tienen un nivel de deuda de 0.89x su EBITDA, lo cual indica que las empresas no tienen un alto nivel de endeudamiento con respecto al desempeño operativo. Además, se puede observar que la variable toma valores iguales a 0 para algunas empresas, esto es indicativo de que algunas empresas se han logrado financiar con recursos propios. Dentro de estas se destacan Santa Luisa y Southern debido a que ambas empresas lograron mantener un ratio igual a 0 por seis años consecutivos, del 2011 al 2016 y del 2013 al 2018 respectivamente. Por el contrario, la empresa que alcanzó el grado de apalancamiento más elevado ha sido Buenaventura en el 2015. Como se mencionó en el subcapítulo 3.2.2, en el 2015 las ganancias de la

empresa se vieron afectadas por la baja de los precios de los metales y el bajo rendimiento de la Minera Yanacocha; logrando así el EBITDA más bajo de todo el periodo de análisis, afectando así su capacidad de cubrir sus obligaciones financieras. Además, en dicho año, Buenaventura tuvo que solicitar un préstamo de corto plazo para poder financiar su capital de trabajo.

Por otro lado, se puede observar que algunas empresas lograron valores negativos para el ratio de endeudamiento, esto ocurre porque en esos años las empresas tuvieron un EBITDA negativo. Tal es el caso de Minsur en el 2015 y Volcan en el 2015 y 2017. El principal motivo de esto se debe a la caída de los precios de los minerales y a las revaluaciones de activos realizadas por ambas empresas. Por otro lado, en el 2015 y 2017, la composición de la deuda de Volcan estaba caracterizada por sobregiros bancario y por préstamos otorgados por diferentes bancos; además en el 2012 realizó la colocación bonos en el mercado internacional con vencimiento en 2022, cuyos saldos se ven reflejados en ambos periodos.

3.2.6 Estructura Accionaria

La estructura accionaria es una variable *dummy* que toma el valor de 1 cuando la empresa se encuentra concentrada; es decir, existe un accionista que tiene más del 50% de las acciones en circulación de la empresa. Las empresas de la muestra se pueden dividir en dos grupos, empresas que pertenecen a una a un grupo corporativo transnacional o a un grupo económico peruano de estructura familiar. Al 2019 las mineras Corona, Nexa, Santa Luisa, Shougang, Southern y Volcan pertenecen al primer grupo. Mientras que las mineras Buenaventura, Minsur y Quimpac están en el segundo grupo, estas pertenecen a las familia Benavides, Brescia y Fishman, respectivamente.

Tabla 3.7*Tabla de frecuencias de la concentración accionaria por empresa*

Empresa	Frecuencia	
	Valores iguales a 1	Valores iguales a 0
Buenaventura	36%	64%
Corona	100%	0%
Minsur	100%	0%
Nexa	91%	9%
Quimpac	100%	0%
Santa Luisa	100%	0%
Shougang	100%	0%
Southern	100%	0%
Volcan	18%	82%

Elaboración propia

En la tabla 3.7 se puede observar que durante el periodo de análisis, las empresas Corona, Minsur, Quimpac, Santa Luisa, Shougang y Southern se han mantenido concentradas; es decir, que desde el 2009 al 2019, la variable ha tomado para todos los años valores iguales a 1. En el caso específico de Nexa, en el año 2009, esta no estuvo concentrada; sin embargo, para los siguientes años la estructura cambió a estar concentrada por su casa matriz, ubicada en Brasil. Por el contrario, Buenaventura y Volcan son las únicas empresas que, en la mayoría de los años, no han tenido, dentro de su estructura accionaria, un accionista mayoritario. En síntesis, a lo largo del periodo de análisis, el sector minero ha estado caracterizado por empresas que presentan un alto grado de concentración en su estructura accionaria.

3.2.7 Variable de control

La variable de control de la presente investigación es el crecimiento de la economía peruana, medido a través del crecimiento anual de PIB. Como se mencionó en el capítulo anterior, el sector minero es de suma importancia en la economía peruana, de acuerdo con el capítulo anterior se ve que el PIB por sectores alcanzó su mayor crecimiento en él. De este modo, un crecimiento del PIB se podría explicar por un crecimiento del sector minero, lo cual significa mayores ingresos para las empresas mineras y por lo tanto una mayor disponibilidad para pagar dividendos.

Tabla 3.8

Tabla de estadística descriptiva del crecimiento económico peruano

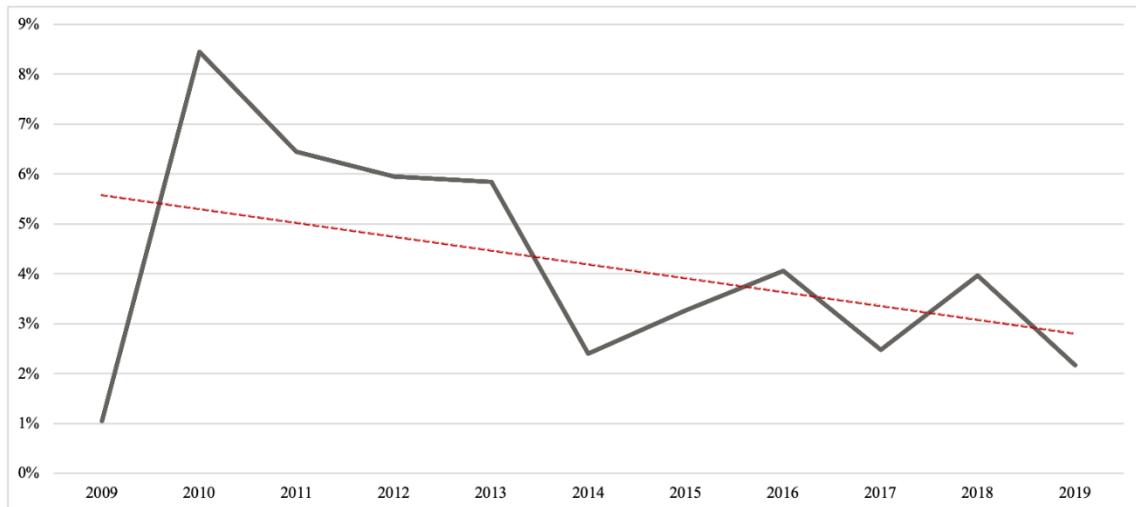
Variable	Media	Mediana	Valor mínimo	Valor máximo	Desviación estándar	Coefficiente de variación
Crecimiento PIB	0.04	0.04	0.01	0.08	0.02	0.51

Elaboración propia

En el periodo de análisis, en promedio el crecimiento ha sido de 4%, el valor mínimo de 1% se da al inicio de la serie de tiempo y, el año siguiente, alcanza un máximo de 8%. Además, al observar la figura 3.12, la línea de tendencia muestra una desaceleración de nuestra economía, por lo que desde el 2011 al 2019 el crecimiento económico converge aproximadamente al 3%. El crecimiento económico peruano del 2010 fue el mayor de toda la región, esto gracias a que la inversión en proyectos por parte del sector privado destacando el sector de la minería e hidrocarburos, a pesar de que, en términos reales, el sector cayó en 0.1% (BCRP, 2011). La desaceleración de los años posteriores se debe tanto a la contracción de las exportaciones peruanas como la de la inversión privada en el país.

Figura 3.12

Evolución del crecimiento anual del PIB del Perú (2009 – 2019)



Nota. De *Producto bruto interno por tipo de gasto (variaciones porcentuales reales) – PBI*, por Banco Central de Reserva del Perú, s.f.

<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM04923AA/html/2009/2019/>

3.3 Resumen y correlación de variables

La tabla 3.9 resume detalladamente las variables utilizadas en esta investigación. Además, se cuenta con un panel balanceado dado que se tienen nueve empresas con datos para todo el periodo de tiempo analizado (2009-2019). Según Baltagi (2008), cuando se emplea la metodología Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (FGLS por sus siglas en inglés), la cual se explica a mayor detalle en el siguiente capítulo, no es necesario realizar las pruebas de raíz unitaria para comprobar la estacionariedad de las variables.

Tabla 3.9*Tabla resumen de las variables*

Nombre de la variable	Identificador	Definición operativa	Unidad de medida	Fuente
Dividendos pagados	DP	Dividendos pagados por las empresas	Millones de soles	Bloomberg. Elaboración Propia.
Flujo de caja libre	FCL	Flujo de Caja Libre de las Empresas	Millones de soles	Bloomberg. Elaboración Propia.
Utilidad neta	UN	Utilidad Neta de las empresas	Millones de soles	Bloomberg. Elaboración Propia.
Tamaño de la empresa	TE	Crecimiento de Propiedad Planta y Equipo	Porcentaje	Bloomberg. Elaboración Propia.
Oportunidades de inversión	OI	Logaritmo Natural del Total de Activos de la empresa	Porcentaje	Bloomberg. Elaboración Propia.
Grado de Apalancamiento	GA	Deuda Financiera Total / EBITDA	Ratio	Bloomberg. Elaboración Propia.
Estructura accionaria	EA	1 = Mayoría simple de un accionista	Dummy	Economática. Elaboración Propia.
Crecimiento económico	CE	Variación porcentual del PIB	Porcentaje	Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración Propia.

Elaboración propia

Por otro lado, la matriz de correlación muestra que para algunas variables existe un grado de correlación considerable; por lo tanto, al momento de hacer la estimación, se debe tener presente un posible problema de correlación contemporánea. Además, se puede evidenciar la relación indirecta que tiene el pago de dividendos (DP) con las oportunidades de inversión (OI) y el grado de apalancamiento (GA), mientras que las demás variables guardan una relación directa.

Tabla 3.10*Matriz de correlaciones*

	DP	FCL	UN	TE	OI	GA	EA	CE
DP	100%	55%	60%	24%	-2%	-7%	4%	21%
FCL	55%	100%	65%	23%	-9%	-19%	0%	21%
UN	60%	65%	100%	34%	8%	6%	1%	23%
TE	24%	23%	34%	100%	5%	7%	-31%	-6%
OI	-2%	-9%	8%	5%	100%	4%	-5%	4%
GA	-7%	-19%	6%	7%	4%	100%	18%	-4%
EA	4%	0%	1%	-31%	-5%	18%	100%	-4%
CE	21%	21%	23%	-6%	4%	-4%	-4%	100%

Elaboración propia

CAPÍTULO IV: RESULTADOS EMPÍRICOS

4.1 Especificación del modelo econométrico

Para poder corroborar la veracidad de las hipótesis de la presente investigación, se realizó una estimación de datos de panel mediante efectos fijos corregidos a través de Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (FGLS). El modelo de efectos fijos pertenece a la rama de modelos de regresiones de datos anidados, los cuales se centran en generar hipótesis acerca del comportamiento de los residuos (Montero, 2011, p.2). Además, este permite especificar el carácter individual de cada unidad transversal de la muestra y también llega a resultados más consistentes que los que se obtendría utilizando efectos aleatorios (Montero, 2011, p. 2). Por lo tanto, este modelo obtiene resultados menos sesgados. Asimismo, Clarke, Crawford, Steele y Vignoles (2010), concluyeron que cuando el objetivo de una investigación es evaluar el efecto individual de cada unidad transversal se debe priorizar el uso del modelo de efectos fijos sobre el de efectos aleatorios. Esta afirmación es consistente con lo postulado en las investigaciones, acerca de los determinantes de la política de pago de dividendos, de Benavides, Berggrun y Parafan (2016), Jabbouri (2016) y Usma y Ramírez (2010). Los autores mencionados estimaron sus modelos a través de efectos fijos debido a que buscaban obtener el efecto individual de cada empresa sobre la política del pago de dividendos. La muestra evaluada en esta investigación consiste en nueve empresas mineras cuyas acciones se cotizaron entre el 2009 al 2019. La periodicidad de la data es anual, por lo que se obtiene un panel balanceado con noventa y nueve observaciones.

Teniendo en cuenta que el modelo de efectos fijos es una variante del modelo de básico de MCO, se tuvo que corroborar que el modelo cumpla con los supuestos de exogeneidad, no multicolinealidad, no autocorrelación, homocedasticidad y media nula de los errores. Estos supuestos son necesarios para obtener los mejores coeficientes insesgados (MELI). Sin embargo, estos no suelen cumplirse al momento de utilizar datos de panel debido a que se presentan problemas como la autocorrelación, heterocedasticidad y correlación contemporánea.

Para poder corroborar que el modelo no incurra en los problemas mencionados anteriormente, se ejecutaron diferentes pruebas econométricas. En primer lugar, para poder diagnosticar si el modelo presenta autocorrelación, se realizó la prueba de Wooldridge (1994). Los resultados del test econométrico revelaron que no existe autocorrelación de primer orden en la regresión. En segundo lugar, a través de la prueba de Wald se demuestra que se rechaza la hipótesis nula de $\sigma^2 = \sigma_i^2$; por lo tanto, el modelo contiene un problema de heterocedasticidad. Cabe mencionar que se decidió utilizar la prueba de Wald en vez del Multiplicador de Lagrange debido a que el resultado de este no está condicionado al supuesto de normalidad de los errores (Aparicio y Márquez, 2005, p.7). Por último, para corroborar si el modelo contenía el problema de correlación contemporánea se realizó la prueba de Breusch y Pagan (1980), la cual demostró que los errores de las diferentes mineras están correlacionados en el mismo periodo de tiempo. Este resultado es razonable debido a que todas las empresas pertenecen al mismo sector económico. Los resultados de las pruebas mencionadas se encuentran en el Anexo 1.

Para poder obtener el modelo final, primero se estimó la regresión a través de efectos fijos (ver Anexo 2), obteniendo que ninguna de las variables, excepto la Utilidad Neta (UN), era significativa al 5% de nivel de significancia. Puesto que el modelo tiene problemas de heterocedasticidad y correlación contemporánea, se intuía que tanto los valores de los coeficientes como los p-values estaban siendo afectados por estos. Es por ello que, en base a los datos y a los problemas encontrados en la regresión, se eligió corregir el modelo mediante Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (FGLS), ya que este permite resolver los problemas de heterocedasticidad y correlación contemporánea inmersos en el modelo (Aparicio y Márquez, 2005).

4.2 Resultados econométricos

En la tabla 4.1 se muestra los resultados obtenidos de la regresión del modelo final, el cual fue especificado en el subcapítulo anterior.

Tabla 4.1*Resultado de la estimación del modelo econométrico*

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: **generalized least squares**Panels: **heteroskedastic with cross-sectional correlation**Correlation: **no autocorrelation**

Estimated covariances	=	45	Number of obs	=	99
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	9
Estimated coefficients	=	8	Time periods	=	11
			Wald chi2(7)	=	255.33
			Prob > chi2	=	0.0000

DP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
FCL	.1501174	.0174443	8.61	0.000	.1159272	.1843076
UN	.1856592	.0211996	8.76	0.000	.1441088	.2272095
TE	20.83041	4.209548	4.95	0.000	12.57984	29.08097
GA	-9.913607	1.812589	-5.47	0.000	-13.46622	-6.360997
OI	-17.10676	6.957825	-2.46	0.014	-30.74385	-3.469675
EA	116.2709	17.22206	6.75	0.000	82.51628	150.0255
CE	1551.17	206.136	7.52	0.000	1147.151	1955.189
_cons	-259.0368	31.33381	-8.27	0.000	-320.45	-197.6237

Elaboración propia

Cabe mencionar que las variables OI y CE están expresadas como tasas de variación de las oportunidades de inversión y el crecimiento económico peruano, respectivamente. Esto implica que, si ocurre un incremento de 1% de las variables, los dividendos pagados aumentarán en $\frac{\beta_i}{100}$ millones de soles. Por otro lado, dado que las variables TE y GA están expresadas respectivamente como logaritmo natural y como ratio financiero, la interpretación cuantitativa es la misma que para las variables OI y CE.

Como se puede observar, basado en la prueba de significancia conjunta, el modelo es significativo; ya que, dado que la probabilidad χ^2 es igual a 0.00, se rechaza la hipótesis nula de que los coeficientes del modelo son iguales a cero. Además, se puede observar que todas las variables son estadísticamente significativas para cualquier nivel de significancia. Por lo tanto, todas las variables tienen relevancia sobre la política de pago de dividendos.

En el caso del flujo de caja libre de la empresa, este resulta tener una relación significativa y positiva con respecto a la política de dividendos; ya que, un aumento de 1 millón de soles en el flujo de caja libre está seguido por un incremento de S/. 150,117.40 en el pago de dividendos. Esto se basa en que, si el desempeño operativo de una empresa es mejor, el efectivo remanente se incrementará y por ende este podrá ser distribuido a los accionistas a través de dividendos.

Con respecto a la utilidad neta, se observa que esta tiene un impacto significativo y positivo sobre la política de dividendos; puesto que, si la utilidad neta aumenta en 1 millón de soles, el pago de dividendos crece en S/. 185,659.20. Puesto que esta variable representa el beneficio económico de los accionistas, un incremento de este significa un mayor rendimiento de la empresa, por lo que el remanente de efectivo, resultado de este mayor rendimiento, puede ser retribuido a los accionistas mediante dividendos.

Por su parte, el tamaño de la empresa mostró tener una relación positiva y significativa sobre la política de dividendos; por lo tanto, si el total de activos se incrementa en 1%, el pago de dividendos aumentará en S/. 208,304.10. El motivo de esto se debe a que un incremento del total activos significa una expansión de las operaciones de la empresa, lo cual generaría mayor volumen de ingresos y por ende, dejando el resto constante, el pago de dividendos se incrementa.

Los resultados indican que, el grado de apalancamiento de una empresa tiene una incidencia negativa y significativa sobre la política de dividendos, por lo que un incremento de 1% en el grado de apalancamiento, se ve reflejado en una disminución de S/. 99,136.07 en el pago de dividendos. Esto se debe a que, si se incurre en deuda financiera, cualquier efectivo disponible de la empresa debe ser destinado al pago de esta.

Por otro lado, las oportunidades de inversión guardan una relación negativa y significativa sobre la política de dividendos de las mineras, de esta manera un incremento de 1% en las oportunidades de inversión genera una disminución de S/. 171,106.60 en el pago de dividendos. Esto ocurre debido a que, si la empresa tiene dentro de sus planes invertir en proyectos que generen valor para la entidad, entonces, el efectivo remanente irá destinado a estas inversiones en vez de ser distribuidos a través de dividendos; es decir, existe un *trade-off* entre las inversiones y el pago de dividendos.

En el caso de que una empresa tenga una estructura accionaria concentrada, el impacto que tiene en la política de dividendos es positivo y significativo; es decir, ante la presencia de un accionista mayoritario, el pago de dividendos aumenta en S/. 116 millones. Esto se basa en el comportamiento racional de los accionistas mayoritarios; ya que, si la empresa ha tenido buenos resultados en el ejercicio, los accionistas optarán por pagar dividendos para poder percibir un rendimiento de su inversión inicial.

Por último, el crecimiento económico peruano guarda una relación positiva y significativa con la política de dividendos. Cuando la economía peruana crece 1% el pago de dividendos aumenta en S/.15,511,700. Esto está sustentado en la importancia del sector minero con respecto a la economía del Perú.

4.3 Análisis y discusión

En general, los resultados obtenidos soportan tres de nuestras hipótesis. Todas las variables, con excepción de la estructura accionaria, reportan los signos esperados. De esta manera, las empresas mineras peruanas, en el periodo de análisis, se han comportado según lo indicado por las teorías de costos de agencia, señalización y jerarquización financiera. Asimismo, se han podido identificar los determinantes de la política de dividendos de las empresas mineras peruanas listadas en la BVL.

En primer lugar, los resultados de las variables de flujo de caja libre y la utilidad neta validan el cumplimiento de la teoría de costos de agencia para el sector minero; ya que, las empresas mineras a través del pago de dividendos disminuyen los costos que surgen entre los accionistas y el gerente.

Respecto al resultado obtenido sobre el flujo de caja libre, este es consistente con el obtenido por Lestari (2018) para Indonesia, a pesar de utilizar diferentes metodologías, indica que cuando el flujo de caja libre aumenta, la gerencia prefiere pagar dividendos para mitigar cualquier generación de costos entre la administración y los accionistas, validando así la teoría de costos de agencia. La relevancia de la similitud de los resultados recae en que la investigación de Lestari (2018) se centra en el mercado indonés, el cual, al igual que el peruano, está caracterizado por ser una economía basada en la minería. Sin embargo, en la región MENA, Jabbouri (2016) encuentra que el flujo de caja libre guarda una relación indirecta con los dividendos. A pesar de emplear la misma metodología de

estimación, efectos fijos, el resultado revela un serio problema de costos de agencia, eso sucede en mercados donde hay un alto nivel de asimetría en la información y la protección al accionista minoritario es débil. La diferencia entre los resultados se basa en los distintos giros económicos de los países, el MENA se basa en el petróleo y gas natural; el Perú, en minería.

En el caso del resultado de la utilidad neta, este es consistente a los obtenidos por diversos autores. Por un lado, Garg y Bhargaw (2019) en su estudio para la India, el cual empleó la misma especificación para la variable, obtuvo que la utilidad neta guardaba una relación positiva y significativa con respecto al pago de dividendos. Por otro lado, autores como Lee (2010) para Australia, Patra *et al* (2012) en Grecia, González *et al* (2014) para Colombia y Benavides, Berggrun y Parafan (2016) para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú utilizaron otras medidas de rentabilidad; sin embargo, llegaron a los mismos resultados, validando la teoría del costo de agencia.

En segundo lugar, los resultados obtenidos sobre la utilidad neta son consistentes con lo estipulado por Miller y Rock (1985). De esta manera se valida la teoría de señalización, puesto que se halló una relación positiva y significativa con los dividendos, estos sirven tanto como una señal de la utilidad actual que genera una empresa, así como de las utilidades futuras. Por otro lado, el resultado de la variable de tamaño de empresa también valida la teoría de señalización para el sector minero; ya que, el total de activos representa una señal al mercado sobre el valor y consolidación de la empresa, por lo que las empresas que tienen mayor nivel de activos pagan un mayor nivel de dividendos. Este resultado es consistente con los obtenidos por Lee (2010), Mehta (2012) y Jabbouri (2016), en donde los últimos dos autores utilizaron la misma composición de variable: el logaritmo natural de los activos.

En tercer lugar, los resultados de las variables de oportunidades de inversión y el grado de apalancamiento validan lo postulado por la teoría de jerarquización financiera para el sector minero; ya que, las empresas mineras se financian primero internamente y luego de manera externa cuando se presentan proyectos de inversión. A pesar de emplear diferentes metodologías de estimación y distintas medidas para las variables usadas en esta tesis, los resultados son consistentes con respecto a encontrado por Patra *et al* (2012), Benavides *et al* (2016), Jabbouri (2016) y Cristea y Cristea (2017). La ventaja de medir las oportunidades de inversión a través del crecimiento en PPE recae en que las

inversiones del sector minero se reflejan a través del activo fijo, por lo que al medir el crecimiento de dicha cuenta se obtiene un resultado que se adapta mejor a las características de inversión del sector.

En cuarto lugar, no se pudo contrastar la veracidad de la cuarta hipótesis específica planteada debido a que el signo obtenido de la estructura accionaria con respecto al pago de dividendos es positivo. Este resultado difiere de lo obtenido en Colombia por Usma y Ramirez (2010), quienes midieron la estructura accionarial mediante el índice Herfindahl-Hirschman (HHI), encontrando que si una empresa está concentrada el pago de dividendos disminuye. El sustento de este hallazgo es que el mercado colombiano, en el periodo de análisis de los autores, carece de leyes que protejan a los accionistas minoritarios. Al igual que lo postulado por Usma y Ramirez (2010), en el Perú no hay leyes explícitas que protejan a los accionistas minoritarios. Asimismo, basado en el análisis estadístico, la mayoría de las empresas de la muestra presentan un alto grado de concentración. Sin embargo, uno de los motivos de la diferencia en signos podría recaer en la desigualdad en la composición de la muestra de empresas. Por un lado, las empresas mineras peruanas evaluadas en esta investigación están caracterizadas por ser en su mayoría subsidiarias que pertenecen a corporaciones transnacionales; por otro lado, el estudio de Usma y Ramirez (2010) considera empresas de diferentes sectores no financieros. Otro motivo para la diferencia en los resultados se basa en que el sector minero peruano es de suma importancia para la economía del país. En el periodo de análisis, este ha estado caracterizado por ser un sector de bajo grado de endeudamiento y bajo crecimiento de las inversiones en propiedad, planta y equipo, este último solo creció en promedio 2% año a año. Por lo tanto, las empresas no tienen mayores obligaciones con terceros u oportunidades de inversión, lo cual implicaría un alto volumen de efectivo remanente. Es por ello que, a pesar de estar altamente concentradas, las empresas optaron por declarar dividendos.

Finalmente, dado que el sector minero de Perú juega un rol fundamental en el PIB peruano, un crecimiento de la economía peruana estaría sustentado en el crecimiento del sector minero. El incremento de este estaría basado en el aumento del volumen transado por parte de las mineras, lo cual se refleja en un mayor nivel de efectivo. Al tener mayor volumen de ganancias, las empresas las pueden redistribuir a los accionistas mediante dividendos. Por otro lado, el resultado es distinto a lo obtenido por Jabbouri (2016) y

Cristea y Cristea (2017), quienes encontraron que la relación es negativa debido a que el pago de dividendos tiende a incrementar en los periodos de contracción y disminuir en los periodos de auge. Jabbouri (2016) justifica esta relación negativa basado en que los gerentes declaran dividendos en tiempos de contracción para darle seguridad a los inversionistas sobre el futuro de la empresa.



CAPÍTULO V: PROPUESTA DE POLÍTICA

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), fundada en 1961, es una entidad internacional que busca establecer políticas de estándares internacionales para lograr que las personas del mundo tengan una vida mejor. Estos lineamientos buscan favorecer la prosperidad, igualdad, oportunidades y bienestar de todas los pobladores del mundo (OCDE, s.f.). Actualmente, son treinta y siete países los que forman parte de esta organización, siendo Colombia el último en ingresar. La ventaja de formar parte de esta entidad se basa en que la evaluación constante y el asesoramiento imparcial de la OCDE conlleva a que la economía del país miembro prospere tanto estructuralmente como económicamente (BBVA, 2020). En el 2014, para que el Perú pueda acceder en un futuro a ser un miembro de la OCDE, se implementó el Programa País, el cual aborda cinco temas en los cuales el Perú debe mejorar para pertenecer a dicha organización. Estos temas son: el crecimiento económico, gobernanza pública, mejoras en la institucionalidad respecto a la lucha contra la corrupción y mayor transparencia, el capital humano y su productividad, y, finalmente, el medio ambiente (OECD, s.f.). El presente capítulo se centra en la aplicación de políticas para poder contribuir al requisito de la OCDE referente al crecimiento económico.

En línea con esto, la OCDE indica que para poder ser miembro hay que cumplir con ciertos requisitos, tales como compartir su visión y adherirse a sus valores; asimismo, las exigencias que implica ser un miembro activo de la organización. Es por ello que la OCDE (2016) establece que el marco legal que rige el gobierno corporativo debe proteger y facilitar que los accionistas minoritarios y extranjeros ejerzan su derecho y garantice el trato equitativo. En línea con esto, para el desarrollo y funcionamiento de los mercados de capitales es fundamental:

La confianza de los inversores en que el capital que aportan estará protegido frente al uso y la apropiación indebidos por parte de los directivos de las sociedades, de los miembros de los Consejos de Administración o de los accionistas mayoritarios. (OCDE, 2016, pp. 19)

Como se mencionó en el subcapítulo 1.1, desarrollar el mercado de capitales es de suma importancia debido a que este ayuda a mejorar las condiciones de crecimiento económico. Autores como Claessens, Klingebiel y Schmukler (2002); Johnson, McMillan y Woodruff (2002), y La Porta, López-de-Salines, Shleifer y Vishny (1997) han encontrado que las leyes que se encargan de proteger a los acreedores e inversionistas minoritarios se relacionan directamente con mercados financieros más desarrollados y activos, en donde las valuaciones son mayores y donde la concentración propietaria y control de las empresas es menor. Si un país no cuenta con estas leyes, el mercado financiero no podrá desarrollarse, lo cual implicaría un menor crecimiento económico, y como consecuencia se verá una variación negativa de los indicadores macroeconómicos; por ejemplo, la inversión privada del país disminuirá debido a la incertidumbre causada por la falta de protección al inversionista minoritario.

En base a lo observado en los capítulos III y IV acerca de la variable de concentración accionaria, la estructura accionarial del sector minero tiene un alto grado de concentración; además, esta tiene una relación directa y significativa con el pago de dividendos. A simple vista esto no presenta un problema debido a que, aunque las empresas se encuentren concentradas, se siguen pagando dividendos. Sin embargo, dada la composición accionarial del sector, no se tiene visibilidad de que dicha relación se mantenga si es que el porcentaje de participación de los *retail investor* o inversionistas minoristas aumenta. Cabe mencionar que un *retail investor* es un inversionista no profesional que invierte sus ahorros en instrumentos financieros en busca de generar o percibir una rentabilidad mayor a la que generaría en una cuenta de ahorros. Dada la importancia que tiene el desarrollo financiero para continuar con el proceso de crecimiento económico y así lograr cumplir uno de los requisitos para ingresar a la OCDE, es de vital importancia evaluar el estatus actual del grado de protección a los inversionistas minoritarios. Para ello se evaluará el ranking *Protecting Minority Investors Rank*, el cual es formulado y utilizado por el Banco Mundial para medir la fuerza de las protecciones de los accionistas minoritarios contra el uso indebido de los activos corporativos por parte de los directores, los derechos de los accionistas, las garantías de gobierno y los requisitos de transparencia corporativa que reducen el riesgo de abuso (Banco Mundial, s.f.).

La tabla 5.1 expone el *Protecting Minority Investor Rank* para los diez primeros países exportadores de cobre del año 2019. Este ranking coloca de forma ascendente a 190 países, siendo el número uno el país con mejor protección a los inversionistas minoritarios del ranking. Las columnas tres, cuatro y cinco son algunas de las categorías consideradas para elaborar el ranking principal, el cual se puede visualizar en la segunda columna de la tabla. Esta tabla indica que el Perú está ubicado en el puesto cuarenta y cinco, el cual está por debajo de Canadá, Mongolia, España, E.E.U.U e Indonesia. Esto se debe a que las leyes peruanas carecen de fuerza para proteger a los inversionistas minoristas, el Banco Mundial considera que existe un 68% de fuerza legislativa al momento de proteger al inversionista minoritario. Además, se puede visualizar que existe tanto una falta de transparencia por parte del corporativo hacia los accionistas minoritarios como una carencia en el grado de propiedad de los accionistas minoritarios. Por lo tanto, queda en evidencia que, aunque el Perú se encuentra en el puesto cuarenta y cinco de ciento noventa del ranking de protección, aún hay espacio de mejora para lograr garantizar una mayor protección a los accionistas minoritarios.

Tabla 5.1

Protecting Minority Investors Rank 2020

País	<i>Protecting Minority Investors Rank</i>	<i>Strength of minority investor protection index (0-50)</i>	<i>Extent of corporate transparency index (0-7)</i>	<i>Extent of ownership and control index (0-7)</i>
Canadá	7	42	6	6
Mongolia	25	37	7	6
España	28	36	6	5
E.E.U.U.	36	36	5	3
Indonesia	37	35	7	6
Perú	45	34	5	2
Chile	51	33	2	4
Australia	57	32	7	3
Brasil	61	31	6	4
México	61	31	3	5

Nota. De *Historical data - Doing Business - with scores*, por Banco Mundial , s.f. (<https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/excel/db2020/Historical-data---COMPLETE-dataset-with-scores.xlsx>)

Por otro lado, el Banco Mundial (2019) encontró que el mercado de capitales peruano tiene tres graves problemas: existe un nivel reducido de nuevas empresas que realicen Oferta Inicial Pública (IPO por sus siglas en inglés), una alta concentración de la capitalización en ciertos sectores y la baja liquidez de la BVL. Por lo tanto, es de crucial importancia incorporar políticas que permitan dinamizar el sector financiero para poder generar un alza en la liquidez de la bolsa y además lograr diversificar la concentración sectorial de la capitalización bursátil. Por otra parte, dado que la estructura accionarial del sector está altamente concentrada, si no se mejoran las regulaciones que protejan a los accionistas minoritarios, la bolsa de valores peruana no logrará continuar con su desarrollo, lo cual causará un efecto negativo en el crecimiento económico del país. Por lo tanto, el cumplimiento de los requisitos para entrar a la OECD se retrasará.

Colombia, después de un largo periodo de reformas legislativas e institucionales que buscaban modernizar el país, el 28 de abril del 2020 se convirtió oficialmente en miembro de la OCDE. Dentro de estas reformas legales se encuentran la actualización de leyes que protegen a los accionistas minoritarios. En el 2018, el Senado colombiano aprobó la Ley de Sociedades y Protección de Accionistas, la cual “busca modernizar las normas que regulan a las empresas en asuntos como la responsabilidad de los administradores y la protección de los accionistas más pequeños” (La República, 2018, p.1). A través de la implementación de estas y otras normas, Colombia logró ocupar el puesto número 13 del ranking de protección a los accionistas del Banco Mundial; ya que, logró mejorar tanto el nivel de transparencia del corporativo hacia los inversionistas minoritarios como el grado en el que un accionista minoritario puede demandar o hacer responsable a los directivos por realizar acciones que dañen o perjudiquen a la empresa, los cuales representan rubros en los que al Perú le falta mejorar.

Por su parte, la experiencia mexicana debe de ser analizada por los *policymakers* peruanos. En la actualidad, el nivel de protección al inversionista minoritario en México es el peor valorado, en comparación a los demás categorías del *Doing Business*. Una de las problemáticas que más ocurre es la negociación entre los accionistas y los posibles inversionistas para determinar los términos y condiciones sobre la forma de la transmisión de acciones o las pautas para aprobación e integración de nuevos accionistas. Es por ello que es necesario mejorar la protección de los accionistas minoritarios; ya que, uno de los motivos por los que algunos países son percibidos como riesgosos se debe a

la falta de los mecanismos adecuados para salvaguardar los intereses del inversionista (Deloitte, 2012).

Por otro lado, actualmente, Australia ocupa el puesto cincuenta y siete en el *Protecting Minority Investor Rank*. A pesar de estar en un puesto inferior al Perú, se debe considerar a este país como un referente en lo que respecta al trato a los accionistas minoritarios. Tal y como lo demuestra Lee (2010), para el caso australiano, cuando una empresa tiene un alto grado de inversionistas minoristas, la empresa paga dividendos debido a que este último contribuye con la reputación de la empresa, lo cual se ve reflejado en un mayor volumen de ventas. En otras palabras, existe una relación directa y significativa entre una empresa australiana con un grado de concentración de accionistas minoritarios alto y el pago de dividendos. Esto se debe a que, en Australia, culturalmente la bolsa de valores representa tanto una forma de inversión como una fuente de ahorro. Las personas naturales sin conocimiento financiero acuden a esta para poder generar un ahorro a futuro a través del pago de dividendos. Además, en base a lo expuesto por Lee (2010), la legislación australiana cuenta con una tasa impositiva menor para este tipo de accionistas, lo cual impulsa a las personas naturales sin experiencia financiera a invertir sus ahorros en bolsa a cambio de un retorno futuro en forma de dividendos.

Por otro lado, Canadá es reconocida por tener uno de los mejores mecanismos que garantizan la protección de los accionistas en el mundo, lo cual queda en evidencia al ver que este ocupa el puesto N°. 7 del ranking elaborado por el Banco Mundial (ver tabla 5.1). Dicha posición está sustentada en base a que cuenta con una legislación enfocada a garantizar tanto la transparencia entre la administración y los accionistas como las normas que permitan establecer las reglas que rigen la estructura y el cambio en el control de las empresas. Estos pilares permiten a Canadá contar con una fuerza legislativa que le permite proteger a los inversionistas minoritarios a un 84%. Ji (2010) identifica que el *Canada Business Corporations Act* (CBCA por sus siglas en inglés) contempla leyes que protegen a los accionistas minoritarios tanto a un nivel general como específico. Tal es el caso del “recurso de opresión” (*oppression remedy* en inglés), que está basado en la teoría de las asociaciones corporativas y de gobierno corporativo, refleja los derechos de equidad y justicia; ya que, salvaguarda los derechos de los accionistas minoritarios de manera fundamental y comprensiva (p.257). Otro claro ejemplo del alcance de la

legislación canadiense se basa en las normas orientadas a dinamizar el sistema judicial ante una posible demanda de un accionista minoritario. Esta norma le otorga al poder judicial pertinente total discrecionalidad para poder investigar a detalle las demandas realizadas por un accionista minoritario hacia su administración u otro accionista.

A partir de lo postulado para el caso colombiano, mexicano, australiano y canadiense y para continuar con el desarrollo continuo hacia el objetivo de que Perú pertenezca OCDE, se deben establecer leyes que garanticen la protección de los accionistas minoritarios, para fomentar a que los inversionistas minoristas opten por invertir en la BVL, lo cual se verá reflejado en una mayor apertura de empresas a negociar públicamente, una mayor liquidez del mercado, menor concentración accionaria, y consecuentemente el desarrollo del mercado de capitales y el sistema financiero. Además, se propone establecer leyes que se adecuen a la realidad financiera peruana que estandarizan los aspectos tributarios que contribuyan a que la BVL genere una mayor liquidez; por ejemplo, tomar el caso australiano y brindar una tasa impositiva especial para los inversionistas minoristas, lo cual servirá como incentivo para que los agentes económicos inviertan en el mercado bursátil peruano. Por otro lado, en base a la experiencia canadiense, queda en evidencia la necesidad del Perú de tener leyes que contemplen tanto la realidad del sistema corporativo como financiero. Además, se propone incorporar en la legislación peruana, en lo que respecta a las demandas que abarque la protección a accionistas minoritarios, mecanismos que permitan dinamizar el sistema resolutivo del poder judicial. A partir de la implementación de estas políticas, el mercado bursátil peruano se desarrollará, lo cual impulsará el crecimiento económico del país y ende, ayudará a alcanzar uno de los objetivos impuesto por la OCDE para que el Perú se convierta en un país miembro.

CONCLUSIONES

- El sector minero tiene un rol fundamental en la economía peruana; ya que, durante el periodo de análisis este aportó en promedio 12.93% al PIB. Asimismo, durante el periodo de análisis, en promedio, el 57% del total de las exportaciones ha correspondido a la minería peruana, dejando en evidencia la importancia del sector en la balanza comercial del Perú. Respecto a la ingresos del gobierno, el sector ha contribuido 19.51% de la recaudación del Impuesto a la Renta de Tercera Categoría. A partir de esto, se concluye que el desarrollo del sector minero se refleja directamente en el crecimiento económico peruano. Por otro lado, el sector minero también cumple un rol fundamental en la BVL, este ha sido el sector económico con el mayor volumen transado y fue en el 2010 que el sector representó el 58.4% del volumen total transado en la BVL. Esto demuestra la importancia que tiene el sector minero tanto a nivel económico como financiero.
- La distribución de dividendos de las nueve empresas seleccionadas ha sido altamente volátil, caracterizado por un coeficiente de variación promedio de 2.06, debido tanto a las variaciones en los precios de los *commodities* en el mercado internacional como la discrecionalidad de cada empresa para declarar y pagar dividendos a sus accionistas.
- Se corroboró la relación positiva y significativa entre el flujo de caja libre y la utilidad neta con respecto a la distribución de dividendos, dejando en evidencia el cumplimiento de la teoría de costos de agencia en el sector minero peruano. Esto quiere decir que, al incrementar el flujo de caja libre la gerencia prefiere pagar dividendos para mitigar cualquier generación de costos entre la administración y los accionistas. Asimismo, al incrementar la utilidad neta, hay una mayor disponibilidad de efectivo que distribuir hacia los accionistas. A pesar de usar diferentes metodologías, estos resultados son consistentes con los hallados por Lestari (2018).
- Los resultados indican que la teoría de jerarquización financiera se cumple en el sector minero, puesto que se halló una relación negativa y estadísticamente significativa entre las oportunidades de inversión y el grado de apalancamiento con respecto a el pago de

dividendos. En este sentido, si la empresa identifica oportunidades de inversión y requiere de fondos, preferirá obtenerlos internamente disminuyendo su dependencia del capital externo y, consecuentemente, la obtención de deuda genera una disminución de fondos disponibles para la distribución de dividendos. Es importante mencionar que al medir las oportunidades de inversión a través del crecimiento de la cuenta de propiedad, planta y equipo representa una ventaja debido a que las inversiones del sector minero se reflejan a través del activo fijo, por lo que al medir el crecimiento de dicha cuenta se obtiene un resultado que se adapta mejor a las características de inversión del sector. Asimismo, el medir el grado de apalancamiento a través de la construcción del ratio deuda total entre EBITDA, permite identificar la capacidad operativa de la empresa para cumplir sus obligaciones financieras. A pesar de la diferencia en la composición de las variables, los resultados son consistentes con los hallados por Lee (2010), Benavides, Berggrun y Perafan (2016), Jabbouri (2016) y Rój (2019).

- Los resultados demuestran que la teoría de señalización se cumple en el sector minero peruano; ya que, se halló una relación positiva y significativa entre el tamaño de la empresa y la política de dividendos. En ese sentido, el total de activos brinda información al mercado tanto sobre el valor y consolidación de la empresa en el sector como de la facilidad de esta para acceder a los mercados de capitales. A pesar de usar diferentes metodologías, los resultados son consistentes con los obtenidos por Lee (2010), Mehta (2012) y Jabbouri (2016).
- El resultado hallado acerca de la concentración accionaria no coincide con los esperados. A diferencia del estudio de Usma y Ramirez (2010), la relación entre la concentración accionaria y el pago de dividendos es positiva y significativa. Las empresas mineras peruanas han estado caracterizadas por tener un alto grado de concentración accionarial y un bajo grado de endeudamiento y un reducido crecimiento de inversiones. Por lo tanto, las empresas no tienen mayores obligaciones con terceros u oportunidades de inversión, lo cual implica un alto volumen de efectivo remanente y por ende un mayor pago de dividendo.
- Es necesario una serie de reformas legales que garanticen una mayor protección al accionista minoritario; ya que, impulsará el mejor funcionamiento del mercado financiero en el Perú, lo cual beneficiará el proceso de inserción del país a la OCDE.

Para lograr ello, se debe de estudiar la experiencia y las medidas aplicadas en Colombia para poder pertenecer a la OCDE. Asimismo, se deben realizar reformas pertinentes para que el sistema financiero se desarrolle de tal manera de que la liquidez y los valores transados en la BVL incrementen de forma en que esta sea vista como un canal de ahorro e inversión, tal y como sucede en Australia. Por otro lado, a pesar de que la bolsa de valores de México tiene un mayor nivel de liquidez que la BVL, el nivel de protección al accionista minoritaria es menor por lo que es importante estudiar el caso mexicano para no repetir su experiencia y así poder seguir trabajando en el desarrollo continuo del sistema financiero peruano.



REFERENCIAS

- Ali, A., Fengju, X., de Andrade, A. G., & Saeed, U. (2015). Determinants of dividend policy: Evidence from textile industry of Pakistan. *International Journal of Arts & Sciences*, 8(8), 45-52.
http://fresno.ulima.edu.pe/ss_bd00102.nsf/RecursoReferido?OpenForm&id=PROQUEST-41716&url=https://www.proquest.com/scholarly-journals/determinants-dividend-policy-evidence-textile/docview/1769895890/se-2?accountid=45277
- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinants of Dividend Policy: evidence from Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(54), 701–719. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54.1943>
- Aparicio J., Márquez J. (2005). Diagnóstico y Especificación de Modelos Panel en STATA 8.0. *División de Estudios Políticos CIDE*.
- Ananchotikul, S., & Eichengreen, B. (2007). El engranaje de los mercados de capitales latinoamericanos. *BIS Papers*, (36), 110-139.
https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap36g_es.pdf.
- Baltagi, B. (2008). *Econometrics* (4). Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-540-76516-5>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2011). *Memoria 2010*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2010/Memoria-BCRP-2010.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2016). *Memoria 2015*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2015/memoria-bcrp-2015.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2020). *Memoria 2019*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2019/memoria-bcrp-2019.pdf>
- Banco Mundial. (2019). *PERÚ: DIAGNÓSTICO DE APOYO PARA EL DESARROLLO DE UNA HOJA DE RUTA DEL MERCADO DE VALORES DE CARA AL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR CORPORATIVO*.
https://www.smv.gob.pe/Uploads/Peru-Diagnostico_del_MV-VF_aprobada.pdf
- BBVA. (2020). *La OCDE: ¿para qué sirve ser miembro?*.
<https://www.bbva.com/es/ocde-sirve-miembro/>
- Bolsa de Valores de Lima. (s.f.). *¿Quiénes somos?*. <https://www.bvl.com.pe/quienes-somos/quienes-somos-bvl/bolsadevaloresdelima>

- Bolsa sube 27% en 2017 por fuerte alza en cotización del cobre y zinc. (29 de diciembre de 2017). *Gestión*. <https://gestion.pe/economia/bolsa-sube-27-2017-fuerte-alza-cotizacion-cobre-zinc-223849-noticia/?ref=gesr>
- BVL cierra con baja de 33.4% en el 2015, su mayor caída en siete años. (31 de diciembre de 2015). *Gestión*. <https://gestion.pe/economia/mercados/bvl-cierra-baja-33-4-2015-mayor-caida-siete-anos-108104-noticia/?ref=gesr>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Benavides, J., Berggrun, L., y Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197–210. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>
- Breusch, T. y Pagan, A. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Buenaventura reportó una pérdida neta de US\$323.5 millones en el 2016, mayor que la esperada (s.f.). *Semana Económica*. <https://semanaeconomica.com/que-esta-pasando/articulos/216985-buenaventura-reporto-una-perdida-neta-de-us323-5-millones-en-el-2016-mayor-a-la-esperada>
- Buenaventura registra pérdidas de US\$ 187.7 millones por menores precios de oro. (27 de febrero de 2015). *Gestión*. <https://gestion.pe/economia/empresas/buenaventura-registra-perdidas-us-187-7-millones-menores-precios-oro-78896-noticia/>
- Cárcamo Valencia, G. M. (2018). *El efecto del precio de los minerales sobre la estructura de capital de las empresas mineras en el Perú (2006 – 2016)* [Tesis de licenciatura, Universidad de Lima]. Repositorio institucional de la Universidad de Lima. <http://doi.org/10.26439/ulima.tesis/8063>
- Claessens, S., Klingebiel, D., & Schmukler, S. L. (2002). The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2002(1), 167–212. <https://doi.org/10.1353/pfs.2002.0007>
- Clarke, P., Crawford, C., Steele, F. y Vignoles, F. (2010). The Choice Between Fixed and Random Effects Models: Some Considerations for Educational Research (IZA DP No. 5287). Recuperado del sitio de Internet del IZA Institute of Labor Economics: <https://ftp.iza.org/dp5287.pdf>
- Compañía de Mina Buenaventura. (2019). *Memoria Anual 2019*. <https://www.buenaventura.com/assets/uploads/publicaciones/3dd5c9bda053946fda78d47f8075f282.pdf>

- Compañía de Mina Buenaventura. (s.f.). *Estatuto Social*. Recuperado el 16 de octubre de 2020, de <https://www.buenaventura.com/es/inversionistas/estatutos-sociales>
- Compañía de Mina Buenaventura. (s.f.). *Política de Dividendos*. Recuperado el 16 de octubre de 2020, de <https://www.buenaventura.com/es/inversionistas/politica-de-dividendos>
- Compañía Minera Milpo. (2016). *Política de Dividendos aprobada mediante Junta Obligatoria Anual de Accionistas de fecha 31.03.16*.
https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Politica_div_milpo1.pdf
- Compañía Minera Santa Luisa. (2009). *Política de Dividendos*.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={E0B69787-33D3-4942-9B9A-79BE4DE15740}>
- Cristea, C., & Cristea, M. (2017). Determinants of corporate dividend policy: Evidence from romanian listed companies. *Les Ulis: EDP Sciences*.
<http://doi.org/10.1051/mateconf/201712604009>
- Damodaran, A. (2014). *Applied corporate finance* (Fourth ed.). Wiley.
- Decreto Legislativo N.º00861, Ley del Mercado de Valores. (22 de octubre de 1996).
<https://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf>
- De Nicolò, G., Laeven, L., & Ueda, K. (2008). Corporate governance quality: Trends and real effects. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 198–228.
<https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.10.002>
- Deloitte. (2012). *La sociedad anónima y el accionista minoritario: problemática e importancia*.
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/risk/Gobierno-Corporativo/sociedad-anonima-y-accionista-minoritario.pdf>
- El Senado avaló norma que busca proteger a los accionistas minoritarios. (26 de abril de 2018). *La República*. <https://www.larepublica.co/empresas/el-senado-avalonorma-que-busca-proteger-a-los-accionistas-minoritarios-2719018>
- Instituto Peruano de Economía. (2017). *El Valor Agregado de la Minería en el Perú*.
<http://www.ipe.org.pe/portal/wp-content/uploads/2018/01/IPE-Junio-2017-El-Valor-Agregado-de-la-Miner%C3%ADa.pdf>
- Fama, E. y French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividend and debt. *Review of Financial Studies* 15(1), 1-33.
<https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- García, V. F., & Liu, L. (1999). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. *Journal of Applied Economics*, 2(1), 29–59.
<https://doi.org/10.1080/15140326.1999.12040532>

- Garg, M. C., & Bhargaw, V. (2019). The Determinants of Dividend Policy in Indian Corporate Sector. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 18(1), 31–81. Recuperado de www.ebsco.com
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2014). Family Involvement and Dividend Policy in Closely Held Firms. *Family Business Review*, 27(4), 365–385. <http://doi.org/10.1177/0894486514538448>
- Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Gordon, M. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272. <https://doi.org/10.2307/2977907>
- Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1955). Financial aspects of economic development. *The American Economic Review*, 45(4), 515-538.
- Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1967). Financial structure and economic development. *Economic development and cultural change*, 15(3), 257-268.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Ji, J. (2010). *Protecting minority shareholders in private corporations: a comparative study from Canadian and Chinese perspectives* [Tesis de Maestría, University of British Columbia]. University of British Columbia Library. <https://doi.org/10.14288/1.0071252>
- Johnson, S., McMillan, J., & Woodruff, C. (2002). Property Rights and Finance. *American Economic Review*, 92(5), 1335-1356. <https://doi.org/10.1257/000282802762024539>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- Lee, K. F. (2010). Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(4), 351–368. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.03.001>

- Lestari, H. S. (2018). Determinants of corporate dividend policy in Indonesia. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 106, 012046. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/106/1/012046>
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. *Handbook of Economic Growth*, 865–934. [https://doi.org/10.1016/s1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/s1574-0684(05)01012-9)
- Ley N.º26887, Ley General de Sociedades. (5 de diciembre de 1997). <https://diariooficial.elperuano.pe/pdf/0004/2-ley-general-de-sociedades-1.pdf>
- Ley N.º27506, Ley de Canon. (10 de julio de 2001). <https://www.mef.gob.pe/es/por-instrumento/ley/6055-ley-n-27506/file#:~:text=%2D%20Definici%C3%B3n%20El%20canon%20es%20la,econ%C3%B3mica%20de%20los%20recursos%20naturales.>
- Ley N.º29789, Ley que crea el Impuesto Especial a la Minería. (28 de setiembre de 2011). [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/B488007B66BDA11305257C200057CCF0/\\$FILE/29789.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/B488007B66BDA11305257C200057CCF0/$FILE/29789.pdf)
- Ley N.º29790, Ley que establece el marco legal del Gravamen Especial a la Minería. (28 de setiembre de 2011). [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/D5899EB52CE3855805257C2000558A8C/\\$FILE/29790.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/D5899EB52CE3855805257C2000558A8C/$FILE/29790.pdf)
- Ley N.º29788, Ley que modifica la Ley Nº28258 Ley de Regalía Minera. (28 de setiembre de 2011). [https://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/7C82015CC10716F905257C200053BB29/\\$FILE/29788.pdf](https://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/7C82015CC10716F905257C200053BB29/$FILE/29788.pdf)
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Mahdzan, N. S., Zainudin, R., & Shahri, N. K. (2016). Interindustry dividend policy determinants in the context of an emerging market. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 29(1), 250–262. <http://doi.org/10.1080/1331677x.2016.1169704>
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. The Brooking Institution
- Mehta, A. (2012). An empirical analysis of determinants of dividend policy - Evidence from the UAE companies. *Global review of accounting and finance*, 3(1), 18-31. https://www.researchgate.net/publication/265117584_An_Empirical_Analysis_of_Determinants_of_Dividend_Policy_-_Evidence_from_the_UAE_Companies

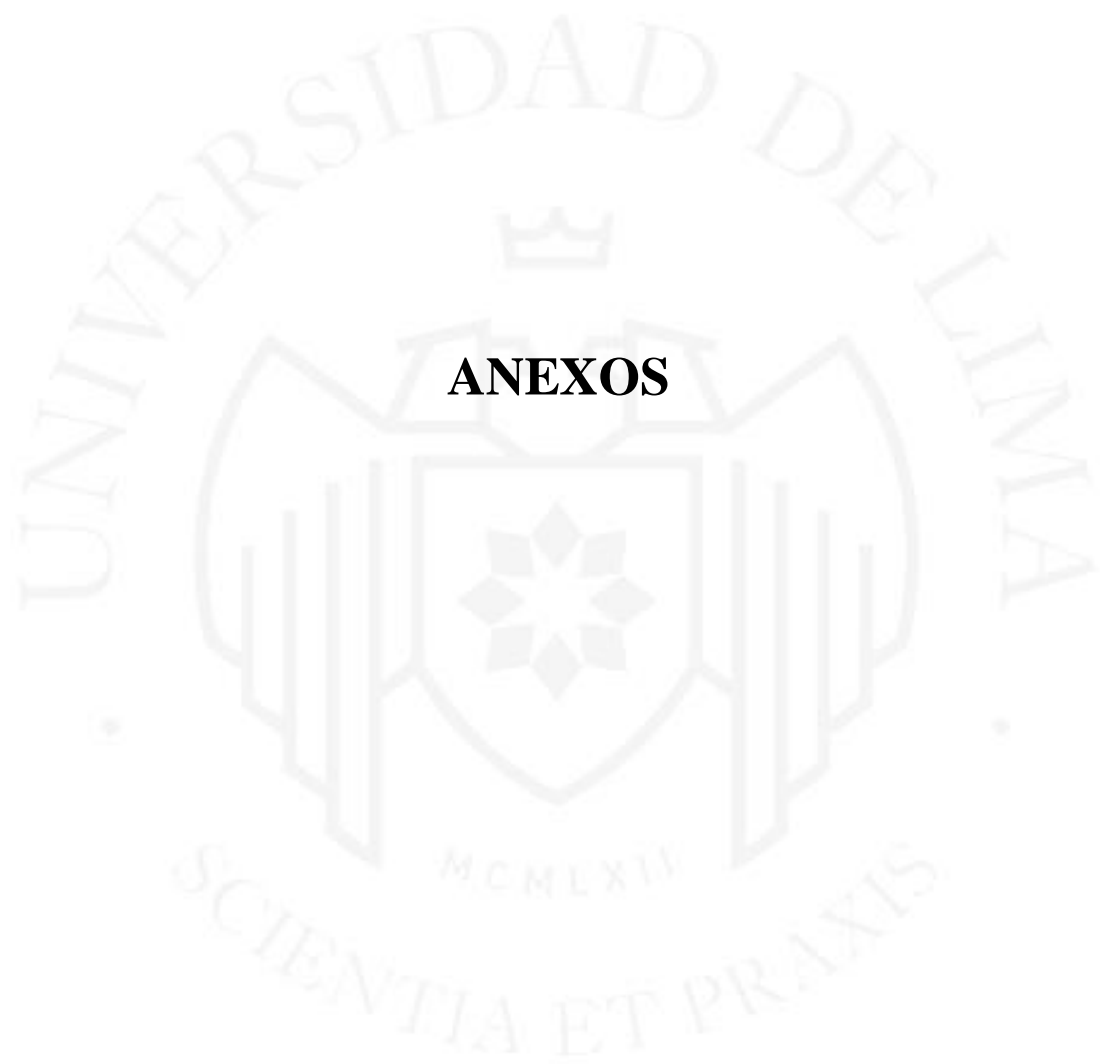
- Minas Buenaventura registró pérdidas por US\$ 101.7 mlls. el 2013 por menores ventas (28 de febrero de 2014). *Gestión*. <https://gestion.pe/economia/empresas/minas-buenaventura-registro-perdidas-us-101-7-mlls-2013-menores-ventas-5344-noticia/?ref=gesr>
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2014). *Interpretación CINIIF 20: Costos de Desmonte en la Fase de Producción de una Mina a Cielo Abierto*. https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_publico/normas/vigentes/ciniif/CINIIF_020_2014.pdf
- Ministerio de Energía y Minas. (s.f.). *Dashboard empleo*. Recuperado el 02 de noviembre de 2020, de <http://mineria.minem.gob.pe/dashboard/empleo/>
- Ministerio de Energía y Minas. (2019). *Informe de empleo minero 2019*. http://www.minem.gob.pe/archivos/INFO_informe_Minero_FINAL_HD-zjr2599d.pdf
- Ministerio de Energía y Minas. (08 de setiembre 2019). *Sector minería brinda empleo a más de 216 mil personas*. http://www.minem.gob.pe/_detallenoticia.php?idSector=23&idTitular=9441
- Minsur (2012). *Política de Dividendos Minsur S.A.* <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Politica%20de%20Dividendos%20OA%202012.pdf>
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://www.jstor.org/stable/2351143>
- Miller, M. H., y Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Montero, R. (2011). *Efectos fijos o aleatorios: test de especificación*. Documentos de Trabajo en Economía Aplicada. Universidad de Granada. España
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(84)90023-0)
- Obstfeld, M. (1998). The Global Capital Market: Benefactor or Menace? *Journal of Economic Perspectives*, 12 (4), 9-30. <https://doi.org/10.1257/jep.12.4.9>
- Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería. (2016). *Reporte de análisis económico sectorial, sector minería, agosto 2016: mercado mundial, nacional, efectos derivados y visión de la minería*. https://www.osinergmin.gob.pe/seccion/centro_documental/Institucional/Estudios_Economicos/RAES/RAES-Mineria-Agosto-2016-GPAE-OS.pdf

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. (s.f.). *Perú y la OCDE*.
<http://www.oecd.org/latin-america/countries/peru/peru-y-la-ocde.htm>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. (s.f.). *Quiénes somos*.
<https://www.oecd.org/acerca/>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*, Éditions OCDE, Paris.
<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079–1087.
<https://doi.org/10.1080/09603107.2011.639734>
- Pérdida neta de Buenaventura aumentó 317% en el 2015. (26 de febrero de 2016).
Semana Económica. <https://semanaeconomica.com/sectores-empresas/mineria/181099-perdida-neta-de-buenaventura-crecio-317-en-el-2015>
- Quimpac. (2016). *Política de Dividendos*.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={D1BDEA1E-411E-4E70-B2F2-C0A68B2272A0}>
- Rój, J. (2019). The Determinants of Corporate Dividend Policy in Poland. *Ekonomika*, 98(1), 96-110. <https://doi.org/10.15388/Ekon.2019.1.6>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2018). *Fundamentos de finanzas corporativas* (Undécimán. ed.). Ciudad de México: McGraw-Hill.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press.
- Shougang Hierro Perú (2020). *Política de Dividendos Ejercicio 2020*.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/GGA2019-170.pdf>
- Southern Peru Copper Corporation (s.f.). *Preguntas frecuentes: Servicio al accionista*.
<http://www.southernperu.com/ESP/reinv/Pages/PGFaqs.aspx#>
- Sociedad Minera Corona. (2012). *Política de Dividendos*.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Pol%c3%adtica%20de%20Dividendos.pdf>
- Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía. (2018). *Manual de Inversiones en Español 2018*. <https://www.snmpe.org.pe/informes-y-publicaciones/manuales-de-inversion/manuales-de-inversion-del-sector-minero/2933-manual-de-inversion-en-espanol.html>
- Usma Patiño, J. A. & Ramírez Arango, C. M. (2010) Gobierno Corporativo y Política de Dividendos: El Caso Colombiano [Tesis de maestría, Universidad EAFIT]. Repositorio institucional de la Universidad EAFIT.
<https://repository.eafit.edu.co/handle/10784/1222>

- Valencia, H., & Ruiz, F. J. (2019). Dividend payout policy, family control, and institutional investors in an emerging country: The case of Mexico. *Contaduría y Administración*, 64(4), 1–16.
<https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2019.1762>
- Volcan Compañía Minera. (1998). *Política de Dividendos*.
<https://www.volcan.com.pe/wp-content/uploads/2017/12/Politica-Dividendos-26031998.pdf>
- Waygood, S. (2011). How do the capital markets undermine sustainable development? What can be done to correct this?. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 1(1), 81-87. <https://doi.org/10.3763/jsfi.2010.0008>
- Wooldridge, J. M. (1994). Estimation and Inference of Dependent Processes. *Handbook of econometrics*, 4, 2639-2738. [https://doi.org/10.1016/S1573-4412\(05\)80014-5](https://doi.org/10.1016/S1573-4412(05)80014-5)
- Yousaf, I., Ali, S., & Hassan, A. (2019). Effect of family control on corporate dividend policy of firms in Pakistan. *Financial Innovation*, 5(1).
<https://doi.org/10.1186/s40854-019-0158-9>

BIBLIOGRAFÍA

- Baker, H. K., Mukherjee, T. K., & Paskelian, O. G. (2006). How Norwegian managers view dividend policy. *Global Finance Journal*, 17(1), 155–176. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2006.06.005>
- Beck, N., & Katz, J. N. (1995). *What To Do (and Not to Do) with Time-Series Cross-Section Data*. *American Political Science Review*, 89(03), 634–647. <http://doi.org/10.2307/2082979>
- Ben Naceur, S., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6(1/2), 1–23. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2007.00057.x>
- Hausman, J. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Ngo, A., Duong, H., Nguyen, T., & Nguyen, L. (2018). The effects of ownership structure on dividend policy: Evidence from seasoned equity offerings (SEOs). *Global Finance Journal*. <http://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.06.002>
- Sánchez Gálvez, C. (2012). Determinantes de la política de dividendos en Chile: Años 2007-2010 [Tesis de pregrado, Universidad de Chile]. Repositorio Académico de la Universidad de Chile. <http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/108115>
- Tobin, J. (1958). Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. *Econometrica*, 26(1), 24. <https://doi.org/10.2307/1907382>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). New York: MIT Press.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2012). *Introductory econometrics: a modern approach*. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning



ANEXOS

Anexo 1: Pruebas de comprobación de los supuestos del modelo

1. Test de Autocorrelación

- Prueba de Wooldridge (1994)
- Ho: No existe autocorrelación de primer orden
- Conclusión: no se rechaza la hipótesis nula, no existe autocorrelación de primer orden.

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first order autocorrelation

F(1, 8) = 0.491
Prob > F = 0.5032

2. Test de Heterocedasticidad

- Prueba de Wald
- Ho: No existe problema de heterocedasticidad
- Conclusión: se rechaza la hipótesis nula, el modelo tiene un problema de heterocedasticidad.

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (9) = 38615.21
Prob>chi2 = 0.0000

3. Test de Correlación Contemporánea

- Prueba de Breusch y Pagan (1980)
- Ho: Existe independencia transversal
- Conclusión: se rechaza la hipótesis nula, el modelo tiene un problema de correlación contemporánea.

Correlation matrix of residuals:

	__e1	__e2	__e3	__e4	__e5	__e6	__e7	__e8	__e9
__e1	1.0000								
__e2	0.4524	1.0000							
__e3	0.1530	-0.0491	1.0000						
__e4	0.2887	0.3838	0.4706	1.0000					
__e5	0.6855	0.6761	0.3223	0.4999	1.0000				
__e6	0.1213	0.3091	0.6250	0.5703	0.5379	1.0000			
__e7	0.1908	-0.0614	0.1713	-0.1831	0.0778	0.3369	1.0000		
__e8	-0.4032	-0.2290	-0.0861	-0.2231	-0.7556	-0.2995	-0.1500	1.0000	
__e9	0.7357	0.2071	0.1463	0.2134	0.4002	-0.1197	0.3736	-0.3851	1.0000

Breusch-Pagan LM test of independence: $\chi^2(36) = 59.072$, Pr = 0.0090



Anexo 2: Estimación previa al modelo final

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: **minera**

Number of obs = **99**
 Number of groups = **9**

R-sq:
 within = **0.2443**
 between = **0.0339**
 overall = **0.1252**

Obs per group:
 min = **11**
 avg = **11.0**
 max = **11**

corr(u_i, Xb) = **-0.4551**

F(7, 83) = **3.83**
 Prob > F = **0.0012**

DP	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
FCL	.1528646	.0842689	1.81	0.073	-.0147429	.3204722
UN	.1781231	.0847744	2.10	0.039	.0095102	.346736
TE	-162.9053	121.0518	-1.35	0.182	-403.6725	77.8619
GA	-4.860515	14.69161	-0.33	0.742	-34.08154	24.36051
OI	-40.60174	68.86288	-0.59	0.557	-177.5672	96.36375
EA	107.0146	176.7496	0.61	0.547	-244.5333	458.5624
CE	1401.856	1879.993	0.75	0.458	-2337.374	5141.086
_cons	1266.869	991.6968	1.28	0.205	-705.5757	3239.314
sigma_u	299.18036					
sigma_e	368.4185					
rho	.39739149	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(8, 83) = **0.37** Prob > F = **0.9312**



Anexo 3: Matriz de Consistencia

OBJETIVO GENERAL: Identificar los factores que se toman en cuenta para la toma de decisiones acerca de la política de dividendos de las empresas mineras que cotizan en la BVL				
OBJETIVOS ESPECÍFICOS	HIPÓTESIS GENERAL	HIPÓTESIS ESPECÍFICAS	CAPÍTULOS	CONCLUSIONES
Identificar y describir la importancia del sector minero en la economía peruana y en el mercado de capitales peruano, representado por la BVL			Capítulo II	El sector minero tiene un alto impacto sobre el PBI a través de las exportaciones y los ingresos de gobierno; además, es el segundo sector más capitalizado en la BVL
Describir y explicar la evolución de la política de dividendos de las empresas mineras seleccionadas, identificando los diversos factores que la han determinado y la importancia que cada uno de estos tiene			Capítulo III	

Nota: continúa en la página siguiente

(continuación)

OBJETIVOS ESPECÍFICOS	HIPÓTESIS GENERAL	HIPÓTESIS ESPECÍFICAS	CAPÍTULOS	CONCLUSIONES
<p>Cuantificar y analizar el efecto del flujo de caja libre, utilidad neta, oportunidades de inversión, tamaño de la empresa, apalancamiento, concentración accionaria y el crecimiento de la economía sobre la política de dividendos de las empresas mineras en el periodo, mediante regresiones de datos de panel.</p>	<p>La política de pago dividendos de las empresas mineras peruanas que cotizan en la BVL, en el periodo 2009-2019, ha sido determinada por el comportamiento de factores financieros, los cuales hacen referencia al nivel de efectivo, deuda e inversiones de la empresa; así como por el tamaño de sus activos, la concentración accionaria y el crecimiento de la economía peruana</p>	<p>La relación entre el pago de dividendos con respecto a la utilidad neta y al flujo de caja libre es positiva; pues, se espera que el efectivo obtenido por la empresa y su remanente luego de que se hayan cumplido las obligaciones con terceros sea distribuido a los accionistas, esto es consistente con la teoría de costos de agencia</p>	<p>Capítulo IV</p>	<p>Se cumple la relación positiva con la utilidad neta y el flujo de caja, por lo que la teoría de costos de agencia se cumple en el sector minero peruano</p>
		<p>Tanto las oportunidades de inversión como el grado de apalancamiento tienen una relación negativa con respecto a el pago de dividendos; ya que, de acuerdo con la teoría de jerarquización financiera, la empresa que requiere de fondos preferirá obtenerlos internamente disminuyendo su dependencia del capital externo.</p>		<p>La evidencia empírica demuestra la relación entre el apalancamiento y las oportunidades de inversión es negativa y significativa respecto de la política de dividendos, por lo que se cumple la teoría de jerarquización financiera</p>
		<p>El tamaño de la empresa, visto como el logaritmo natural de los activos totales de una empresa, y el pago de dividendos están relacionados directamente; dado que, las empresas más grandes tienen una mayor facilidad para acceder al mercado de capitales, por lo que el tamaño de la empresa sirve como señal para el mercado</p>		<p>Existe una relación positiva y significativa entre el tamaño de la empresa y el pago de dividendos, por lo que el tamaño de la empresa sirve como señal al mercado</p>

Nota: continúa en la página siguiente

(continuación)

OBJETIVOS ESPECÍFICOS	HIPÓTESIS GENERAL	HIPÓTESIS ESPECÍFICAS	CAPÍTULOS	CONCLUSIONES
<p>Cuantificar y analizar el efecto del flujo de caja libre, utilidad neta, oportunidades de inversión, tamaño de la empresa, apalancamiento, concentración accionaria y el crecimiento de la economía sobre la política de dividendos de las empresas mineras en el periodo, mediante regresiones de datos de panel.</p>	<p>La política de pago dividendos de las empresas mineras peruanas que cotizan en la BVL, en el periodo 2009-2019, ha sido determinada por el comportamiento de factores financieros, los cuales hacen referencia al nivel de efectivo, deuda e inversiones de la empresa; así como por el tamaño de sus activos, la concentración accionaria y el crecimiento de la economía peruana</p>	<p>La concentración de los accionistas con derecho a voto afecta negativamente las decisiones sobre el pago de dividendos</p>	<p>Capítulo IV</p>	<p>No existe una relación negativa entre la estructura accionaria de una empresa y el pago de dividendos</p>
<p>Proponer políticas que garanticen tanto una mayor protección a los accionistas minoritarios, como el funcionamiento eficiente del sistema financiero para así lograr un mercado de capitales más desarrollado.</p>			<p>Capítulo V</p>	<p>Es necesario una serie de reformas legales que garanticen un mejor funcionamiento del mercado financiero en el Perú que ayuden en el proceso de inserción a la OECD</p>

Elaboración propia