



**Universidad Nacional Mayor de San Marcos**

**Universidad del Perú. Decana de América**

Dirección General de Estudios de Posgrado

Facultad de Ciencias Administrativas

Unidad de Posgrado

**El pago de dividendos mediante acciones liberadas  
influye en la capacidad económica de los accionistas  
minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de  
Valores de Lima, periodo 2009 - 2016**

**TESIS**

Para optar el Grado Académico de Doctor en Ciencias  
Administrativas

**AUTOR**

Abdias Armando TORRE PADILLA

**ASESOR**

Dr. Manuel Jorge ESPINOZA ALTAMIRANO

Lima, Perú

2021



Reconocimiento - No Comercial - Compartir Igual - Sin restricciones adicionales

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Usted puede distribuir, remezclar, retocar, y crear a partir del documento original de modo no comercial, siempre y cuando se dé crédito al autor del documento y se licencien las nuevas creaciones bajo las mismas condiciones. No se permite aplicar términos legales o medidas tecnológicas que restrinjan legalmente a otros a hacer cualquier cosa que permita esta licencia.

## Referencia bibliográfica

---

Torre, A. (2021). *El pago de dividendos mediante acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, periodo 2009 - 2016*. [Tesis de doctorado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Ciencias Administrativas, Unidad de Posgrado]. Repositorio institucional Cybertesis UNMSM.

---

## Metadatos complementarios

<b>Datos de autor</b>	
Nombres y apellidos	Abdias Armando Torre Padilla
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	08635290
URL de ORCID	
<b>Datos de asesor</b>	
Nombres y apellidos	Manuel Jorge Espinoza Altamirano
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	25511133
URL de ORCID	<a href="https://orcid.org/0000-0002-2473-7213">https://orcid.org/0000-0002-2473-7213</a>
<b>Datos del jurado</b>	
<b>Presidente del jurado</b>	
Nombres y apellidos	Enrique Javier Cornejo Ramírez
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	08201280
<b>Miembro del jurado 1</b>	
Nombres y apellidos	Manuel Jorge Espinoza Altamirano
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	25511133
<b>Miembro del jurado 2</b>	
Nombres y apellidos	Edgar Vicente Armas
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	06003952
<b>Miembro del jurado 3</b>	
Nombres y apellidos	Cleofe Maritza Verastegui Corrales
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	25602440

<b>Datos de investigación</b>	
Línea de investigación	Dirección Financiera
Grupo de investigación	Mercado de Valores
Agencia de financiamiento	Financiamiento propio
Ubicación geográfica de la investigación	Bolsa de Valores de Lima S.A. Dirección: Pasaje Acula 106 – Lima 100 Departamento: Lima Provincia: Lima Latitud: -12.0485291 Longitud: -77.0311832
Año o rango de años en que se realizó la investigación	2009 - 2016
<i>URL de disciplinas OCDE</i>	2.02.04 - <i>Negocios, Administración</i> <b>URIS:</b> <a href="http://purl.org/pe-repo/ocde/ford#5.02.04">http://purl.org/pe-repo/ocde/ford#5.02.04</a>

**ACTA DE SUSTENTACIÓN N° 0040-V-UPG-FCA-2021  
PARA OPTAR EL GRADO ACADEMICO DE DOCTOR EN CIENCIAS  
ADMINISTRATIVAS**

En la Ciudad Universitaria, al primer día del mes de octubre del año dos mil veintiuno, siendo las ocho horas, en el enlace <https://meet.google.com/hhp-ezcx-wcc> emitido por la Facultad de Ciencias Administrativas de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos; ante el Jurado Examinador, **PRESIDIDO** por el **DR. ENRIQUE JAVIER CORNEJO RAMÍREZ**, e integrado por los miembros: **DR. MANUEL JORGE ESPINOZA ALTAMIRANO (Asesor)**, **DRA. CLEOFÉ MARITZA VERASTEGUI CORRALES (Miembro)**, **DR. EDGAR VICENTE ARMAS (Miembro)**; el postulante al Grado Académico de Doctor en Ciencias Administrativas, don **ABDIAS ARMANDO TORRE PADILLA**, procedió a hacer la exposición y defensa pública de su Tesis titulada: **“EL PAGO DE DIVIDENDOS MEDIANTE ACCIONES LIBERADAS INFLUYE EN LA CAPACIDAD ECONÓMICA DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE LIMA, PERIODO 2009 - 2016”**, con el propósito de optar el Grado Académico de Doctor en Ciencias Administrativas.

Concluida la exposición y absueltas las preguntas, de acuerdo con lo establecido en el **ARTÍCULO 61º** del Reglamento para el Otorgamiento del Grado Académico de Doctor en Ciencias Administrativas, los miembros del Jurado Examinador, procedieron a asignar la calificación siguiente:

Diecisiete (17) Muy Bueno

Acto seguido, el Presidente del Jurado recomienda a la Facultad de Ciencias Administrativas **otorgar** el Grado Académico de Doctor en Ciencias Administrativas, a don **ABDIAS ARMANDO TORRE PADILLA**. Se extiende la presente Acta siendo las **09:15** se da por concluido el Acto Académico de sustentación, firmando sus miembros en señal de conformidad.



UNMSM

Firmado digitalmente por CORNEJO  
RAMIREZ Enrique Javier FAU  
20148092282 soft  
Motivo: Soy el autor del documento  
Fecha: 01.10.2021 13:07:41 -05:00

**DR. ENRIQUE JAVIER CORNEJO RAMÍREZ**  
**PRESIDENTE**



**DR. MANUEL JORGE ESPINOZA ALTAMIRANO**  
**ASESOR**



UNMSM

Firmado digitalmente por VICENTE  
ARMAS Edgar FAU 20148092282 soft  
Motivo: Soy el autor del documento  
Fecha: 01.10.2021 11:44:04 -05:00

**DR. EDGAR VICENTE ARMAS**  
**JURADO**



**DRA. CLEOFÉ MARITZA VERASTEGUI CORRALES**  
**JURADO**



## INFORME DE EVALUACIÓN DE ORIGINALIDAD

Autor del documento	Abdias Armando Torres Padilla
Documento evaluado	Tesis para optar el grado académico de Doctor en Ciencias Administrativas
Título	EL PAGO DE DIVIDENDOS MEDIANTE ACCIONES LIBERADAS INFLUYE EN LA CAPACIDAD ECONÓMICA DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE LIMA, PERÍODO 2009 - 2016
Fecha de recepción del documento.	28-01-2020
Fecha de aplicación del Programa informático de similitudes	29-01-2020
Software utilizado	TURNITIN
Operador del Software	Mg. Walter Adrián Landeo Torres
Configuración del Programa detector de similitudes	Exclusión de textos entrecomillados Exclusión de bibliografía Exclusión de cadenas sintácticas, (40palabras)
Porcentaje de similitudes según programa detector de similitudes	10% Diez por ciento de índice de similitud
Fuentes originales de las similitudes encontradas	1% de Fuentes de internet 1% Publicaciones 10% Trabajos del Estudiante
Observaciones	Sin observaciones
Calificación de originalidad	Documento cumple criterios de originalidad
Fecha de informe	Lima, 12 de febrero del 2020

  
Dr. LEONI VICENTE SILVA ROJAS  
Director  
Unidad de Posgrado



## DEDICATORIA

---

**A mi Alma Mater, la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, como testimonio de gratitud.**

**Con la bendición de Dios e *In memoriam* de mi mamá Aquila: una gran mujer; por haberme inculcado la ética y alentado constantemente a mi superación.**

**En forma especial a mi esposa Yony, a mis hijos: Diana, Armando, Cecilia, y María del Carmen por el tiempo que no pude dedicarles durante el período que elaboraba esta Tesis.**

**A mis hermanos.**

## AGRADECIMIENTO

---

A todas las autoridades de la Unidad de Posgrado de la Facultad de Ciencias Administrativas, los profesores que, con sus sabias enseñanzas, ampliaron mis conocimientos y me brindaron su confianza y apoyo. Gracias Señores.

Al Dr. Celestino Jara Hidalgo, *In memoriam*, porque a principios de la década de 1970, como Jefe del Departamento Académico de Ciencias Administrativas y Contabilidad, acogió y apoyó el anhelo estudiantil y gestiono ante las autoridades universitarias para alcanzar la autonomía del anterior Programa Académico de Ciencias Administrativas, hoy Facultad de Ciencias Administrativas de nuestra casa de estudios y fue también su primer Director. Gracias Doctor.

A mi Asesor, Dr. Manuel Jorge Espinoza Altamirano, por sus valiosos consejos que me permitieron llevar a cabo esta investigación. Gracias Doctor.

Gracias a mi colega y amiga Rosa Mesias Ratto por sus valiosos esfuerzos para mejorar la presentación de esta investigación.

A Jaime Patiño, que acaba de partir a la eternidad, compañero, amigo, hermano, líder estudiantil honesto, gracias por convencerme para ser docente universitario.

A mis colegas, con quienes tuve el privilegio de compartir su amistad sincera e incondicional durante nuestra formación como doctores, por nuestra agradable estancia juntos, lo pasé bien, y por haberme elegido y luego tolerado como su delegado. Gracias futuros doctores.

## Índice General

<b>DEDICATORIA.....</b>	<b>II</b>
<b>AGRADECIMIENTO .....</b>	<b>III</b>
<b>Lista de Tablas.....</b>	<b>IX</b>
<b>Lista de Gráficos.....</b>	<b>XII</b>
<b>RESUMEN .....</b>	<b>XIV</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>XV</b>
<b>RESUMO .....</b>	<b>XVI</b>
<b>CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
1.1 Situación Problemática .....	6
1.2 Formulación del Problema .....	13
1.2.1 <i>Problema general</i> .....	13
1.2.2 <i>Problemas Específicos</i> .....	14
Primer Problema Específico .....	14
Segundo Problema Específico.....	14
Tercer Problema Específico.....	14
1.3 Justificación Teórica .....	14
1.4 Justificación Práctica .....	15
1.5 Objetivos.....	16
1.5.1 <i>Objetivo General</i> .....	17
1.5.2 <i>Objetivos Específicos</i> .....	17
Primer objetivo específico.....	17
Segundo objetivo específico .....	17
Tercer objetivo específico .....	17
1.6 Hipótesis.....	17
1.6.1 <i>Hipótesis general</i> .....	17
1.6.2 <i>Hipótesis Específicas</i> .....	18
Primera Hipótesis Específica .....	18
Segunda Hipótesis Específica .....	18
Tercera Hipótesis Específica .....	18
<b>CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO.....</b>	<b>19</b>
2.1 Marco filosófico o epistemológico de la investigación .....	19
2.1.1 Definición de Epistemología .....	20
2.1.2 Epistemología de la Gestión Financiera.....	21
2.1.3 <i>Antecedentes académicos de la Política de dividendos</i> .....	28

2.1.3.1	<i>El Modelo de Gordon</i> .....	28
2.1.3.2	<i>La irrelevancia de la Política de Dividendos</i> .....	30
2.1.3.3	<i>Teoría de la relevancia de los dividendos</i> .....	33
2.1.3.4	<i>La teoría fiscal de los dividendos.</i> .....	35
2.1.3.5	<i>La teoría de los dividendos residuales</i> .....	38
2.1.3.6	<i>El efecto clientela</i> .....	39
2.1.3.7	<i>El valor informativo de los dividendos (o de las señales)</i> .....	41
2.1.3.8	<i>La teoría de las expectativas</i> .....	41
2.1.3.9	<i>Teoría de la agencia o costo de la agencia</i> .....	42
2.2	Antecedentes de investigación .....	43
2.2.1	<i>Antecedentes internacionales</i> .....	43
2.2.2	<i>Antecedentes nacionales</i> .....	53
2.3	Bases teóricas .....	56
2.3.1	Mercado de capitales.....	56
2.3.1.1	<i>Mercado monetario y Mercado de capitales</i> .....	58
A.	Mercado monetario .....	58
B.	Mercado financiero o de capitales .....	59
2.3.1.2	<i>Aplicación del Mercado financiero</i> .....	61
A.	<b>Definición de mercado financiero, según diversos autores</b> .....	61
B.	<b>Funciones económicas y factores de integración</b> .....	64
2.3.1.3	<i>Bolsa de Valores</i> .....	66
A.	<b>Definición</b> .....	67
B.	<b>Funciones Económicas</b> .....	69
2.3.1.4	<i>Capacidad Económica</i> .....	71
2.3.1.5	Dividendos y Política de Dividendos .....	74
A.	<b>Utilidades Retenidas</b> .....	75
B.	<b>Política de dividendos</b> .....	78
<b>CAPÍTULO 3:</b>	<b>METODOLOGÍA</b> .....	<b>89</b>
3.1	Tipo y Diseño de Investigación .....	89
3.1.1.	<i>Tipo de Investigación</i> .....	89
3.1.2.	<i>Diseño de Investigación</i> .....	91
a)	No experimental.....	91
b)	Longitudinal .....	92
c)	Los estudios de tendencias.....	92
3.2	Unidad de análisis.....	94

3.3 Población de estudio.....	94
3.4 Tamaño de muestra.....	95
3.5 Selección de muestra .....	96
3.6 Técnicas de recolección de datos .....	98
<b>CAPÍTULO 4: RESULTADOS Y DISCUSIÓN .....</b>	<b>99</b>
4.1 Análisis, interpretación y discusión de resultados .....	101
4.1.1 Resultados de la Razón Dividendo por Acción (DPA) .....	104
4.1.2 Resultados de la Razón de Retención o Tasa de Retención.....	116
4.1.3 Resultado de la Razón Precio-Utilidad (P-U) .....	128
4.1.4 Resultado del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario .	140
4.1.5 Resultados de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) .....	152
4.1.6 Análisis, interpretación y discusión de resultados integrados de los indicadores.....	164
4.2 Prueba de hipótesis y presentación de resultados .....	169
4.2.1 Prueba de la Hipótesis General .....	170
4.2.2 Pruebas de Hipótesis Específicas.....	175
4.2.2.1 Primera Hipótesis Específica .....	175
4.2.2.2 Segunda Hipótesis Específica.....	179
4.2.2.3 Tercera Hipótesis Específica.....	183
<b>CAPÍTULO 5: IMPACTOS .....</b>	<b>188</b>
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>192</b>
<b>RECOMENDACIONES.....</b>	<b>194</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>197</b>
<b>REFERENCIAS WEB.....</b>	<b>203</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>205</b>
ANEXO 1: Empresas que comprende la muestra de análisis.....	205
ANEXO 2: Estado de Situación Financiera Anual Individual de Casa Grande Sociedad Anónima Abierta (CASA GRANDE S.A.A.).....	206
ANEXO 3: Estado de Resultados Anual Individual Casa Grande Sociedad Anónima Abierta (CASA GRANDE S.A.A.) .....	208
ANEXO 4: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	209
ANEXO 5: Cálculo de los indicadores de "Casa Grande S.A.A." .....	210
ANEXO 6: Estado de Situación Financiera Anual Individual "FERREYCORP S.A.A." .....	211
ANEXO 7: Estado de Resultados Anual Individual "FERREYCORP S.A.A." .....	213

ANEXO 8: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	214
ANEXO 9: Cálculo de los indicadores de “FERREYROSCORP S.A.A.” .....	215
ANEXO 10: Estado de Situación Financiera Anual Individual GRAÑA Y MONTERO S.A.A .....	216
ANEXO 11: Estado de Resultados Anual Individual GRAÑA Y MONTERO S.A.A. .....	218
ANEXO 12: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	219
ANEXO 13: Cálculo de los indicadores de “Graña y Montero S.A.A.” .....	220
ANEXO 14: Estado de Situación Financiera Anual Individual CEMENTOS PACASMAYO S.A.A .....	221
ANEXO 15: Estado de Resultados Anual Individual CEMENTOS PACASMAYO S.A.A .....	223
ANEXO 16: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	224
ANEXO 17: Cálculo de los indicadores de “Cementos Pacasmayo S.A.A.” .....	225
ANEXO 18: Estado de Situación Financiera Anual Individual ALICORP S.A.A.....	226
ANEXO 19: Estado de Resultados Anual Individual ALICORP S.A.A .....	228
ANEXO 20: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	229
<i>ANEXO 21: Cálculo de los indicadores de “ALICORP S.A.A.” .....</i>	<i>230</i>
ANEXO 22: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Unión Andina de Cementos -UNACEM S.A.A.” .....	231
ANEXO 23: Estado de Resultados Anual Individual “Unión Andina de Cementos - UNACEM S.A.A.” .....	233
ANEXO 24: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	234
ANEXO 25: Cálculo de los indicadores de “Unión Andina de Cementos -UNACEM S.A.A.” .....	235
ANEXO 26: Estado de Situación Financiera Anual Individual COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A .....	236
ANEXO 27: Estado de Resultados Anual Individual COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A .....	238
ANEXO 28: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	239
ANEXO 29: Cálculo de los indicadores de “Compañía Minera Milpo S.A.A.” .....	240
ANEXO 30: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Compañía Minera Poderosa S.A.” .....	241
ANEXO 31: Estado de Resultados Anual Individual “Compañía Minera Poderosa S.A.” .....	243

ANEXO 32: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	244
ANEXO 33: Cálculo de los indicadores de “Compañía Minera Poderosa S.A.” .....	245
ANEXO 34: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.” .....	246
ANEXO 35: Estado de Resultados Anual Individual “Sociedad Minera Cerro Verde” .....	248
ANEXO 36: Datos adicionales tomados de la Memoria .....	249
ANEXO 37: Cálculo de los indicadores de “Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.”	250
ANEXO 38: Estado de Situación Financiera Anual Individual “ENEL Generación Perú S.A.A.” .....	251
ANEXO 39: Estado de Resultados Anual Individual “ENEL Generación Perú S.A.A.” .....	253
ANEXO 40: Datos adicionales tomados de la Memoria:.....	254
ANEXO 41: Cálculo de los indicadores de “ENEL Generación Perú S.A.A.” .....	255
ANEXO 42: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Telefónica del Perú S.A.A.” .....	256
ANEXO 43: Estado de Resultados Anual Individual “Telefónica del Perú S.A.A.”.	258
ANEXO 44: Datos adicionales tomados de la Memoria:.....	259
ANEXO 45: Cálculo de los indicadores de “Telefónica del Perú S.A.A.” .....	260
ANEXO 46: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Refinería la Pampilla S.A.A.” .....	261
ANEXO 47: Estado de Resultados Anual Individual “Refinería la Pampilla S.A.A.” .....	263
ANEXO 48: Datos adicionales tomados de la Memoria:.....	264
ANEXO 49: Cálculo de los indicadores de “Refinería la Pampilla S.A.A.” .....	265
ANEXO 50: RESULTADOS INTEGRADOS ACUMULADOS DE LAS EMPRESAS POR AÑOS.....	266
ANEXO 51: Cálculo de los resultados integrados promedio (12 empresas) de los indicadores por años.....	267
ANEXO 52: DATOS DE PANEL DE LOS RESULTADOS DE LOS INDICADORES DE LAS EMPRESAS .....	268
ANEXO 53: RESULTADOS DE LA PRUEBA DE HIPÓTESIS .....	271

## Lista de Tablas

<b>Tabla 1:</b>	<b>La política de Dividendos y el efecto de los impuestos. ....</b>	<b>37</b>
<b>Tabla 2.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- Casa Grande S.A.A.....</b>	<b>104</b>
<b>Tabla 3.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- FERREYCORP S.A.A ....</b>	<b>105</b>
<b>Tabla 4.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-Graña y Montero S.A.A.</b>	<b>106</b>
<b>Tabla 5.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-Cementos Pacasmayo S.A.A .....</b>	<b>107</b>
<b>Tabla 6.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-ALICORP S.A.A.....</b>	<b>108</b>
<b>Tabla 7.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)--UNACEM S.A.A .....</b>	<b>109</b>
<b>Tabla 8.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-MILPO S.A.A.....</b>	<b>110</b>
<b>Tabla 9.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- Compañía Minera Poderosa S.A.....</b>	<b>111</b>
<b>Tabla 10.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-Cerro Verde S.A.A.....</b>	<b>112</b>
<b>Tabla 11.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- ENEL Generación Perú S.A.A .....</b>	<b>113</b>
<b>Tabla 12.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- Telefónica del Perú S.A.A. .....</b>	<b>114</b>
<b>Tabla 13.</b>	<b>Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- RELAPA S.A.A .....</b>	<b>115</b>
<b>Tabla 14.</b>	<b>Resultado de Razón de Retención - Casa Grande S.A.A .....</b>	<b>116</b>
<b>Tabla 15.</b>	<b>Resultado de Razón de Retención - FERREYCORP S.A.A.....</b>	<b>117</b>
<b>Tabla 16.</b>	<b>Razón de Retención - Graña y Montero S.A.A.....</b>	<b>118</b>
<b>Tabla 17.</b>	<b>Razón de Retención - Cementos Pacasmayo S.A.A .....</b>	<b>119</b>
<b>Tabla 18.</b>	<b>Razón de Retención - ALICORP S.A.A .....</b>	<b>120</b>
<b>Tabla 19.</b>	<b>Resultado de Razón de Retención – UNACEM S.A.A .....</b>	<b>121</b>
<b>Tabla 20.</b>	<b>Resultado Razón de Retención–Compañía Minera MILPO S.A.A.....</b>	<b>122</b>
<b>Tabla 21.</b>	<b>Resultados Razón de Retención – Compañía Minera Poderosa S.A .....</b>	<b>123</b>
<b>Tabla 22.</b>	<b>Resultado Razón de Retención – Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A... </b>	<b>124</b>
<b>Tabla 23.</b>	<b>Resultado Razón de Retención – ENEL Generación Perú S.A.A.....</b>	<b>125</b>
<b>Tabla 24.</b>	<b>Resultado Razón de Retención – Telefónica del Perú S.A.A.....</b>	<b>126</b>
<b>Tabla 25.</b>	<b>Resultado Razón de Retención – Refinería La Pampilla S.A.A.....</b>	<b>127</b>
<b>Tabla 26.</b>	<b>Resultado Razón P-U - Casa Grande S.A.A .....</b>	<b>128</b>
<b>Tabla 27.</b>	<b>Resultado Razón P-U - FERREYCORP S.A.A .....</b>	<b>129</b>
<b>Tabla 28.</b>	<b>Resultado Razón P-U - Graña y Montero S.A.A.....</b>	<b>130</b>
<b>Tabla 29.</b>	<b>Resultado Razon P-U Cementos Pacasmayo S.A.A .....</b>	<b>131</b>
<b>Tabla 30.</b>	<b>Resultados P-U - ALICORP S.A.A.....</b>	<b>132</b>
<b>Tabla 31.</b>	<b>Resultado P-U - UNACEM S.A.A .....</b>	<b>133</b>
<b>Tabla 32.</b>	<b>Resultado Razón P-U - Compañía Minera MILPO S.A.A.....</b>	<b>134</b>
<b>Tabla 33.</b>	<b>Resultado Razón P-U - Compañía Minera Poderosa S.A .....</b>	<b>135</b>
<b>Tabla 34.</b>	<b>Resultado Razón P-U - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A .....</b>	<b>136</b>

Tabla 35.	Resultado Razón P-U - ENEL Generación Perú S.A.A.....	137
Tabla 36.	Resultado Razón P-U - Telefónica del Perú S.A.A .....	138
Tabla 37.	Resultado Razón P-U - Refinería La Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A ....	139
Tabla 38.	Resultado Porcentaje de participación del accionista minoritario-Casa Grande S.A.A.....	140
Tabla 39.	Resultado Porcentaje de participación del accionista minoritario-FERREYCORP S.A.A .....	141
Tabla 40.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario-Graña y Montero S.A.A.....	142
Tabla 41.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario - Cementos Pacasmayo S.A.A.....	143
Tabla 42.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario ALICORP S.A.A.....	144
Tabla 43.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario - UNACEM S.A.A .....	145
Tabla 44.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario Compañía Minera MILPO S.A.A.....	146
Tabla 45.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario Compañía Minera Poderosa S.A .....	147
Tabla 46.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.....	148
Tabla 47.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario ENEL Generación Perú S.A.A .....	149
Tabla 48.	<i>Resultado del Porcentaje de participación del accionista minoritario Telefónica del Perú S.A.A .....</i>	<i>150</i>
Tabla 49.	Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario Refinería La Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A .....	151
Tabla 50.	Resultados razón de pago de dividendos - Casa Grande S.A.A .....	152
Tabla 51.	Resultado razón de pago de dividendos - FERREYCORP S.A.A.....	153
Tabla 52.	Resultado razón de pago de dividendos - Graña y Montero S.A.A.....	154
Tabla 53.	Resultado razón de pago de dividendos - Cementos Pacasmayo S.A.A.	155
Tabla 54.	Resultado razón de pago de dividendos - ALICORP S.A.A .....	156
Tabla 55.	Resultado razón de pago de dividendos - UNACEM S.A.A.....	157
Tabla 56.	Resultado razón de pago de dividendos - Compañía Minera Milpo S.A.A. ....	158
Tabla 57.	Resultado razón de pago de dividendos - Compañía Minera Poderosa S.A.A .....	159
Tabla 58.	Resultado razón de pago de dividendos - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A .....	160

<b>Tabla 59.</b>	<b>Resultado razón de pago de dividendos - ENEL Generación Perú S.A.A.</b> .....	<b>161</b>
<b>Tabla 60.</b>	<b>Resultado razón de pago de dividendos - Telefónica del Perú S.A.A.....</b>	<b>162</b>
<b>Tabla 61.</b>	<b>Resultado razón de pago de dividendos - Refinería La Pampilla S.A.A ..</b>	<b>163</b>
<b>Tabla 62.</b>	<b>Resultados de la Razón Dividendos por Acción .....</b>	<b>164</b>
<b>Tabla 63.</b>	<b>Resultados de la Razón de Retención o Tasa de Retención.....</b>	<b>165</b>
<b>Tabla 64.</b>	<b>Resultados de la Razón Precio – Utilidad .....</b>	<b>166</b>
<b>Tabla 65.</b>	<b>Resultados del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario .</b>	<b>167</b>
<b>Tabla 66.</b>	<b>Tasa de Pago de Dividendo .....</b>	<b>168</b>
<b>Tabla 67.</b>	<b>Resultado de Eviews para la Hipótesis General.....</b>	<b>171</b>
<b>Tabla 68.</b>	<b>Resultado de Eviews para la Primera Hipótesis Específica.....</b>	<b>176</b>
<b>Tabla 69.</b>	<b>Resultado de Eviews para la Segunda Hipótesis Específica .....</b>	<b>180</b>
<b>Tabla 70.</b>	<b>Resultado de Eviews para la Tercera Hipótesis Específica .....</b>	<b>184</b>

## Lista de Gráficos

Gráfico 1. Diseño de investigación .....	92
Gráfico 2. Población y muestra.....	97
Gráfico 3: DPA-Casa Grande S.A.A .....	104
Gráfico 4: DPA - FERREYCORP S.A.A .....	105
Gráfico 5: DPA - Graña y Montero S.A.A.....	106
Gráfico 6: DPA - Cementos Pacasmayo S.A.A .....	107
Gráfico 7: DPA - ALICORP S.A.A .....	108
Gráfico 8: DPA - Unión Andina de Cementos (UNACEM S.A.A).....	109
Gráfico 9: DPA - Compañía Minera MILPO S.A.A.....	110
Gráfico 10: Razón DPA - Compañía Minera Poderosa S.A.....	111
Gráfico 11: DPA - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A .....	112
Gráfico 12: DPA - ENEL Generación Perú S.A.A.....	113
Gráfico 13: DPA - Telefónica del Perú S.A.A .....	114
Gráfico 14: DPA - Refinería La Pampilla (RELAPA S.A.A.).....	115
Gráfico 15: Razón de Retención - Casa Grande S.A.A .....	116
Gráfico 16: Razón de Retención - FERREYCORP S.A.A .....	117
Gráfico 17: Razón de Retención – Graña y Montero S.A.A.....	118
Gráfico 18: Razón de Retención – Cementos Pacasmayo S.A.A .....	119
Gráfico 19: Razón de Retención – ALICORP S.A.A .....	120
Gráfico 20: Razón de Retención – UNACEM S.A.A.....	121
Gráfico 21: Razón de Retención – Compañía Minera MILPO S.A.A .....	122
Gráfico 22: Razón de Retención – Compañía Minera Poderosa S.A .....	123
Gráfico 23: Razón de Retención – Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.....	124
Gráfico 24: Razón de Retención – ENEL Generación Perú S.A.A.....	125
Gráfico 25: Razón de Retención – Telefónica del Perú S.A.A .....	126
Gráfico 26: Razón de Retención – Refinería La Pampilla S.A.A.....	127
Gráfico 27: Razón P-U - Casa Grande S.A.A .....	128
Gráfico 28: Razón P-U - FERREYCORP S.A.A .....	129
Gráfico 29: Razón P-U - Graña y Montero S.A.A.....	130
Gráfico 30: Razón P-U- Cementos Pacasmayo S.A.A .....	131
Gráfico 31: Razón P-U - ALICORP S.A.A .....	132
Gráfico 32: Razón P-U - UNACEM S.A.A.....	133
Gráfico 33: Razón P-U - Compañía Minera MILPO S.A.A .....	134
Gráfico 34: Razón P-U - Compañía Minera Poderosa S.A.....	135
Gráfico 35: Razón P-U - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A .....	136
Gráfico 36: Razón P-U - ENEL Generación Perú S.A.A .....	137
Gráfico 37: Razón P-U - Telefónica del Perú S.A.A .....	138
Gráfico 38: Razón P-U - Refinería La Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A .....	139

Gráfico 39: Porcentaje de Participación accionista minoritario-Casa Grande S.A.A..	140
Gráfico 40: Porcentaje de Participación del accionista minoritario-FERREYCORP S.A.A.....	141
Gráfico 41: Porcentaje de Participación del accionista minoritario -Graña y Montero S.A.A .....	142
Gráfico 42: Porcentaje de Participación del accionista minoritario -Cementos Pacasmayo S.A.A .....	143
Gráfico 43: Porcentaje de Participación del accionista minoritario ALICORP S.A.A	144
Gráfico 44: Participación de accionista minoritario -UNACEM S.A.A .....	145
Gráfico 45: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Compañía Minera MILPO S.A.A.....	146
Gráfico 46: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Compañía Minera Poderosa S.A .....	147
Gráfico 47: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.....	148
Gráfico 48: Porcentaje de Participación del accionista minoritario ENEL Generación Perú S.A.A .....	149
Gráfico 49: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Telefónica del Perú S.A.A .....	150
Gráfico 50: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Refinería La Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.....	151
Gráfico 51: Razón de pago de dividendos - Casa Grande S.A.A .....	152
Gráfico 52: Razón de pago de dividendos - FERREYCORP S.A.A.....	153
Gráfico 53: Razón de pago de dividendos - Graña y Montero S.A.A .....	154
Gráfico 54: Razón de pago de dividendos - Cementos Pacasmayo S.A.A .....	155
Gráfico 55: Razón de pago de dividendos - ALICORP S.A.A .....	156
Gráfico 56: Razón de pago de dividendos - UNACEM S.A.A.....	157
Gráfico 57: Razón de pago de dividendos - Compañía Minera Milpo S.A.A .....	158
Gráfico 58: Razón de pago de dividendos - Compañía Minera Poderosa S.A.A .....	159
Gráfico 59: Razón de pago de dividendos - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A .....	160
Gráfico 60: Razón de pago de dividendos - ENEL Generación Perú S.A.A .....	161
Gráfico 61: Razón de pago de dividendos - Telefónica del Perú S.A.A .....	162
Gráfico 62: Razón de pago de dividendos - Refinería La Pampilla S.A.A .....	163
Gráfico 63: Razón Dividendo por Acción (DPA Promedio).....	164
Gráfico 64: Razón de Retención o Tasa de Retención .....	165
Gráfico 65: Razón Precio – Utilidad. ....	166
Gráfico 66: Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario. ....	167
Gráfico 67: Tasa de Pago de Dividendo .....	168
Gráfico 68: Modelo teórico de la tesis .....	169
Gráfico 69: Diagrama de Flujo .....	190

## RESUMEN

Este estudio tuvo como objetivo demostrar que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). 2009-2016. La investigación corresponde a las ciencias fácticas. **Método:** El tipo de investigación es correlacional para explicar el nivel de correlación entre las variables y, exploratorio, para indagar sobre una realidad poco investigada. Los diseños de investigación se centraron en no experimental debido a que no hubo manipulación intencional de las variables independientes, longitudinal pues se observó el fenómeno tal como sucedió naturalmente en su contexto a través del tiempo y, estudio de tendencia se utilizó para indicar cómo se movieron las variables de la hipótesis de investigación. Los datos fueron obtenidos de los estados financieros de la muestra compuesta por 12 empresas de las 284 que cotizan en la BVL. **Resultados:** Para procesar la información, se usó y procesó el modelo de regresión lineal múltiple utilizando el software EVIEWS, que proporcionó las siguientes estadísticas de prueba un  $R^2$  ajustado = 0.9954; Prob (F-statistic) = 0.00; y Durbin-Watson stat = 2.0267, con estos valores se pudo confirmar, su fiabilidad. **Conclusión:** Se confirma que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la BVL. 2009-2016.

**Palabras clave:** Accionista minoritario, capacidad económica y, acciones liberadas.

## ABSTRACT

This study aimed to demonstrate that the payment of dividends through released shares influences the economic capacity of minority shareholders of companies listed on the Lima Stock Exchange (BVL). 2009-2016. Research corresponds to factual sciences. Method: The type of research is correlational to explain the level of correlation between the variables and, exploratory, to inquire about a little researched reality. The research designs focused on non-experimental because there was no intentional manipulation of the independent, longitudinal variables since the phenomenon was observed as it naturally happened in its context over time and, a trend study was used to indicate how they moved the variables of the research hypothesis. The data were obtained from the financial statements of the sample consisting of 12 companies of the 284 listed on the BVL. Results: To process the information, the multiple linear regression model was used and processed using the EVIEWS software, which provided the following test statistics with an adjusted  $R^2 = 0.9954$ ; Prob (F-statistic) = 0.00; and Durbin-Watson stat = 2.0267, with these values could be confirmed, its reliability. Conclusion: It is confirmed that the payment of dividends through released shares influences the economic capacity of minority shareholders of the companies listed on the BVL. 2009-2016.

**Keywords:** Minority shareholder, economic capacity and, liberated shares.

## RESUMO

Este estudo teve como objetivo demonstrar que o pagamento de dividendos por meio de ações liberadas influencia a capacidade econômica de acionistas minoritários de empresas listadas na Bolsa de Valores de Lima (BVL). 2009-2016. A pesquisa corresponde às ciências factuais. Método: O tipo de pesquisa é correlacional para explicar o nível de correlação entre as variáveis e, exploratório, para indagar sobre um pouco da realidade pesquisada. Os delineamentos da pesquisa se concentraram em não-experimentais, porque não havia manipulação intencional das variáveis longitudinais independentes, uma vez que o fenômeno foi observado como ocorreu naturalmente em seu contexto ao longo do tempo e, um estudo de tendência foi usado para indicar como eles se moviam as variáveis da hipótese de pesquisa. Os dados foram obtidos das demonstrações financeiras da amostra composta por 12 empresas das 284 listadas no BVL. Resultados: Para processar as informações, o modelo de regressão linear múltipla foi utilizado e processado no software EVIEWS, que forneceu as seguintes estatísticas de teste com um  $R^2$  ajustado = 0,9954; Prob (estatística F) = 0,00; e Durbin-Watson stat = 2.0267, com esses valores pôde ser confirmado, sua confiabilidade. Conclusão: Confirma-se que o pagamento de dividendos por meio de ações liberadas influencia a capacidade econômica dos acionistas minoritários das empresas listadas na BVL. 2009-2016.

**Palavras-chave:** acionistas minoritários, capacidade econômica e bonificação em ações.

## CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

Sabemos que uno de los problemas más importantes a resolver en las finanzas corporativas tiene que ver con las consecuencias que implica la aplicación de la política de dividendos a los accionistas. En este sentido, varios autores señalan que uno de los temas polémicos en finanzas es la política de dividendos, que ha sido objeto de mucha controversia y ha conducido a un gran número de artículos científicos con diferentes conclusiones. Entre ellos, se ha encontrado en el capítulo 35, numeral seis de su libro Brealey & Myers (2010), quienes escribieron el tema: “¿Cómo podemos solucionar la controversia del pago de dividendos?” (p. 973). Esta cuestión ha conducido al mundo de las finanzas corporativas en el mercado bursátil, que se ha constituido todo un reto para desarrollar la presente investigación, involucrando para esto a los accionistas minoritarios.

Es muy frecuente encontrar en teoría que una de las decisiones más importantes de las empresas es retribuir a los accionistas por el capital que aportan, denominado política de dividendos. Sin embargo, no se ha encontrado evidencia para explicar si el pago de dividendos a través de acciones liberadas influye la capacidad económica de los accionistas minoritarios. Aún es uno de los temas que no han sido debatidos en círculos académicos, desde el punto de vista de su dimensión financiera. Esta carencia permitió hacer una pregunta para confirmar: ¿cómo influye el pago de dividendos mediante acciones liberadas a la capacidad económica de los accionistas minoritarios? La dificultad de encontrar una respuesta que explique la pregunta demandó que la examinemos desde una perspectiva financiera.

En teoría, la comunidad académica generalmente se enfoca en maximizar la riqueza de los accionistas, como si la empresa tuviera solo un tipo de accionista, con lo cual no estamos de acuerdo, ya que hay dos tipos de accionistas involucrados en la clase de empresas analizadas en esta investigación. Asumimos que el capital social de la empresa está conformado por el capital de los accionistas mayoritarios y minoritarios. En este sentido, es necesario aclarar que los objetivos de los accionistas mayoritarios y minoritarios difieren con respecto a lo que esperan lograr con su capital aportado. Por lo tanto, mientras los accionistas minoritarios esperan recibir beneficios en efectivo a corto plazo; es decir, invierten su dinero con la intención de obtener beneficios en efectivo y recuperar su inversión en el corto plazo; Por otro lado, tenemos a los accionistas mayoritarios cuya inversión es permanente, deciden mantener su inversión por más de un año, invierten para capitalizar sus utilidades, es decir, lo que buscan es que cada vez más se vayan acumulando sus utilidades en su inversión, su objetivo es mantener su inversión en el largo plazo.

La política de dividendos afecta claramente los objetivos económicos que tienen cada uno de ellos, teniendo en cuenta que, lo que es beneficioso para unos, no lo será definitivamente para los otros. Por esta razón, se plantea la hipótesis que el pago de dividendos mediante acciones liberadas termina influenciando a la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

A la luz de los hechos expuestos, y para el desarrollo de esta investigación, se ha considerado necesario reconocer el carácter temporal de la inversión y el objetivo del accionista minoritario; en este sentido, los objetivos de sus inversores deben estar alineados con los objetivos de la empresa. Con el fin de maximizar el valor de la riqueza de los accionistas, la gestión financiera adopta un conjunto de acciones relacionadas con las decisiones de inversión, de financiamiento y, de operación con los que esperan alcanzar beneficios de impacto sustantivo en la generación de utilidades y también en la mejora de la empresa. Estos beneficios deben distribuirse entre los accionistas, y no deben estar sujetos a decisiones deliberadas, sino más bien deben estar condicionadas a una sana política de dividendos. Por consiguiente, en el

presente estudio, esta debe constituirse una premisa para su elaboración y es lo que le da sentido y significación.

Asimismo, en este estudio se pretende destacar la necesidad de buscar una manera racional para la distribución de dividendos con la participación de todos los accionistas, que permitan tomar decisiones sustentadas técnicamente con el fin de mejorar dicha gestión; a pretender que el sistema les ofrezca garantías que protejan su inversión y, por supuesto, sin ignorar el poder de las mayorías; de esta forma, se salvaguardarán las inversiones de la empresa. Además, con la evidencia se espera proporcionar mayores conocimientos sobre las acciones liberadas, es por eso que el objetivo de la investigación es probar que la entrega de acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

De igual forma se señala que la decisión de las empresas de participar en la BVL está orientada a la forma de obtener capital, por medio de la emisión de acciones, las que son adquiridas por los accionistas, quienes en cierta medida son los “dueños de la empresa”, y que esperan percibir beneficios por su participación. Y todo ello se da por ser sociedades conformadas por acciones, que corresponden a los socios denominados accionistas mayoritarios y a los socios denominados accionistas minoritarios. De lo anterior, es importante resaltar acerca del Quantum de las acciones de cada tipo de accionista, ya que este factor determinará el control administrativo y la gobernabilidad de la empresa, así como su desarrollo estratégico y, como resultado, su influencia y continuidad, dicho esto, son los accionistas mayoritarios los que tienen el mayor porcentaje de participación y por tanto, son los que se atribuyen la dirección o -mejor dicho- el control de la empresa, son los que determinan su futuro y es en esta mayor participación que tienen donde se marca la diferencia en los intereses de los accionistas, toda vez que dependiendo del porcentaje de sus acciones se tendrá el control político y de gestión, reservándose para los accionistas minoritarios intereses meramente económicos, reducidos estos a obtener dividendos de las utilidades de la empresa al final de cada ejercicio y a la espera de la valorización de su inversión.

Es precisamente con esos accionistas minoritarios, que no tienen poder político ni capacidad decisoria, que estaremos involucrados a lo largo del desarrollo de la presente investigación, por medio de uno de los principales temas de la política de dividendos, referido al “pago” de dividendos mediante acciones liberadas.

Estos accionistas minoritarios que invierten capital en función de la información divulgada y compran acciones confiando que recibirán una retribución por sus acciones son aquellos que consciente o inconscientemente se preguntan sobre las garantías de que se cumpla dicha información; y en tal sentido, al ver que sus expectativas sobre su inversión no se cumplen, les genera insatisfacción. La insatisfacción se da en el contexto de las utilidades que esperaban percibir y de las que solo reciben una parte en efectivo y la otra, en acciones liberadas; estas inconsecuencias por parte de los que ostentan el poder, dejan indefensos a los accionistas minoritarios, y son los que deberían adoptar políticas de distribución de utilidades no lesivas a los intereses de los accionistas que merecen ser protegidos para fomentar su participación en la economía. Para eliminar o reducir el grado de desconfianza del accionista minoritario, será necesario que existan reglas de buen gobierno corporativo que garanticen sus derechos y mecanismos, que les permitan realmente ejercitar esos derechos de tal forma que se eliminen las discrepancias y controversias entre accionistas.

La presente tesis presenta la siguiente estructura:

**El capítulo 1** desarrolla la “Introducción”, en él se exponen la situación problemática, la formulación de los problemas, la justificación teórica y justificación práctica; los objetivos y, las hipótesis. Los puntos descritos exponen, los motivos del por qué se hace la investigación. También, indica hacia dónde conduce la investigación.

**El capítulo 2** presenta el "Marco teórico", incluye la referencia filosófica o epistemológica, los antecedentes de la investigación y, las bases teóricas. Los

conceptos descritos en este capítulo constituyen los fundamentos teóricos en los que se basa la investigación.

**El Capítulo 3** corresponde a la "Metodología" utilizada en la investigación, en la que se exponen el tipo y diseño de la investigación, la unidad de análisis, la población de estudio, el tamaño de la muestra, la selección de la muestra, la técnica de recopilación de datos y el análisis, interpretación de la información. En este capítulo, se formaliza la conexión entre la teoría y la práctica, el fundamento conceptual y la realidad, haciendo que esta investigación sea más exhaustiva.

**El capítulo 4** presenta "**Resultados y Discusión**", se analiza, interpreta y discute los resultados, la Prueba de hipótesis y presentación de resultados. El desarrollo de este capítulo se basó en la información obtenida de la BVL y para ello se utilizó la metodología que considera tres aspectos básicos: análisis reflexivo, conceptualización abstracta y experiencia, que hacen que esta investigación sea integral.

**El capítulo 5** corresponde a "Impactos"; describe el impacto de los resultados obtenidos de la investigación; evalúa el impacto de la política de dividendos, y que la información proporcionada sea útil para la administración. Incluso el análisis realizado en el estudio puede servir de base para la generación de un nuevo marco legal, como un modelo en el que se puede definir claramente la utilidad de la nueva forma de retribución de utilidades como parte de la política de dividendos para las empresas que cotizan en la BVL.

**En las conclusiones y recomendaciones**, finalmente, se llega a determinar que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios, y que los que actualmente tienen el control de la empresa están utilizando la política de dividendos para retener las utilidades de los accionistas minoritarios, luego se sugirieron recomendaciones.

## 1.1 Situación Problemática

Se entiende que cuando una persona decide ahorrar en un Banco, lo hace porque recibirá intereses por el monto que deposite, y le devolverán su capital en el plazo estipulado en el convenio establecido con el Banco. El interés es su fuente de ingresos, su flujo de efectivo esperado le sirve como respaldo y proporciona o sirve para mantener un ritmo de vida adecuado. Asimismo, los acreedores de una empresa, por prestar dinero, recibirán intereses y la correspondiente devolución del préstamo, de acuerdo con las cláusulas contractuales firmadas con la empresa. Del mismo modo, hay proveedores que, por proporcionar existencias a las empresas, recibirán el pago por el valor de las mismas; de ello se deduce que la retribución es un pago esperado que recibirán los ahorradores, prestamistas y acreedores, y de igual modo, los accionistas esperan una retribución de las empresas por su inversión, son los que ven los dividendos su fuente natural de ingresos, esto implica tener un fondo de efectivo que estará disponible cuando lo necesiten. Si los dividendos son la forma normal de pago, parece razonable que la "decisión de dividendos" sea una decisión fundamental en la empresa.

Sobre la base de la estructura de capital compuesta por accionistas mayoritarios y minoritarios se desarrolló el presente estudio. El conflicto fundamental en el problema de la política de dividendos no es el objetivo de maximizar la riqueza de sus accionistas, sino en los objetivos que buscan sus accionistas cuando adquieren acciones, por un lado, están los accionistas mayoritarios cuyo objetivo está enfocado en la capitalización de sus utilidades sobre su inversión (participación de largo plazo) y, del otro lado, a los accionistas minoritarios cuyo objetivo está enfocado en la búsqueda de liquidez de sus utilidades en efectivo (participación de corto plazo). Si bien el objetivo del accionista mayoritario se utiliza académicamente como el objetivo de la empresa, con lo que aparentemente habría solo un tipo de accionista, en este estudio se sostiene que el objetivo de los accionistas minoritarios no se tuvo en cuenta y, por eso la política de dividendos que se estuvo aplicando los

habría perjudicado económicamente, situación que se habría materializado con la distribución de acciones liberadas y no de dividendos en efectivo, constituyéndose esta exclusión, en la razón de su estudio.

De esta manera, la situación problemática que se ha observado viene de la siguiente cuestión: 1) el tratamiento de la retención de utilidades sin tener en cuenta el objetivo del accionista minoritario y esta queda materializada al momento de entregarle acciones liberadas en lugar de dividendos; 2) las asimetrías entre los directivos de las empresas y los inversores puede explicar que los anuncios de dividendos puedan actuar como un atractivo que está buscando el accionista minoritario para invertir; y 3) no se toma en cuenta el carácter temporal de la inversión de los accionistas minoritarios, su objetivo está enfocado en la búsqueda de liquidez de sus utilidades, y que no pretenden quedarse.

Para realizar el presente estudio, se ha tenido ciertas limitaciones en la obtención de literatura sobre el tema materia de investigación que hayan propuesto soluciones al problema de investigación ofrecido, teniendo en cuenta el carácter aplicativo de su dimensión científica y la necesidad de que nuestra disciplina tenga una dimensión financiera, y con la evidencia que se pretende demostrar, se espera aportar más conocimiento sobre las acciones liberadas, es por eso que el objetivo de la investigación es demostrar que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

El dividendo es la utilidad de una empresa que se decide repartir entre sus accionistas. Es, por lo tanto, una retribución que recibe el accionista por ser propietario de la empresa, constituyéndose de esta forma, en su principal vía de remuneración, también se la define como una forma alternativa de remuneración a los accionistas. Para los accionistas minoritarios, los dividendos representaban un ingreso extra.

La política de dividendos que adopte la gestión de la empresa es fundamental para los accionistas, y debe adoptarse evitando privarles de

sus beneficios líquidos por sus inversiones, haciéndoles entrega de utilidades líquidas y no dividendos en la forma de acciones liberadas. Si bien es cierto, que el fundamento del presente estudio es de orden financiero, no se debe renunciar a juicios de valor que también en ella se plantean, que en las decisiones que adoptan las empresas bajo estudio no se tienen presente, y además del conflicto de intereses existentes entre accionistas y administradores. Esta afirmación se sustenta en el hecho de que es una injusticia privar a los accionistas de sus utilidades por sus inversiones, se considera, que no hay nada censurable en que los responsables de la gestión tomen decisiones, pero siempre y cuando estas se adopten en el desempeño de su debida competencia y no traspasando esos límites, atribuyéndose la libre disposición de las utilidades, disponiendo que no se entreguen utilidades líquidas a sus accionistas, lo cual es perjudicial para los intereses de los accionistas minoritarios.

La Teoría de la Agencia permite comprender estos comportamientos. De acuerdo a Ross, Westerfield y Jordan, (2014), “la relación que existe entre los accionistas y la administración se conoce como la relación de agencia, y añade que tal relación existe siempre que alguien (el principal) contrate a un tercero (el agente), para que represente sus intereses”.(p.10). El problema de agencia ocurre cuando surgen conflictos de intereses entre los accionistas y la administración de una empresa.

Los problemas de agencia surgen como consecuencia de la divergencia de objetivos entre los distintos grupos integrantes de la empresa. Esta teoría considera a la empresa como un conjunto de vinculos contractuales entre los diferentes grupos que la componen: accionistas, gerentes, acreedores, etc. Es una unidad compleja donde cada grupo defiende sus propios objetivos.

Tampoco es censurable en que la junta de accionistas decidan sobre el destino que le van a dar a las utilidades, pero siempre que lo hagan con la debida responsabilidad y respetando la normatividad, sin embargo,

como la junta está conformada en mayor porcentaje por accionistas mayoritarios; considero del mismo modo como lo señala Rubner (1971), que la junta de accionistas traspasan los límites de sus atribuciones cuando deciden entregar como pago acciones liberadas y no el beneficio íntegro y en efectivo a sus accionistas (p. 13). En cierto sentido, esta decisión de la junta de accionistas, quienes se atribuyen la libre disposición de las utilidades, hubiera sido razonable siempre y cuando lo hubieran hecho dentro del marco de las normas y con la anuencia de todos sus accionistas, razón por lo que la decisión se convierte en injusta y además perjudicial para los accionistas minoritarios, pues, la entrega de acciones liberadas es un inconveniente para sus intereses, debido a que existen numerosos acontecimientos que se le pueden presentar y afectar su capacidad económica, que no les va a permitir adquirir bienes o servicios que necesiten.

Otro problema que se presenta se refiere a la Información Asimétrica. Se sabe que en una transacción de mercado interviene el vendedor y el comprador, y que, en la mayor parte de las transacciones diarias de negocios, está presente el principio tradicional del **caveat emptor**, frase latina, que significa “deje que el comprador se cuide”. En el caso de la presente investigación, cuando el accionista minoritario decide invertir comprando acciones de empresas en la BVL, no cuenta con toda la información que necesita saber referente a si recibirá dividendos o si recibirá acciones liberadas por las acciones que adquirió, como debe ser, o si su inversión solo servirá para beneficiar a los accionistas mayoritarios.

De este modo, la asimetría de la información es una situación dentro de una transacción en la que una de las partes dispone de mayor y de mejor calidad de información en comparación con la otra. Este es el problema en el que un agente en una transacción tiene más información que el otro agente. El supuesto del presente estudio, es que los accionistas minoritarios están en desventaja con respecto a los que ostentan el control de las empresas de poder conocer la verdadera intención que tienen sobre el destino de las utilidades de la empresa.

La información asimétrica a su vez origina dos problemas: 1) La Selección Adversa, esta ocurre antes de la transacción, en el caso de la presente investigación los accionistas mayoritarios quienes ostentan el control de la gestión de la empresa, saben que no van a repartir dividendos, pero no lo dan a conocer 2) El Riesgo Moral, surge después de que una transacción tiene lugar, esta se da cuando la conducta de uno de los contratantes cambia después de la transacción. En el caso del presente estudio los responsables de la gestión de la empresa, luego de haber anunciado que se entregarán dividendos, cambian; es decir, en lugar de cumplir con lo anunciado, les entregan acciones liberadas. Y como consecuencia de todo ello, los accionistas minoritarios son afectados, esta es una desventaja por no conocer las verdaderas intenciones de quienes ostentan el control. Si una empresa no puede o no quiere repartir dividendo, debe reconocerlo y asumirlo públicamente, pero no debe engañar a sus accionistas minoritarios con operaciones de este tipo.

De lo anterior, queda claro que los dividendos son la forma "normal" de pagar al accionista, y por lo tanto, los dividendos son importantes; esto no está en discusión; lo que se discute en el presente estudio es que si los accionistas mayoritarios amparados en su posición de ventaja que tienen, deciden de manera arbitraria la retención de los beneficios que afecta a los accionistas minoritarios, más no a ellos, debido a como ya se ha señalado antes, su objetivo respecto de su inversión es distinto al de los accionistas minoritarios.

Consecuentemente, los accionistas minoritarios se ven frustrados al ver que no se cumplen sus expectativas sobre sus inversiones, la frustración se da en el contexto de la retención de sus utilidades por lo cual su capacidad económica se ve mermada; en esta situación deciden vender sus acciones para recuperar su inversión, y al momento de querer deshacerse de sus acciones surge otra frustración: al aumentar su demanda en el mercado bursátil, la oferta disminuye, es decir, no las pueden vender y por lo tanto, pierden.

Finalmente, los problemas que actualmente afrontan los inversionistas minoritarios es que no conocen el valor real de sus inversiones de una manera tangible y se preocupan en la proporción de sus utilidades que les adjudicarán quienes ostentan el control de la empresa. De conformidad con la Ley de Transparencia y Acceso a la información (Ley N° 27806 y su modificatoria Ley N° 27927, 2003, arts. 5° y 6°), las empresas que participan en BVL deben proporcionar la información solicitada por los inversores. Los gerentes tienen la obligación de comunicar a todos los accionistas, con claridad y transparencia, la información a la que tienen derecho. Sin embargo, lo que realmente está sucediendo es que las empresas no proporcionan información precisa, lo que representa una amenaza permanente para los accionistas minoritarios y los posibles inversores. En estas circunstancias, el accionista minoritario mal informado desconoce la verdadera situación económica y financiera de la empresa. No tener información precisa puede llevarlo a tomar una mala decisión.

Para aclarar el estudio, aquí están algunas de las consecuencias de entregar acciones liberadas a los accionistas minoritarios:

- Los estatutos de las empresas son establecidos por los accionistas fundadores, que regulan de manera restringida la participación de los accionistas minoritarios en la gestión de la empresa y, por lo tanto, es difícil modificarlos.
- El inversionista minoritario, a quien le retienen a la fuerza parte de sus ganancias, se expone a no recuperarlas jamás.
- El pago de dividendos que reciben los accionistas minoritarios en forma de acciones liberadas no les permiten tomar decisiones de reinversión buenas o malas y desalienta a otros inversionistas a comprar acciones.
- Los inversionistas minoritarios están en desventaja respecto de los que ostentan el control y dirección de la empresa, en cuanto a conocer las verdaderas intenciones de estos.

- Los accionistas que reciben dividendos en forma de acciones liberadas reciben solo un Título Valor que es un documento (un papel), en el que está incorporado un derecho privado patrimonial. Una vez que se pagan acciones liberadas, el valor por acción disminuirá proporcionalmente al dividendo, por lo que el valor del mercado del total de sus acciones en la empresa se mantendrá sin cambios.
- El problema de agencia aparece cuando surgen conflictos de intereses entre los accionistas y la administración de una empresa debido a la divergencia de objetivos entre los diferentes grupos integrantes. La teoría de la agencia considera a la empresa como un nexo de contratos entre los diferentes grupos que la conforman: accionistas, directivos, acreedores, etc. Es una unidad heterogénea donde cada grupo defiende sus objetivos particulares.
- El problema de información asimétrica, es una situación de mercado en el que un agente en una transacción tiene más información que el otro agente. Los inversionistas minoritarios están en desventaja con respecto a sus directivos de poder conocer las verdaderas intenciones que tienen. La información asimétrica origina dos problemas: 1) La selección adversa y 2) El riesgo moral.

Dada la descripción de la realidad problemática, todo lo anterior está directamente relacionado con la política de dividendos y es un error frecuente que muestra a las empresas que participan en la BVL, razón suficiente por la cual se investiga el problema, para demostrar que esta decisión de entregar acciones liberadas en lugar de dividendos en efectivo afecta la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

La política de dividendos de retener utilidades a los accionistas en las empresas que participan en la BVL, es una decisión que afecta directamente a los accionistas minoritarios, es una decisión que se contrapone a sus intereses, con la aplicación de esa política por parte de los que tienen el control lo único que se logra es ejercer presión en su desinterés de continuar en la empresa por ser los directamente afectados.

Por ello, y dado que no se encontró investigaciones que hayan planteado soluciones sobre la problemática de investigación planteada, y teniendo en cuenta el carácter aplicado de su dimensión científica y la necesidad de nuestra disciplina de contar con una dimensión financiera, y con la evidencia que se pretende demostrar, se espera aportar mayores conocimientos sobre las acciones liberadas, por lo cual la tesis se sitúa en el contexto de una investigación fáctica.

## **1.2 Formulación del Problema**

Es muy importante tener la claridad del problema que se va a investigar, ante ello es necesario indicar que la investigación se va a enfocar en el análisis del pago de dividendos mediante acciones liberadas y de cómo influye esta forma de pago en la capacidad económica del accionista minoritario; para ello, es preciso mencionar que, según la comunidad académica, la política de dividendos es todavía un tema controversial por resolver en las finanzas corporativas. De hecho, la política de dividendos fue y sigue siendo objeto de un amplio debate que dio lugar a numerosos trabajos científicos con conclusiones divergentes, y ninguno se encuentra relacionado en nada con el accionista minoritario. Desde esa línea de debate, la presente investigación se esfuerza por conocer cómo influye el pago de dividendos mediante acciones liberadas en la capacidad económica de los accionistas minoritarios y así se espera contribuir con ese gran debate que, para nosotros, es un desafío.

### **1.2.1 Problema general**

¿De qué manera el pago de dividendos mediante acciones liberadas, influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima?

### **1.2.2 Problemas Específicos**

Al asociar cada indicador de la variable independiente (X) con la variable dependiente (Y) de la hipótesis general, se puede obtener los problemas específicos. Hay que tener en cuenta que dado que hay tres indicadores para la variable (X), habrá tres problemas específicos.

#### **Primer Problema Específico**

¿De qué manera la razón de dividendos por acción influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios?

#### **Segundo Problema Específico**

¿De qué manera la razón de retención de utilidades influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios?

#### **Tercer Problema Específico**

¿De qué manera la razón precio - utilidad influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios?

### **1.3 Justificación Teórica**

Debido a la relevancia de la investigación, esta se justifica teóricamente porque, en círculos académicos, desde la perspectiva de su dimensión financiera, este tipo de estudio sigue siendo una de las cuestiones pendientes por resolver y que aún no ha alcanzado el reconocimiento académico, ya que las evaluaciones de impacto han sido escasas sobre cómo afecta el pago de dividendos mediante acciones liberadas a los accionistas minoritarios, que es el objeto de esta investigación.

Precisemos que, en las últimas cinco décadas, el rol de la política de dividendos ha sido un tema central objeto de un amplio debate que ha suscitado numerosos trabajos científicos con conclusiones divergentes. Este interés por analizar una de las decisiones fundamentales dentro de las finanzas corporativas se ha dado desde distintas perspectivas, desde el momento en que Black (1976) la define como una especie de “puzzle” y se genera una serie de investigaciones, así como diversas especulaciones que tratan de determinar las razones de esta política, desde los trabajos de Modigliani y Miller (1958), que hacen referencia a la neutralidad de la política de dividendos, y en la misma línea, encontramos los trabajos de Fama (1974) y Black & Scholes (1974). Las investigaciones posteriores apuntan a otras explicaciones de la política de dividendos. Se inician con los modelos de señales, en donde los dividendos son el vehículo apropiado para transmitir información al mercado Lintner (1956), luego siguen con la preferencia que tienen por los dividendos sobre las ganancias de capital, modelo conocido como “pájaro en mano” (Gordon, 1959), sin olvidar el tratamiento tributario que afecta a la política de dividendos versus otras formas de generar ganancias de capital (Miller, 1977), lo que se conoce como preferencia fiscal. De esta manera, ha surgido una cantidad considerable de literatura teórica y empírica sobre el tema.

En esta preocupación, la presente investigación tiene como propósito contribuir a la teoría sobre cómo influye el pago de dividendos mediante acciones liberadas a los accionistas minoritarios, como parte de la política de dividendos efectuada por las empresas; al mismo tiempo, se pretende generar una reflexión y un debate académico que contribuya a aclarar y encontrar una de las piezas faltantes en el rompecabezas financiero a través de las conclusiones que se alcancen.

#### **1.4 Justificación Práctica**

La investigación se acompaña de una justificación práctica por cuanto se va a generar información que podría ser utilizada por los accionistas

minoritarios, contribuyendo con su profesionalización y potenciando sus capacidades en gestión financiera, de tal forma que al estar mejor informados los accionistas minoritarios, podrán tomar mejores decisiones de inversión en las empresas que cotizan en la BVL.

En el proceso de diagnóstico y evaluación, se aplicarán ratios financieros que permitirán determinar la esencia de las acciones liberadas y de la inversión de los accionistas. Las conclusiones a las que se arribe en la investigación deben servir para fortalecer las estrategias del accionista, la información que proporcionen estos instrumentos serán el factor clave de las decisiones de inversión de los accionistas, y servirán para que los accionistas minoritarios puedan ver su posibilidad financiera y puedan decidir con fundamento técnico, la viabilidad de su inversión, lo cual contribuye en su instrucción y mejora en el uso de información sobre política de dividendos por parte de los accionistas minoritarios.

El estudio ayudará a resolver problemas que se les presentan a los accionistas minoritarios, tales como: 1) No conocen la verdadera situación económica-financiera de la empresa, 2) Desconocen el valor real de sus inversiones, y 3) Desconocen cuánto es la proporción real de la cantidad de beneficio que les corresponde.

## **1.5 Objetivos**

Estas son las aspiraciones de la investigación que deben cumplirse, y estos no pueden ser otros que solo deben probar que las variables independientes incluidas en los problemas de investigación influyen en la variable dependiente. Por tanto, el objetivo de la investigación consiste en analizar la relevancia del pago de dividendos para explicar el valor que estas tienen para los accionistas minoritarios.

### **1.5.1 *Objetivo General***

Demostrar que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

### **1.5.2 *Objetivos Específicos***

#### **Primer objetivo específico**

Determinar que la razón de dividendo por acción influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

#### **Segundo objetivo específico**

Determinar qué la razón de retención de utilidades influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

#### **Tercer objetivo específico**

Determinar que la razón de precio - utilidad influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

## **1.6 Hipótesis**

### **1.6.1 *Hipótesis general***

El pago de dividendos mediante acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

### **1.6.2 Hipótesis Específicas**

#### **Primera Hipótesis Específica**

La razón de dividendo por acción influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

#### **Segunda Hipótesis Específica**

La razón de retención de utilidades influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

#### **Tercera Hipótesis Específica**

La razón precio-utilidad influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

## **CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO**

Para un adecuado desarrollo de la presente investigación, fue necesario proponer una base teórica conceptual enriquecedora en el tema que permitió una amplia comprensión de los diferentes términos que fueron aplicados al contexto de la investigación. De igual forma, fue necesario conocer la evolución histórica acerca del tema a tratar en base a los aportes efectuados por otros investigadores.

Para describir las acciones liberadas como modalidad de pago de dividendos según la política de dividendos, fue necesario y oportuno describir algunas teorías en las cuales se sostiene la investigación de manera real y profunda y son las que le dan sentido a su desarrollo. De hecho, el marco teórico de esta investigación pretende ser un soporte que permitió que la teoría se incorpore y aplique, y es así que se vinculó al marco filosófico en esta investigación. En él se exponen los antecedentes de la investigación, los enfoques históricos dentro del entorno financiero y finalmente explica los fundamentos teóricos válidos relacionados con la investigación. Estos fundamentos respaldan y ayudan su realización con el fin de lograr desarrollo, visualización y comprensión adecuada, lo que hace que esta investigación sea única.

### **2.1 Marco filosófico o epistemológico de la investigación**

En este punto, se expone cómo se ha venido generado y validando el conocimiento de las finanzas. Esto es importante para comprender la

relación que guardan y para enfatizar que el tema de esta investigación tiene una base epistemológica.

### 2.1.1 Definición de Epistemología

Antes de ver la definición de epistemología, es importante dilucidar su origen etimológico. En tal sentido, en. De Significados. (s/f.). Recuperado el 18 de mayo de 2018, de: <https://designificados.com/epistemologia/>, se menciona que:

La palabra “epistemología” está formada por dos términos de origen griego: por un lado, “episteme”, que significa conocimiento; y, por el otro lado, “logos”, que significa ciencia. Por lo tanto, puede ser entendida como una disciplina que se desprende de la filosofía y tiene como objeto de estudio al conocimiento.

El Diccionario de la Real Academia Española (RAE). Recuperado el 18 de mayo del 2018, de: <https://dej.rae.es/lema/epistemolog%C3%ADa>, la define como la: “Teoría de los fundamentos y métodos del conocimiento científico”.

Bunge (2002), la definen: “La epistemología, o filosofía de la ciencia, es la rama de la filosofía que estudia la investigación científica y su producto, el conocimiento científico”. (p. 21)

Thuillier, P., (citado por Mardones y, Ursua, 1982), afirman que el autor dice que: (...) “La epistemología no quiere ser un sistema a priori, dogmático, que dicte autoritariamente lo que debe ser el conocimiento científico”. (p. 41); y también que: (...) “La epistemología es la ciencia o filosofía de la ciencia que no impone dogmas a los científicos sino que estudia la génesis y la estructura de los conocimientos científicos donde es el trasegar(pasar) por el conocimiento científico.” (p. 42).

Para Piaget, (citado por Cortes y Gil, 1997), la epistemología "es el estudio del pasaje de los estados de menor conocimiento a los estados de un conocimiento más avanzado, preguntándose Piaget, por el cómo conoce el sujeto (como se pasa de un nivel de conocimiento a otro); la pregunta es más por el proceso y no por lo "qué es" el conocimiento en sí. De acuerdo con el autor cabe destacar, que el conocimiento es visto más que como un proceso, que como un hecho." (s/p).

Para Ceberio y Watzlawick, (1998), "el término epistemología deriva del griego episteme que significa conocimiento, y es una rama de la filosofía que se ocupa de todos los elementos que procuran la adquisición de conocimiento e investiga los fundamentos, límites, métodos y validez del mismo". (p. 7)

Por lo tanto, queda claro que la epistemología es una disciplina que estudia cómo se genera y valida el conocimiento de la ciencia. Su función es analizar los preceptos utilizados para justificar los datos científicos, teniendo en cuenta los factores sociales, psicológicos e incluso históricos que entran en juego.

### **2.1.2 Epistemología de la Gestión Financiera**

En el lenguaje cotidiano, se entiende por finanzas al estudio del flujo del dinero entre los individuos, las empresas o los distintos estados. Así, las finanzas surgen como una rama de la economía que se dedica a analizar cómo se obtienen y gestionan los fondos.

Según Gitman & Zutter (2012), "las finanzas se definen como el arte, y la ciencia de administrar el dinero". (p. 3). Casi todos los individuos y organizaciones ganan u obtienen dinero, y lo gastan o invierten dinero. Las finanzas se relacionan con el proceso, las

instituciones, los mercados y los instrumentos que participan en la transferencia de dinero entre personas, empresas y gobiernos.

Por otro lado, vemos que los elementos de la ciencia son la teoría, la práctica, los métodos y las técnicas utilizadas. El conocimiento científico es útil y debe ser utilizado en beneficio de la sociedad. Las finanzas tienen estos elementos, y que sus teorías, métodos y tecnologías financieras pueden cumplir con los requisitos de cada uno de estos elementos básicos.

La evolución histórica nos lleva a tener un tema de estudio, un objeto de estudio, utilidad, propósito, métodos, conocimientos propios, una estructura lógica y, un lenguaje propio. Si bien la actividad de trueque y la actividad de intercambio de capitales siempre ha existido en las sociedades humanas, podemos decir que, históricamente, en el siglo XV, con el surgimiento del capitalismo, fue el momento central en el que se comenzó a hablar de finanzas, que ha evolucionado hasta la forma en que la conocemos hoy en día.

Para poder comprender y evaluar cómo ha llegado a madurar las finanzas como disciplina de estudio, es importante analizar ciertos antecedentes históricos, la evolución de las finanzas se ha dado en varias etapas, y cada una de ellas, se ha desarrollado en un contexto económico diferente, y para ello se ha apelado a autores clásicos y modernos, como Van Horne (1973); Philippatos, G.C. (1974); Block, Stanley B. y Hirt, Geoffrey A. (1987); y Besley, Scott (2001) entre otros. Con sus aportes se ha elaborado el siguiente resumen:

- **Fines del siglo XIX:** Arthur Stone Dewing, citado por Philippatos (1974), respecto a este erudito de aquella época, indica: “los orígenes históricos de la disciplina coinciden generalmente con el surgimiento de los mercados nacionales y el gran movimiento

de fusiones a finales del siglo XIX y a principios del siglo XX". (p. 22). Es decir, que el acontecimiento económico industrial se desarrolló en un contexto denominado movimiento de consolidación que tuvo su efecto en la estructura de capital.

- **De 1900 a 1929:** Phillipatos (1974) menciona que:

El desarrollo de la administración financiera durante esta etapa "estuvo más o menos condicionado por los cambios que se observaron tanto en el medio socioeconómico como en el legal del país", continua el autor mencionando que: "Durante la segunda década del siglo pasado, Estados Unidos presencio un surgimiento intempestivo de nuevas industrias, por ejemplo, el radio, la Química, el acero y el automóvil, el nacimiento de campañas publicitarias a nivel nacional y el mejoramiento de los sistemas de distribución, así como la euforia por márgenes de utilidad altos. El impacto de este desarrollo sobre la administración financiera se manifestó en un mejoramiento de los métodos de planeación y control, preocupación por la liquidez y por un mayor interés en las ventajas e implicaciones de la estructura financiera" (P.23).

- **De 1929 a 1945:** la década de 1930 trajo consigo una severa depresión económica. El contexto según Phillipatos (1974), "trajo consigo una severa depresión económica". (p. 23), que estuvo marcado por quiebras corporativas, un alto nivel de desempleo y pobreza en general. El evento resultante fue una ola de reorganización de negocios y de bancarrota; y la nueva legislación de tratados de la década de 1930 (New Deal) desvió la atención de la gestión financiera a los problemas de solvencia y liquidez, y a los errores de la débil estructura financiera. Según Van Horne (1997), "una consecuencia de estas disposiciones fue una mayor divulgación de la información financiera por parte de las sociedades anónimas" (p. 5). En esta etapa, según: Saavedra, María & Saavedra Máximo (2012). Recuperado el 18 de mayo de 2018, de:

<https://www.uv.mx/iiesca/files/2013/04/05CA201202.pdf>, los autores mencionan que:

(...). “Aunque en la década de los cuarenta, las empresas se dedican a cubrir necesidades bélicas, también inicia la preocupación por el costo de la reconversión industrial post bélica, esto trae consigo la necesidad de realizar un análisis de las inversiones que se necesitaba efectuar y la planeación y control de la empresa para optimizar sus recursos”. (p. 46).

- **Década del 50:** Fueron los inicios de “prosperidad económica mundial” con una tasa de crecimiento de alrededor de 5% que duró hasta la década de los años 70. En esta etapa señala Philippatos (1974), ocurre que “... la administración financiera dirigió su atención hacia nuevas metas y al desarrollo de alguna metodología importante”. (p. 23). Asimismo, en: Administración Financiera (2010). Recuperado de: <https:// analisisfinancierouni.files.wordpress.com/2010/10/administracionfinanciera.pdf>, se describe que:

“..., conforme los hombres de negocios observaron la expansión de la postguerra y el restablecimiento de una política monetaria de paz, el interés cambió del análisis de productividad a la generación del flujo de efectivo con un resultante desinterés por el antes favorecido análisis de razones financieras. Al mismo tiempo, en los estudios se consideraron los procedimientos y controles internos de administración, tales como presupuesto de efectivo, antigüedad de las cuentas por cobrar y administración de los inventarios. En perspectiva, este periodo fue testigo de un cambio definido en las apreciaciones que realizaba el analista externo para conocer a la empresa y el más funcional papel del administrador interno. Fue también durante este periodo, específicamente en el año 1952, que los conceptos de selección de un portafolio de inversiones y de diversificación fueron expuestos formalmente por primera vez”.

- **De 1950 a 1976.** En esta etapa, Flórez (2008). *Evolución de la Teoría Financiera en el Siglo XX*. Recuperado de: [https://www.researchgate.net/publication/277749789\\_Evolucion\\_de\\_la\\_Teoria\\_Financiera\\_en\\_el\\_Siglo\\_XX](https://www.researchgate.net/publication/277749789_Evolucion_de_la_Teoria_Financiera_en_el_Siglo_XX), la autora menciona que:

En las siguientes décadas (1950 a 1976), el interés por el desarrollo sistemático de las finanzas, fue estimulado por factores relacionados con el rápido desarrollo económico y tecnológico, presiones competitivas, y cambios en los mercados, que requerían un cuidadoso racionamiento de los fondos disponibles entre usos alternativos, lo que dio lugar a un sustancial avance en campos conexos como: la administración del capital de trabajo y los flujos de fondos, la asignación óptima de recursos, los rendimientos esperados, la medición y proyección de los costos de operación, la presupuestación de capitales, la formulación de la estrategia financiera de la empresa y la teoría de los mercados de capitales.

En esta época, se genera una profundización y crecimiento de los estudios del enfoque anterior, produciéndose un espectacular desarrollo científico de las finanzas, con múltiples investigaciones y estudios empíricos, imponiéndose la técnica matemática y estadística como instrumentos adecuados para el desarrollo de este campo disciplinar. Es así como se va cimentando la moderna teoría financiera a partir de dos ramas bien diferenciadas como son las finanzas de mercado y las finanzas corporativas, que en palabras de Merton H. Miller (citado por Azofra P, 2005,125) se denominan enfoque macronormativo (de los departamentos de economía) y enfoque micro normativo (de las escuelas de negocios) respectivamente. (pp. 151- 152).

Este período es considerado el "Golden Stage" de las finanzas.

- **De 1975 a 1990:** En esta etapa, según: Saavedra, María & Saavedra Máximo (2012). Recuperado el 18 de mayo de 2018, de: <https://www.uv.mx/iiesca/files/2013/04/05CA201202.pdf>, los autores mencionan que en:

La década de los setenta, profundiza el estudio de los tópicos anteriores y su desarrollo estuvo marcado por el uso de los fundamentos microeconómicos, la utilización de técnicas cuantitativas (econometría, estadística, teoría de decisión, etc.) y el desarrollo de aplicaciones informáticas. Esto dio lugar a unas finanzas más sofisticadas en las que se construyen modelos sobre condiciones ideales, para luego contrastarlos con la realidad de empresas y mercados.

En la década de los ochenta, la desregulación y globalización de los mercados dan origen a la ingeniería financiera, ocasionando una expansión sin precedentes de nuevos productos y estructuras financieras que permitieron operar nuevos instrumentos que requerían la participación de científicos en el sector financiero. (Martina, 2006).

La década de los noventa estuvo marcada por un entorno volátil e inestable en el que nos encontramos con el estudio de la incertidumbre utilizando para ello la teoría de los subconjuntos borrosos. (p. 46 -47).

Durante esta fase, la función principal de las finanzas fue optimizar la relación riesgo - rendimiento.

- **De 1990 en adelante:** La última crisis financiera puede haber marcado el punto de inflexión de esta etapa. Sin embargo, desde la década de 1990, la globalización económica actual ha provocado varias crisis en el mundo. Las diferentes crisis están relacionadas entre sí, no están aisladas. Es en esta etapa que la administración de las empresas está avanzando hacia la creación de valor, implementando nuevos sistemas de inversión,

como el efecto de apalancamiento financiero, e incluso la creación de activos financieros de baja calidad y alto riesgo, cuyo valor en libros es mayor que el precio de mercado. Además, en la década de 1990, la gestión financiera se vio influenciada principalmente por la aceleración de las innovaciones tecnológicas y la mayor desregulación y globalización de las empresas y los mercados financieros. De manera similar, en esta etapa marcada por un entorno volátil e inestable, la investigación de la incertidumbre se fundamenta en la teoría de los subconjuntos difusos, -convertir en precisos términos que en dicha realidad son vagos, difusos-. Esta teoría, nacida en el seno de las ciencias matemáticas, se constituyó en las finanzas como un campo de aplicación de la toma de decisiones en un escenario de incertidumbre.

- **En la actualidad:** Vale la pena mencionar que el nuevo enfoque en materia financiera incluye tres tendencias macro en las que se desarrollan y aplican: la globalización, la informática y las telecomunicaciones, y la reorganización del mercado empresarial. Estos elementos coinciden en que necesitan urgentemente de herramientas y procedimientos para controlar la incertidumbre que conduce a un mayor riesgo. Esto requiere no solo fórmulas y modelos apropiados, sino también un equipo calificado capacitado en habilidades técnicas, financieras y, gerenciales. En esta etapa, las finanzas se han concentrado en un mundo globalizado, cuyo propósito es evaluar el riesgo desde diferentes perspectivas. A medida que se siga avanzando en esta travesía, las fusiones y adquisiciones seguirán siendo una parte importante del mundo financiero. Sin embargo, las tendencias más importantes que deben continuar en las próximas décadas o en un período similar son: La continua globalización de los negocios; un mayor incremento en el uso de tecnología electrónica, especialmente relacionada con la

generación y desplazamiento de información; y la actitud reguladora del gobierno.

### **2.1.3 Antecedentes académicos de la Política de dividendos**

La corriente financiera que asume el objetivo de maximización de la riqueza de los accionistas como criterio para la adopción de decisiones financieras, ha dado lugar a distintas teorías acerca del papel de los dividendos en el proceso de valoración de la empresa. Las evidencias académicas en el transcurso del tiempo, advierten de los encendidos debates generados respecto de la política de dividendos, dentro de los cuales se destacan las siguientes:

#### **2.1.3.1 El Modelo de Gordon**

Mascareñas, 2011, citado por García, 2012, menciona que, para Gordon (1959):

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

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

$D_1$  = Dividendo esperado del próximo año

$K_e$  = Tasa de rendimiento requerida de los accionistas ordinarios.

$g$  = Tasa de crecimiento esperada de los dividendos de la empresa.

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

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

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

dichos pagos sean más arriesgados que los que se realizan actualmente.

Entre las críticas hechas al modelo podemos destacar aquellas que ponen en entredicho que la tasa de retención  $b$  se mantenga constante durante largo tiempo, lo cual también sucede con el rendimiento de las inversiones ROE, puesto que ésta suele disminuir al realizar primero las inversiones más rentables, y luego las de menor rendimiento. (p. 11-12).

### **2.1.3.2 La irrelevancia de la Política de Dividendos**

García óp. cit. menciona que Modigliani y Miller (M&M) (1961), demostraron que:

[...] en un mercado de capitales eficiente, la política de dividendos es irrelevante en cuanto a su efecto sobre el valor de las acciones, puesto que éste viene determinado por su poder generador de beneficios y por su tipo de riesgo; es decir, dependerá de la política de inversiones de la compañía y no de cuántos beneficios son repartidos o retenidos. (p. 13).

Núñez, J., Medina, M., & López, S. (2013). *Política de Dividendos: Aproximación a la Construcción de un Modelo General*. Ponencia. XVIII Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática. Octubre 2, 3, y 4 de 2013. México. Universidad Autónoma de Coahuila. Recuperado el 21 de mayo de 2018 de: <http://congreso.investiga.fca.unam.mx/docs/xviii/docs/11.18.pdf>, mencionan que:

[...] En 1961, Modigliani y Miller demostraron que suponiendo "mercados perfectos", "comportamiento racional" y "absoluta certeza", la política de dividendos es

irrelevante en la generación de riqueza para los accionistas. Modigliani y Miller esclarecen el significado preciso de dichos supuestos en el presente contexto de la siguiente manera:

1. En los "mercados de capitales perfectos", ningún comprador o vendedor (o emisor) de valores es lo suficientemente grande para que sus operaciones tengan un impacto apreciable sobre el precio que entonces impera. Todos los comerciantes tienen el mismo acceso y gratuito a la información respecto al precio vigente y sobre todas las demás características relevantes de las acciones. No hay gastos de intermediación, impuestos a la transferencia, u otros costos de transacción incurridos en caso de comprar, vender, o emitir, y no hay diferenciales de impuestos ya sea entre utilidades distribuidas y no distribuidas o entre dividendos y ganancias de capital (Miller & Modigliani, 1961).
2. "Comportamiento racional", significa que los inversores siempre prefieren más riqueza a menos y son indiferentes en cuanto a si un incremento dado a su riqueza toma la forma de pagos en efectivo o un aumento en el valor de mercado de sus tenencias de acciones (Miller & Modigliani, 1961).
3. La "Certeza perfecta" implica seguridad completa por parte de todos los inversores en cuanto al programa de futuras inversiones y las futuras utilidades de cada corporación. Debido a esta seguridad, no hay, entre otras cosas, ninguna necesidad de distinguir entre acciones y bonos como las fuentes de financiación en esta etapa del análisis. Podemos, por lo tanto, proceder como si hubiera un solo tipo de instrumento financiero que, por comodidad, nos referiremos como acciones de capital (Miller & Modigliani, 1961).

Bajo estos supuestos, Miller & Modigliani (1961) dice: “la valoración de todas las acciones es gobernada por el siguiente principio fundamental: el precio de cada acción debe ser tal que la tasa de rendimiento (dividendos más ganancias de capital por unidad monetaria invertida) de cada acción será la misma en todo el mercado durante cualquier intervalo dado de tiempo”.

Según Mascareñas, J, (2011). *La política de dividendos*. Universidad Complutense de Madrid. Recuperado de: <https://es.slideshare.net/rafael311048/politica-de-dividendos-9898284>, consultado el 18 de mayo de 2018, menciona:

[...] Si lo anterior se cumple, se puede demostrar que un aumento del dividendo por acción da lugar a una reducción idéntica en el precio por acción, dejando inamovible la riqueza del accionista. Así que la riqueza actual de los accionistas no cambiará, aunque se altere la política de dividendos. Por lo tanto, el valor de la empresa solo dependerá de su política de inversiones. Dado el nivel de inversión requerido por la empresa, el dinero pagado en forma de dividendos puede ser reemplazado por la emisión de nuevas acciones. Es la política de inversiones, no la de financiación, la que determina el valor de la empresa. Un cambio en la política de dividendos implica únicamente un cambio en la distribución del total de rendimientos entre dividendos y ganancias de capital.

Cuando la empresa emite nuevas acciones para poder pagar los dividendos a los accionistas antiguos se produce una transferencia de riqueza de estos últimos hacia aquellos, que es equivalente al dividendo recibido por los accionistas antiguos. (pp. 3 – 4).

Modigliani y Miller señalaron, por tanto, que la política de dividendos no incide en el precio de las acciones ni en el costo o rendimiento del capital. Si la política no tiene efecto alguno, sería irrelevante. Sostuvieron que el valor de una compañía depende tan solo de su poder adquisitivo básico y de su riesgo corporativo. La política de dividendos sería realmente irrelevante, cuando el accionista pueda adquirir y vender, creando así su propia política.

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

### ***2.1.3.3 Teoría de la relevancia de los dividendos***

Gordon, Myron J. y Lintner, Jhon, (citados por Gitman, 2000) señalan que la teoría de la importancia de los dividendos se les atribuye a ambos investigadores, “quienes en dos artículos publicados mencionaron que los accionistas prefieren los dividendos corrientes y que existe, de hecho, una relación directa entre la política de dividendos de la empresa y su valor en el mercado”. (Gitman, 2000, p. 437). Es una opinión contraria al de Modigliani y Miller.

Los argumentos de Lintner y Gordon se constituyeron en la teoría del “pájaro en mano”, lo cual es fundamental para esta propuesta porque sugiere que los inversionistas muestran por lo general aversión al riesgo y relacionan un

menor riesgo con los dividendos corrientes que son los dividendos futuros o con las ganancias de capital. En pocas palabras, "vale más pájaro en mano que ciento volando". Por tanto, se cree que los pagos de dividendos corrientes reducen la incertidumbre de los inversionistas, lo que ocasiona que estos descuenten las utilidades de la empresa a una tasa menor y, por consiguiente, si todo lo demás permanece sin cambios, aumente el valor de las acciones de la empresa. Por el contrario, si los dividendos se reducen o no se pagan, aumentará la incertidumbre de los inversionistas, lo que incrementará el rendimiento requerido y reducirá el valor de las acciones. Como en la presente investigación se centra el interés en demostrar que el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye la capacidad económica de los accionistas minoritarios, concordamos en que el pago de dividendos debe ser en efectivo, lo cual estamos pretendiendo demostrar.

Lintner y Gordon: señalaron que  $r_a$  (Tasa de rendimiento de capital) disminuye al aumentar el rendimiento de los dividendos, pues los inversionistas están menos seguros de recibir las ganancias de capital previstas por la retención de utilidades que de recibir el pago de dividendos. Para los inversionistas, una unidad monetaria de dividendos esperados vale más que un dólar de ganancias esperadas porque el rendimiento resulta menos riesgoso.

En resumen, la teoría del "pájaro en mano" se apoya en los siguientes puntos:

- Los inversores creen que el riesgo de los dividendos en efectivo es menor que la capitalización de las ganancias futuras, por lo que les gustan los dividendos.

- Los inversores prefieren los dividendos hoy a las ganancias de capital de mañana.
- Si este es el caso, los inversores calificarían a las empresas que distribuyen altos porcentajes de sus utilidades positivamente. Como resultado, aumentarían el precio de las acciones.
- Modigliani y Miller se oponen a la teoría de Gordon y Lintner, argumentando que el riesgo empresarial depende únicamente del riesgo generado por sus activos a través de su flujo de efectivo y estructura de capital, y no por la forma en que se distribuyen las utilidades a los inversionistas.

#### **2.1.3.4 La teoría fiscal de los dividendos.**

Mascareñas, op. cit. (2011), menciona: [...] La mayoría de los especialistas están de acuerdo en que las ideas de Modigliani y Miller son las adecuadas siempre que se cumplan los supuestos básicos que utilizan. “Por ello, la posible relevancia de la política de dividendos con relación al valor de la empresa podría existir, si dichos supuestos no se cumplen. Uno de los supuestos dice que la política fiscal es neutral con relación a los dividendos y a las ganancias de capital, pero ¿qué ocurre cuando esto no es así?”. (p. 8).

Para entender este punto, se va a proceder analizando el caso de dos empresas A y B que afrontan el mismo riesgo. A no paga dividendos, B sí paga dividendos. Se supone, además, que el impuesto promedio aplicado a los accionistas de ambas empresas, es de 30%, y que el impuesto sobre dividendos es 20%.

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

Como ambas enfrentan los mismos riesgos, la rentabilidad después de impuestos de la empresa B debería ser la misma que la de A, es decir, 10,5%. Como B distribuye un dividendo de S/. 2 el precio de las acciones de B al final del año tendría que ser el mismo que el de A, es decir S/. 23, de los cuales S/. 2 son dividendos y S/. 21 es el precio final del título. Como el dividendo está gravado por un impuesto del 20%, el accionista recibirá realmente S/. 1,6; siendo su rentabilidad total después de impuestos igual a dicha cantidad más la ganancia de capital después de impuestos ( $0,7X$ ; donde  $X = 21 - P_0$ ). Al dividirse esta suma entre el precio actual  $P_0$ , el resultado debería ser 10,5%. Despejando  $P_0$ , obtenemos que el valor de las acciones de B en la fecha actual debería ser de S/. 20,25; es decir, mayor al precio de las acciones de A, que no reparte dividendos. (Ver Tabla 1)

**Tabla 1: La política de Dividendos y el efecto de los impuestos.**

	Empresa A (no paga D)	Empresa B (sí paga D)
Precio Actual	S/. 20	$P_0$
Precio Final	S/. 23	S/. 21
Ganancia de Capital	S/. 3	S/. X
Dividendo (D)	S/. 0	S/. 2
Rendimiento antes de Imp.	$(3 + 0) / 20 = 15 \%$	$(X + 2) / P_0$
Impuestos sobre/D (20%)	S/. 0	S/. 0.40
Impuestos sobre/G de capital (30%)	S/. 0.90	S/. 0.30
Rendimiento después de Imp.	$(3 - 0.9) / 20 = 10.5 \%$	$(X + 2 - 0.4 - 0.3) / P_0 = 10.5 \%$

**Nota:** Se ha procedido a analizar el caso de dos empresas con el mismo riesgo, indicando que A no paga dividendos y B si paga dividendos, ambas reportan al final similares rendimientos después de impuestos. Extraído de "Política de Dividendos", de Mascareñas 2011, p. 8. Adaptado por García (2012).

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

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

Resumiendo, los dividendos pagan una tasa mayor que las ganancias de capital, los impuestos no se pagan sobre la ganancia mientras la acción no se venda, por lo tanto S/.1 de impuestos pagado en el futuro cuesta menos que S/.1

pagado hoy a causa de estas ventajas fiscales, los inversionistas prefieren empresas que retengan la mayor parte de utilidades (bajo payout) y las reinviertan, en teoría el crecimiento de las utilidades aumentará el precio de las acciones y por lo mismo las ganancias de capital

### **2.1.3.5 La teoría de los dividendos residuales**

Mascareñas, op. cit. (2011). Menciona que:

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

- 1) Mantener constante el ratio de endeudamiento para los proyectos de inversión futuros.
- 2) Aceptar un proyecto de inversión solo si su valor actual neto es positivo.
- 3) Financiar la parte del desembolso de los nuevos proyectos procedente de las acciones ordinarias, primeramente, utilizando financiación interna y cuando esta se agote, a través de la emisión de nuevos títulos.
- 4) Si quedase alguna financiación interna sin aplicar después de asignar los proyectos de inversión, se

distribuirá vía dividendos. En caso contrario no habrá pago de dividendos.

Según esta teoría, la política de dividendos tiene una influencia pasiva y no incide directamente sobre el valor de mercado de las acciones. (p. 9).

En resumen, el modelo residual se basa en los siguientes puntos:

- Este es un modelo utilizado por las empresas para determinar el objetivo del payout ratio.
- Este modelo determina la necesidad de utilidades retenidas y cuál es la proporción óptima (deuda / capital) requerida de acuerdo con el presupuesto de capital.
- Establece que todas las ganancias en exceso se paguen en forma de dividendos. Su desventaja es que el dividendo varía de año en año.
- La política de este modelo es minimizar los costos de emisión de acciones, por lo que aplica para minimizar el CCPP (WACC).
- Para este modelo, los efectos son similares a través de la recompra de acciones.

#### **2.1.3.6 El efecto clientela**

Como dijimos antes, varios grupos (clientelas) prefieren un tipo especial de política en el pago de dividendos: Concerniente a Los jubilados, los fondos de pensiones generalmente prefieren la utilidad neta; por tanto, quizá quieran que la empresa pague un alto porcentaje de sus utilidades. A menudo se halla en las categorías bajas e incluso exentas y por eso no les preocupan los impuestos.

Por su parte, los accionistas que viven sus mejores años posiblemente prefieran reinvertir, pues necesitan menos la utilidad neta y se limitarán a reinvertir los dividendos, una vez liquidados los impuestos respectivos. (Mascareñas, op. cit. 2011, p. 10).

Considerando que la tasa de dividendo efectiva depende de quién sea el inversor, hay inversores diferentes entre sí, los que prefieren los dividendos líquidos y, los que prefieren las ganancias de capital, que es lo que se conoce como el efecto clientela. Dependiendo del tipo de política de dividendos seguido por la empresa, los inversores pueden decidir su propia política de dividendos, simplemente escogiendo a las empresas en las que puedan invertir. Estarán los que prefieren los dividendos porque les proporcionan un ingreso regular, mientras que los que prefieren las ganancias de capital invertirán en las empresas que tengan dichas políticas. Por ello, esta teoría adopta el nombre de efecto clientela, ya que cada empresa tendrá sus propios inversores-clientes.

En resumen, el efecto clientela plantea los siguientes puntos:

- Los diferentes grupos de accionistas o clientes prefieren disímiles políticas de dividendos.
- Las políticas de dividendos anteriores establecieron que algunos inversionistas compren ciertas acciones hoy.
- El "efecto clientela" evita cambios constantes en las políticas de dividendos. Los impuestos y las comisiones afectan a los inversionistas que tienen que cambiar de empresas, para seguir su política preferida, según su status impositivo, la edad de los inversionistas, etc.

### **2.1.3.7 El valor informativo de los dividendos (o de las señales)**

Mascareñas, op. cit. (2011), dice que: “las alteraciones en la política de dividendos proporcionan información al mercado de valores. Un aumento en los dividendos esperados puede ser interpretado como una buena noticia. Un recorte de los mismos podría indicar malas noticias. Su completa eliminación, en un número importante de sectores, sería el síntoma de que algo grave le ocurre a la empresa”. (p. 11).

### **2.1.3.8 La teoría de las expectativas**

Mascareñas, op. cit. (2011). Menciona que:

[...] La denominada teoría de las expectativas parte de la idea de que lo importante en la Economía, no es tanto lo que sucede actualmente, como lo que se espera que suceda. Esto es, en la fecha en que la empresa realiza el anuncio de los dividendos a repartir, el mercado ya se ha formado una expectativa sobre los mismos, la cual se ha basado en las estimaciones del mercado sobre los beneficios de la compañía, sobre sus oportunidades de inversión y sobre sus planes de financiación. Estimaciones que, a su vez, se han basado en la idea que el mercado tiene acerca del estado de la economía nacional e internacional, de la industria, de la política fiscal, etc. La expectativa que el mercado tiene sobre dichos dividendos se verá reflejada automáticamente en el precio de las acciones de la empresa.

Así que, si cuando se produce el anuncio de los dividendos, estos coinciden con lo esperado por el mercado, no se producirá ninguna variación en el precio

de los títulos. Pero, si se anuncia más de lo esperado el precio ascenderá y si se anuncia menos el precio descenderá. (p. 13).

### **2.1.3.9 Teoría de la agencia o costo de la agencia**

La teoría de la agencia analiza la forma de los contratos formales e informales, en los cuales una o más personas llamadas como el "principal" encargan a otra persona llamada el "agente", delegando cierto poder de decisión, y la defensa de sus intereses.

En este sentido, básicamente, se crean dos figuras que se interrelacionan entre sí, a saber: El Principal, que son los propietarios o accionistas de la empresa, y los agentes, que son los directivos o las personas a quienes la autoridad es delegada y en parte la toma de decisión de la empresa.

Philipon, (2015). *Las Políticas de Dividendos. Análisis de las Empresas del CAC 40*. Disponible en:

<https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/4428/1/TFG001261.pdf>, consultada el 28 de junio del 2018.

Menciona que:

[...] La política de dividendos se puede ver afectada por los problemas que resultan de la separación entre la dirección y la propiedad de las grandes empresas. Esta separación lleva a una oposición entre dos grupos de interés: los accionistas que son propietarios de los medios de producción, y los directivos que explotan estos medios de producción. Aparecen entonces conflictos de interés entre los accionistas y los directivos que no persiguen los mismos objetivos: los primeros quieren rentabilizar al máximo su capital invertido, mientras que los últimos quieren sacar provecho de su trabajo. A los

intereses contradictorios se añade una asimetría de información. En efecto, los directivos que han recibido el poder de decisión vuelven más informado que los propietarios de la empresa. (p. 36).

La existencia de un problema de riesgo moral ha sido implicada por la relación de agencia, entendida esta como la posibilidad de que el agente desarrolle sus propios objetivos en detrimento de los intereses del principal. Como resultado, los gerentes de una empresa u organismo público pueden usar su capacidad para tomar decisiones personales para obtener beneficios de manera fraudulenta a costa del principal que le ha delegado la autoridad para tomar decisiones en su nombre.

## **2.2 Antecedentes de investigación**

En cuanto a la búsqueda de antecedentes nacionales e internacionales relacionados con el tema de investigación. Escasos son los estudios hallados que han abordado situaciones de problemas similares y tampoco se encontró un texto explicativo que pueda haber contribuido para analizar y comprender este estudio. Añadiendo, se puede decir que son pocas las aproximaciones que se han hecho desde un punto de vista financiero; sin embargo, aun no correspondiendo a la línea de investigación del estudio, se ha verificado que existe información desde el punto de vista legal. A pesar de las dificultades, se encontraron los siguientes temas cercanos a la investigación.

### **2.2.1 Antecedentes internacionales**

García-Borbolla, A. (2003). *La relevancia de los dividendos para explicar el valor de mercado de las acciones*. (Tesis doctoral,

Universidad de Cádiz) Recuperado de:  
<https://rodin.uca.es/xmlui/bitstream/handle/10498/14775/31482235.pdf?....>

En ella la autora planteó el objetivo de la tesis [...] “ser el análisis de la relevancia de los dividendos para explicar el valor de mercado de las acciones”. La metodología que emplea en el desarrollo de su tesis para su contraste está basada tanto en la metodología cuantitativa como en la metodología cualitativa. Entre las conclusiones más resaltantes a las que se arribó en su investigación se mencionan las siguientes:

[...] No cabe duda de que entre los temas que ha suscitado mayor interés tradicionalmente entre los economistas y directores financieros, la influencia que sobre el valor de la empresa tiene el reparto de dividendos ocupa un lugar destacado.

[...] En un mundo perfecto, sin impuestos y sin fricciones, dichas decisiones no tienen relevancia alguna sobre el valor de mercado de la empresa, mientras no se modifiquen su capacidad para crear valor o alteren sus oportunidades futuras de inversión (Modigliani y Miller, 1961).

[...] La base de la propuesta de Modigliani y Miller es que el inversor puede deshacer cualquier decisión que la dirección de la empresa tome. Así, si un inversor prefiere recibir un flujo de caja que exceda al distribuido por la empresa, siempre puede crear dividendos de “producción propia” vendiendo acciones con el objetivo de recibir el nivel de flujo de caja deseado, y viceversa, si los inversores perciben un flujo de tesorería superior al deseado, siempre pueden invertir la cantidad no deseada en la adquisición de nuevas acciones de la empresa. Por consiguiente, los inversores pueden contrarrestar cualquier decisión que acerca de los dividendos tome la empresa.

[...] Por el contrario, cuando los mercados de capitales no son perfectos, las proposiciones de irrelevancia quedan invalidadas, de manera que a lo largo de los últimos cuarenta años se ha investigado el papel que las distintas imperfecciones del mercado, ha tenido sobre el valor de mercado de las acciones.

Pérez S., Constanza. (2007). *Remuneración de Directorio y Gobierno Corporativo*. (Tesis de magister, Pontificia Universidad Católica de Chile). Recuperado de: [http://economia.uc.cl/wp-content/uploads/2015/07/tesis\\_cperez.pdf](http://economia.uc.cl/wp-content/uploads/2015/07/tesis_cperez.pdf). Consultado el 14 de mayo de 2018, la autora señala que: [...] “La motivación de esta tesis es conocer si existe un pago por desempeño en la economía chilena, para entender qué rol juega el problema de agencia vertical en nuestra economía, caracterizada por altos niveles de concentración de propiedad”.

En cuanto a la metodología señala que:

[...] “Debido a que se tiene información de varias empresas durante el periodo 1998 – 2013, la técnica más adecuada para identificar relaciones entre las variables es la técnica de datos de panel, ya que permite modelar variables no observadas a nivel de empresas, por lo que incrementa el potencial de inferencia, lo cual no se puede realizar en el caso de variables agregadas. Adicionalmente, al incorporar la dimensión temporal, permite modelar relaciones dinámicas a través del tiempo (Wooldridge, 2002). Es importante señalar que esta técnica es muy usual en estudios de naturaleza microeconómica como la presente investigación”.

Entre las conclusiones arribadas, se plantean las siguientes:

[...] “Respecto del objetivo central de esta tesis, los resultados indican que la existencia de una correlación positiva y significativa entre el desempeño de la firma y la remuneración del directorio dependerá de cómo se mida la variable de desempeño. Dadas las condiciones de la economía chilena, en términos de tamaño y nivel de desarrollo de su mercado financiero, es probable que los precios de las acciones contengan distorsiones”.

[...] “la evidencia de esta tesis apunta hacia la misma conclusión, ya que muestra que el problema de agencia es mitigado a través del pago por desempeño a los directores. Por tanto, el problema de agencia no parece presentar una amenaza de expropiación a minoritarios”.

García, M. y, Loranca, J. (2016). *La política de dividendos como fuente de información y financiamiento*. Horizontes de la Contaduría No. 5 julio-diciembre año 2016 pp. 258-275. Universidad Veracruzana, México. Recuperado de: <https://www.uv.mx/icp/files/2018/03/Num05-Art018.pdf>, consultado el 18 de julio de 2018, mencionan que: [...] “Se tiene por objetivo realizar un análisis de las políticas de dividendos desde el punto de vista jurídico y financiero, para determinar el beneficio que tiene la implementación de la política de dividendos en las empresas”, señalan sobre la metodología que: [...] “se aplicó el método descriptivo recurriendo a la revisión de la libros, revistas, páginas de internet, informes, documentos publicados por organismos oficiales facultados, así como tesis al respecto e investigaciones anteriores que sirviera de soporte para la fundamentación y argumentación empleada”. Las conclusiones a las que arribaron son:

[...] Se propone que las empresas implementen políticas de dividendos, en el análisis realizado se observó que los dividendos son una parte esencial para el financiamiento de toda empresa, por ello se debe realizar una distribución de dividendos planeada.

[...] Se debe analizar e implementar la política de dividendos acorde a las necesidades que presente la sociedad, recordando que existen políticas que apremian la inversión de los accionistas, otras que resguardan la continuidad de la sociedad y aquellas que buscan el equilibrio entre accionistas y la empresa.

[...] La política de dividendos permite diseñar fuentes de autofinanciamiento, sin necesidad de tener un alto porcentaje de endeudamiento. Si bien es cierto se disminuye los rendimientos entregados a los socios, pero garantizan la continuidad de la inversión realizada. Reduciendo de esta forma el riesgo de extinción de la empresa por problemas financieros.

[...] También se debe implementar una política de dividendos por el hecho que son complementos de información a los inversionistas, permiten conocer el comportamiento de las inversiones y la situación que presenta la sociedad.

[...] Los dividendos no deben ser repartidos empíricamente, debido que también se deben atender los requisitos legales establecidos, tomando en cuenta los aspectos legales y financieros que se deben tener en cuenta en la distribución de dividendos, podemos obtener beneficios que reditúen de forma financiera a los socios y la empresa.

Mascareñas, op. cit. (2011). Menciona que:

[...] Teniendo en cuenta que el objetivo principal del equipo directivo de la empresa consiste en maximizar el valor de la misma para sus accionistas, nos proponemos estudiar cómo afecta, o pueda afectar, a dicho valor la política de dividendos establecida por sus directivos (es decir, la relación entre los beneficios netos retenidos y los distribuidos). Lógicamente, buscamos encontrar aquella política que haga máximo el valor de mercado de las acciones.

Así que deberemos hacernos dos preguntas: ¿los dividendos influyen en el valor de las acciones? y, si esto es así, ¿qué tipo de relación existe entre la cuantía de los dividendos y el valor de aquellas? Para analizarlas deberemos aislar la política de dividendos del contexto financiero de la empresa por lo que consideraremos constantes el presupuesto de capital (rentabilidades y capitales invertidos) y el endeudamiento de la compañía. La razón de hacer esto, estriba en que hay empresas que deciden pagar un dividendo alto, que financian mediante un mayor endeudamiento, así que la política de dividendos depende de la política de endeudamiento de la empresa; mientras que otras, deciden restringir el dividendo para emplear el dinero retenido en nuevas oportunidades de inversión, con lo que la política de dividendos es un subproducto del presupuesto de capital de dicha empresa. Por todo ello es conveniente aislar la política de dividendos de las otras dos políticas de decisión.

Sabemos que la política de dividendos forma parte de las decisiones de financiación de la empresa, puesto que cualquier dinero pagado en concepto de dividendos, deberá ser financiado de alguna manera, ya sea con un nuevo endeudamiento o con una

nueva ampliación de capital. Pero como suponemos que el nivel del endeudamiento y los capitales invertidos van a permanecer constantes, los posibles dividendos deberán proceder de nuevas emisiones de acciones. Por ello algunos autores definen la política de dividendos como la relación existente entre los beneficios retenidos, por un lado, y la distribución de dividendos líquidos y la emisión de nuevas acciones, por otro. (p. 1-2),

Gutiérrez & Sáez, (2014). *La política de dividendos de las empresas con accionistas de control*. InDret. Revista para el análisis del derecho. Vol. 3: 3 – 4. Barcelona, julio 2014. Disponible en: [www.indret.com](http://www.indret.com), en ella las autoras mencionan:

[...] En este artículo se revisa la literatura que estudia la determinación de la política de dividendos en las empresas cotizadas con estructura de propiedad concentrada. La mayor parte de la literatura sobre política de dividendos estudia el diseño de una política de distribución óptima cuando los directivos deciden la reinversión del dinero de los accionistas. Sin embargo, en las empresas con estructura de propiedad concentrada, los accionistas mayoritarios tendrán un papel clave en la determinación de la política de dividendos. Y este papel no está todavía bien comprendido.

[...] Nuestra conclusión principal es que, en las empresas con estructura de propiedad dispersa, aun siendo poco probable que la política de dividendos alcance el first best, es decir, que se tomen decisiones óptimas, los directivos están sujetos a la presión de diferentes mecanismos de control que les inducen a seleccionar políticas de reparto que aumentan el valor de los accionistas. En cambio, la situación es bien distinta en las sociedades con socios de control. Y esto es debido a que la falta de mecanismos de gobierno corporativo disponibles para disciplinar a los accionistas mayoritarios permite que estos insiders tengan libertad para seleccionar políticas de dividendos que les benefician a ellos a expensas del interés de los accionistas minoritarios y que además

entorpecen las oportunidades de crecimiento de las empresas con estructura de propiedad concentrada.

[...] Finalmente, en cuarto lugar, muestra que toda la evidencia empírica sobre la política de dividendos señala la existencia de un conflicto de agencia irresuelto entre los accionistas mayoritarios y los inversores externos. Llegamos a la conclusión de que los accionistas mayoritarios están actualmente utilizando la política de dividendos para expropiar a los accionistas minoritarios. (pp. 3 - 4).

Díaz, R., (2009). *La Regulación de los Conflictos de Interés de los Directores como una Medida de Protección a los Accionistas Minoritarios en la Sociedad Anónima*. Tesis para optar la Maestría en Derecho con Mención en Derecho Económico. Santiago. Universidad de Chile - Facultad de Derecho. Recuperado de: [http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2009/de-diaz\\_r/pdfAmont/de-diaz\\_r.pdf](http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2009/de-diaz_r/pdfAmont/de-diaz_r.pdf), Entre algunos argumentos el autor dice:

[...] Específicamente, estudiaremos los conflictos de intereses que pueden manifestarse en las decisiones que pueden tomar los directores en sus actos de administración.

[...] Al respecto, podemos señalar que los accionistas invierten en una compañía con miras a obtener la máxima rentabilidad por el capital invertido, por lo tanto, la sociedad debe tender a generar el máximo de utilidades para sus dueños. A veces, este objetivo de los accionistas o la forma de conseguirlo, puede diferir o no ser el mismo que el de los directores y ejecutivos que administran la sociedad.

[...] De esta manera, producto de decisiones de negocios o de intereses personales, pueden surgir conflictos entre los accionistas y los directores o entre los accionistas mayoritarios, que controlan y administran la compañía, representados por sus directores, y los accionistas minoritarios, quienes tienen poca y a veces ninguna representación en el directorio, por lo que no participan en las decisiones tomadas por la administración de la empresa.

[...] La hipótesis de esta tesis es: “La insuficiente regulación legal de los conflictos de interés de los directores de las sociedades anónimas implica una desprotección de los intereses de los accionistas minoritarios.” (pp. 2 - 3).

Núñez; Rositas y Medina, (2013). **Modelo de política óptima de dividendos**. *Innovaciones de Negocios* 10(20): 251 – 273. Revista de la Universidad Autónoma de Nuevo León, México. Recuperado de: <http://revistainnovaciones.uanl.mx/index.php/revin/article/viewFile/123/116>. Consultada el cuatro de julio del 2018. Entre los argumentos que cuentan los autores se mencionan:

[...] Cualquier pago directo de la corporación a los accionistas forma parte de la política de dividendos. El tipo más común de dividendo es en efectivo (Ross et al. 1996). El término dividendo usualmente se refiere a distribución en efectivo de utilidades. Esta distribución es hecha a partir de utilidades corrientes o utilidades acumuladas retenidas (Ross et al., 1996). Ya que se paga dinero en efectivo, un dividendo representa una liquidación parcial de la firma. Consecuentemente, se tiene un valor menor de la firma para los accionistas después del pago de un dividendo (Ross et al., 1996). Un dividendo en acciones es un tipo de dividendo pagado en acciones de capital. No es un verdadero dividendo, debido a que ningún efectivo sale de la firma.

[...] La hipótesis de irrelevancia de los dividendos es un concepto central de las finanzas corporativas. Su definición axiomática muestra cómo los precios de las acciones se comportarían bajo condiciones asumidas.

[...] Un excelente panorama de los modelos de decisión de dividendos que se han planteado desde aproximadamente 1956 a la fecha se encuentra en Kibet et al. (2010).

[...] “El problema de entender esta irrelevancia de los dividendos es que estos se encuentran por cualquier parte. Algo los genera. Aun

cuando los inversionistas fueran irracionales la mayor parte del tiempo, los dividendos desaparecerían si sus costos fueran mayores que sus beneficios. Las empresas que disminuyeran su razón de pago prosperarían en relación a otras, y, al paso del tiempo, los dividendos serían raras ocurrencias y se relacionarían con empresas mal administradas. Sin embargo, los hombres de negocio encuentran obvias las preguntas sobre dividendos. Los consejos de administración declaran dividendos regularmente y de vez en cuando los aumentan por temor a que los accionistas se molesten. Muchos administradores están seguros que mientras más altos sean los dividendos, más altos serán los precios de las acciones de la empresa” (Wong, 2007).

[...] La formulación de un modelo matemático es necesaria pues “en la medida que un modelo formal de economía adquiere su propia vida matemática, se convierte en objeto de un proceso inexorable en el que el rigor, generalidad y simplicidad son perseguidos implacablemente” (Debreu, 1986).

[...] Una ventaja del uso de la axiomatización de la teoría económico-financiera es la formulación exacta de los supuestos y las conclusiones (Debreu, 1986). Otra ventaja es que, siguiendo a Debreu (1986), una teoría axiomatizada tiene una forma matemática que está completamente separada de su contenido económico-financiero. Si se quita la interpretación económica-financiera de los postulados, de los supuestos, y de las conclusiones del modelo, su estructura matemática al descubierto permanece. (pp. 252 – 253).

Gerencie.com. (s/f). (2017). **Política de dividendos**. Artículo web, consultada el 4 de julio del 2018. Disponible en:

<http://www.gerencie.com/politica-de-dividendos.html>. En dicho artículo se dice entre otros que:

[...] La distribución de dividendos es una de las políticas económicas y financieras de más trascendencia tanto para los administradores como para los inversionistas, en la medida que

afecta directamente los intereses y expectativas de cada uno de ellos y lo que es bueno para unos no necesariamente es bueno para los otros y esto termina afectando el valor y la capacidad económica y financiera de la empresa.

[...] Generalmente un inversionista de nuestro medio invierte con el objetivo de obtener unos rendimientos continuos y estables en un periodo de tiempo. Desde este punto de vista el inversionista siempre esperará que la empresa le pague sus dividendos por lo menos cada año, y en la medida en que esta no lo haga, para él, sus inversiones no cumplen las expectativas y puede llegar a considerar la posibilidad de venderlas. Esta tendencia es posible que sea seguida por más de un inversionista y puede llevar a que las acciones pierdan su valor y por ende el de la empresa.

Deloitte. (s/f). (2012). **La sociedad anónima y el accionista minoritario: problemática e importancia.** Boletín Gobierno Corporativo / Primavera 2012. Disponible en: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/risk/Gobierno-Corporativo/sociedad-anonima-y-accionista-minoritario.pdf>, artículo web. Consultada el cuatro de julio del 2018. En este artículo se sostiene que:

[...] En el transcurrir de los años, los empresarios han buscado diferentes mecanismos para incrementar su patrimonio, desarrollar y hacer crecer sus empresas. Sin embargo, en su trayecto se ha identificado la necesidad de atraer a nuevos inversionistas que puedan aportar capital económico e intelectual para continuar su crecimiento. Dicha necesidad, ha sido la punta de lanza para analizar mecanismos y cláusulas a través de las cuales se permita la integración de nuevos accionistas dentro de una empresa.

[...] Por lo anterior y con el fin de normar las relaciones entre los distintos socios y/o accionistas, los propios organismos reguladores han desarrollado diferentes clases de sociedades y asociaciones mercantiles que permitan a los inversionistas, asociarse e

incrementar su patrimonio, así como potencializar el crecimiento de las mismas.

[...] Independientemente de la forma de organización de una empresa, la incorporación de accionistas y la relación entre quienes ostentan la mayoría y la minoría accionaria, ha sido un tema que a través de los años ha generado discusión. De hecho, el deterioro en las relaciones y falta de acuerdos, ha derivado en venta de acciones, escisiones, detrimento o cierre de empresas, demandas y juicios entre accionistas y administrativos, pleitos familiares, entre otros aspectos.

[...] Este artículo tuvo como objetivo identificar la importancia de los accionistas minoritarios en una sociedad, señalar la forma más común para que se asocien e integren en esta, así como la problemática más común a la cual se enfrentan. De igual manera, en este documento se describe algunos mecanismos que contribuyen en el fomento de la confianza de este tipo de inversionistas, la transparencia sobre sus inversiones, así como el papel que juegan las leyes en su protección.

[...] Finalmente, el artículo se enfoca en los accionistas minoritarios de la sociedad anónima y no pretende abarcar la problemática que enfrentan los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, cuya figura legal se conoce como Sociedad Anónima Bursátil. (p. 1).

### **2.2.2 Antecedentes nacionales**

Con respecto a antecedentes nacionales, se encontró los siguientes temas cercanos a este estudio.

Santos J., N., (2008). **La política de dividendos y la rentabilidad de los negocios.** *Industrial Data. Revista de Investigación*, vol. 11, núm. 1, enero-junio, 2008, pp. 29-36. UNMSM. Lima. Recuperado

de: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=81611211005>. Consultada el seis de julio del 2018. En este artículo el autor menciona entre otros que:

[...] Las empresas, desde el punto de vista financiero, para maximizar el valor de las acciones representativas de su capital social, buscan compatibilizar sus decisiones financieras en cuanto a inversión, financiamiento y dividendos. La política de dividendos, sea en efectivo y/o en acciones liberadas, es determinante en la percepción del valor de mercado de la empresa.

[...] La evidencia práctica del efecto de la política de dividendos en el valor de las acciones de la empresa, se presenta para una muestra de cuatro empresas de generación eléctrica del país: ELECTROPERU, EDEGEL, ENERSUR y EGENOR. La producción de energía por estas empresas en el año 2006, según el Comité de Operación Económica del Sector Eléctrico (COES), representó el 75% de la producción del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional. Las cuatro empresas cuentan con política de dividendos que guardan cierta similitud, y cuya aplicación en cada ejercicio fiscal depende de los planes de crecimiento y/o de optimización de pasivos que apliquen. (p. 29).

Ramos P., C., (2004). *Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima*. (Tesis de Magíster en Derecho, Universidad Nacional Mayor de San Marcos). Recuperado de:

[http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/handle/cybertesis/1210/Ramos\\_pc.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/handle/cybertesis/1210/Ramos_pc.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Consultada el seis de julio del 2018, en ella el autor sostiene que:

[...] En el desarrollo de la actividad profesional, se tuvo la oportunidad de conocer cuatro eventos relacionados con la actividad corporativa que sembraron la inquietud de investigar respecto de su frágil desarrollo en nuestra patria, el primero, la constitución de sociedades, en especial anónimas, con un capital social no congruente con la envergadura del negocio que se pretendía realizar (objeto social); el segundo, la existencia de un

considerable número de establecimientos comerciales que ante la más leve crisis coyuntural económica del país cerraron sus negocios y salían en los hechos del mercado, perjudicando a sus acreedores, que les dieron crédito, considerando el tipo de sociedad (anónima) y en algunas otras consideraciones de índole personal; el tercer hecho observado en diversas sociedades anónimas, es la negociación injustificada y sistemática del reparto de utilidades propiciadas por los accionistas controladores, lógicamente cuando sus balances arrojan utilidades, política que llevó a la imposibilidad de recurrir a dichos accionistas u otros accionistas para obtener nuevos recursos ante las posteriores exigencias del mercado, o sea la necesidad de crecer, quedándole únicamente los préstamos bancarios y endeudamiento con proveedores, que finalmente los llevaron a la crisis y posterior liquidación; por último, el cuarto evento observado se presentó, cuando un grupo de accionistas, que controlaba una sociedad anónima, carentes de la tolerancia para coexistir con otros accionistas opuestos a su gestión social, sin motivación justificada o bajo aparente justificación, buscaron diluir la participación de estos incómodos accionistas e inclusive intentaron, posteriormente, adquirir sus acciones a precios diminutos, antecedentes que luego les imposibilitó, ante la apertura del mercado, obtener socios estratégicos, debiendo salir del mercado. (p. 1).

García G., S., (2012), *El contenido informativo de los anuncios de dividendos y la reacción del precio de las acciones: Perú 2001-2010*. (Tesis de Magíster en Contabilidad con Mención en Banca y Finanzas, Universidad Nacional Mayor de San Marcos).

Recuperado de:

[http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/handle/cybertesis/2855/Garc%C3%ADa\\_gs.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/handle/cybertesis/2855/Garc%C3%ADa_gs.pdf?sequence=1&isAllowed=y), consultada el

24 de junio de 2018. En ella el autor expone que:

[...] El objetivo del presente trabajo es comprobar si se cumple la hipótesis del contenido informativo de los dividendos en la realidad financiera peruana. Para confirmar lo que sostiene la teoría se tiene que probar que los precios de las acciones reaccionan en la misma

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

## **2.3 Bases teóricas**

La base teórica permite fusionar la teoría y la práctica. Para ello, se basa en un marco teórico que puede considerarse como una guía para compilar información útil para su desarrollo. Los conceptos y las categorías científicas son fundamentales para comprender y explicar el problema de la investigación. En esta perspectiva, la base teórica de la investigación se presenta en el ámbito de la teoría general y la teoría específica.

### **2.3.1 Mercado de capitales**

Antes de comenzar, es importante conocer el concepto de mercado para ubicarnos en la realidad compleja del mercado de capitales. Mercado es un término usualmente empleado para referirse a la

participación de un gran número de compradores y vendedores en días establecidos, quienes compran o venden diversos productos en un determinado sitio, que también recibe como denominación: mercado. Es por ello que se puede decir que un mercado es el espacio donde se produce el encuentro y se satisface la oferta y la demanda de capital, es decir, la presencia física de compradores y vendedores determinan el precio y la cantidad de mercancía específica a ser intercambiada.

Se señala que: “este concepto describe al ámbito, ya sea físico o virtual, en el cual se generan las condiciones necesarias para intercambiar bienes y/o servicios. También puede entenderse como la organización o entidad que les permite a los oferentes (vendedores) y a los demandantes (compradores) establecer un vínculo comercial con el fin de realizar operaciones de diversa índole, acuerdos o intercambios”. Recuperado en el sitio web: <https://definicion.de/mercado/>,

Cabe resaltar que para que exista mercado deben conjugarse los siguientes elementos: ofertantes, demandantes, bienes negociados y el precio. No obstante, el precio es en muchos casos el resultado de la confrontación de fuerza entre la oferta y la demanda.

La economía contempla la existencia de diferentes tipos de mercados: algunos que se hacen al por menor y se denominan mercados minoristas; Otros se hacen al por mayor y se denominan mercados mayoristas. Algunos se llaman mercados de materias primas y otros se conocen como bolsas de valores. Es en este último tipo de mercado que se realizó el presente estudio.

Los mercados tienen reglas. Incluso es posible que una empresa pueda anticipar ciertos eventos y ser protagonista de ellos. Los

empresarios no pueden estar fuera de lo que está sucediendo en el mercado.

### **2.3.1.1 Mercado monetario y Mercado de capitales**

Dado que la unidad de análisis en la que se ha desarrollado este estudio es parte del mercado de capitales, considero que es necesario explicar cómo se plantea la estructura del mercado de capitales según el tipo de instrumento e institución utilizada. Se divide en dos áreas principales o sectores conocidos con las denominaciones de Mercado Monetario y Mercado Financiero o de Capitales propiamente dicho.

No obstante, la existencia de una corriente que sostiene que se trata de un solo y único mercado, debe quedar claro que cada uno de ellos tiene su campo de trabajo característico, que financian preferentemente determinado tipo de inversiones, bajo modalidades y prácticas particulares. Cada uno de ellos opera utilizando diferentes instrumentos y con la participación de operadores también diversos.

#### **A. Mercado monetario**

En el Glosario de términos económicos del Banco Central de Reserva del Perú. Disponible en la siguiente dirección:

<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/c.html>,

la definición es: Mercado de dinero (Money market) y, dice: “Mercado monetario en el que se negocian activos a corto plazo y de bajo riesgo, como dinero procedente de los intermediarios financieros y sus sustitutos (pagarés y letras del Tesoro, saldos

interbancarios, etc.)”. En otras palabras, siguiendo la definición anterior, se puede decir que, el mercado monetario es el mercado de los préstamos a corto plazo al que acuden las empresas -como demandantes-, en busca de recursos para hacer frente a sus necesidades de financiamiento derivadas de la insuficiencia del fondo de maniobra y a sus necesidades de financiamiento de la producción corriente. El órgano básico de este mercado, a través del cual fluye el mayor número transacciones, está representado por el sistema bancario comercial. En el mercado monetario se negocia con títulos de crédito tales como cheques, pagarés y letras de cambio.

En resumen, se puede decir que los bancos se desenvuelven típicamente en el mercado monetario, se presentan como los actores indispensables del mercado monetario, principalmente en su papel de creadores de la denominada moneda bancaria y en el mercado crediticio en cuanto es concebido como el conjunto de negociaciones en las que las prestaciones se dan diferidas en el tiempo.

## **B. Mercado financiero o de capitales**

En el Glosario de términos económicos del Banco Central de Reserva del Perú, op. cit., la definición es: Mercados financieros (Financial markets) y, dice es un:

[...] Foro en el que los proveedores de fondos y demandantes de préstamos e inversiones pueden efectuar sus transacciones directamente. Corresponde al área de mercados en que se oferta y se demanda dinero, instrumentos de crédito a plazo medio y largo (tales como bonos y acciones de los sectores público y privado) y acciones al momento de

su emisión (mercado primario) o en etapas de intermediación financiera (mercado secundario).

Entonces, según la definición dada, se puede decir que un mercado de capitales se forma de acuerdo con las condiciones de oferta y demanda del capital. Se trata del mercado de los préstamos a mediano y largo plazo que se destinan a financiar los activos fijos de las empresas para los efectos de ampliar, modernizar o diversificar su actividad productiva. En el mercado de capitales se negocian los denominados mobiliarios financieros, es decir, títulos de crédito público emitidos por las entidades públicas y títulos de crédito privado emitidos por las empresas.

El órgano típico del mercado financiero está representado por la bolsa, que es el lugar donde los títulos antes mencionados son materia de activas contrataciones; sin embargo, tales contrataciones pueden celebrarse también fuera de bolsa. Esta es precisamente una de las características de nuestro mercado de valores, ya que las transacciones de valores que se efectúan fuera de bolsa superan largamente en monto a las operaciones que se efectúan en rueda de bolsa.

Otros órganos del mercado financiero son las corporaciones financieras, las compañías de seguro, los fondos de previsión social, las corporaciones de fomento, etc.

En general, los bancos son considerados como los órganos típicos del mercado monetario y las bolsas, como órgano típico del mercado financiero. El hecho de que los dos

mercados tengan su propio campo de actividad, que tengan funciones características, y que las operaciones que manejen cada uno de ellos tengan como finalidad específica cubrir una determinada forma de inversión y siguiendo el consenso general, se llega a la conclusión de reconocerle a cada mercado su singularidad.

### **2.3.1.2 Aplicación del Mercado financiero**

Del debate sobre mercado monetario y mercado financiero efectuado en el punto anterior, en la que se plantearon las competencias y se distinguieron los campos propios de cada uno de los mercados citados, se extrae el mercado financiero para poder ampliarla. En este punto se ampliará sobre dicho mercado que es donde se desenvuelven las empresas objeto de análisis del presente estudio, por lo que es importante profundizar en el tema.

#### **A. Definición de mercado financiero, según diversos autores.**

Se recopilaron varias definiciones sobre mercado financiero con la intención deliberada de establecer las características comunes que se repiten entre ellas, ya que descubrimos pequeñas diferencias entre ellas. Para los propósitos de este estudio, se presentan las siguientes cuatro definiciones que se han considerado son importantes:

De acuerdo con Madura, Jeff (2015), los mercados financieros son los lugares dónde se transfieren fondos de las unidades de superávit a las de déficit, lugar donde se compran y venden activos financieros. Debido a que las necesidades de fondos varían entre

las unidades de déficit, se han establecido diversos mercados financieros. En cuanto al destino de los fondos, estos se clasifican en: mercado primario, que es el que permite la emisión de valores nuevos; y el mercado secundario, en el cual se permite la venta de los valores existentes. En cuanto al tiempo, los mercados se clasifican en: mercados de dinero, que son los mercados de préstamos a corto plazo; y mercados de capitales, que son los mercados de los préstamos a largo plazo que se destina a financiar las inmobilizaciones de las empresas. (p. 3).

Para definir el mercado financiero, Fabozzi, Modigliani y Ferri (1996), dicen: “Comenzaremos con algunas definiciones básicas: Un activo, en términos generales, es cualquier posesión que tiene valor en un intercambio. Los activos pueden ser clasificados como tangibles o intangibles. Un activo tangible es aquel cuyo valor depende de propiedades físicas particulares, ejemplos de estos serían edificios, terrenos o maquinaria. Los activos intangibles, por el contrario, representan obligaciones legales sobre algún beneficio futuro. Su valor no tiene relación con la forma, física ni de cualquier otro tipo, en que estas obligaciones estén registradas. (p. 2).

Los activos financieros son activos intangibles, un activo financiero (o un instrumento o valor financiero), que dan derecho a que el emisor pague los flujos de efectivo futuros y el valor de liquidación del activo. La obligación puede ser un bono o una deuda. El precio de cualquier activo financiero es igual al valor presente del flujo de efectivo esperado. Debido a la incertidumbre que rodea a los flujos de efectivo

nominales ajustados por inflación, la inversión en activos financieros conlleva un riesgo.

Besley & Brigham (2008) en términos generales dice, que mercados financieros se refiere a los “mecanismos” que reúnen a prestamistas y prestatarios. Por lo general, los mercados financieros son sistemas compuestos por individuos e instituciones, instrumentos y procedimientos para reunir a prestatarios y ahorradores, sin importar la ubicación. (p. 87).

Los mercados financieros son eficientes porque permite la participación de los inversionistas en activos financieros que obtienen los mayores rendimientos al menor costo posible, y los prestatarios consiguen recursos en préstamos al costo más bajo, y esta es la forma como se distribuyen los recursos dentro de la economía. Los precios de las inversiones son el reflejo de la información existente y se ajustan rápidamente a la nueva información que ingresa a los mercados. A partir de ello, se considera que los mercados financieros cuentan con uno de los tres grados de eficiencia informativa: débil, semifuerte, y fuerte.

Los ahorradores (inversionistas) y los prestatarios tienen necesidades diferentes, en base a ello se presentan diferentes tipos de mercados financieros. Algunos inversionistas (prestatarios) desean invertir durante períodos cortos, mientras que otros desean invertir (prestar) por períodos largos. Estos se clasifican con base en el tipo de valor financiero que se intercambia, período de vencimiento, tipo de participante, ubicación y tipo de transacción.

Martín Mato, M. (2010), *Mercado de Capitales: Una perspectiva Global*. Argentina. 1a. Ed. Cengage.

Recuperado de:

[https://issuu.com/cengagelatam/docs/martin\\_mato\\_issuu](https://issuu.com/cengagelatam/docs/martin_mato_issuu). Menciona que:

[...] Un mercado financiero, se puede definir como un mecanismo que reúne a vendedores y compradores de instrumentos financieros, por el cual, a través de sus sistemas, se facilitan las negociaciones. Una de sus principales funciones es la de “descubrir o formar el precio” esto significa, garantizar que los precios de los valores reflejen la información disponible actualmente. Cuanto más rápido y con mayor precisión se alcance el precio del valor, los mercados financieros podrán dirigir su capital hacia oportunidades más productivas en forma eficiente, con lo cual se logrará un mejoramiento del bienestar público. (p. 1).

De hecho, estas definiciones se complementan entre sí y proporcionan todos los elementos esenciales para comprender la naturaleza de los mercados financieros.

En resumen, se puede decir que los autores citados explican básicamente por qué hay mercados financieros; cómo las instituciones financieras administran sus activos y pasivos, y muestran cómo funcionan los mercados financieros.

## **B. Funciones económicas y factores de integración**

De acuerdo con Fabozzi, et. al., op. cit. Señalan que:

[...] Los mercados financieros proporcionan tres funciones económicas adicionales:

La primera, es que las interacciones de compradores y vendedores en un mercado financiero determina el precio del activo comercializado. También en forma equivalente, ellos determinan el rendimiento requerido de un activo financiero. Como el incentivo para que las empresas adquieran fondos depende únicamente del rendimiento necesario que demandan los inversionistas, ésta es la característica de los mercados financieros que señala la manera en que los fondos en la economía deben asignarse entre activos financieros. Se le llama *proceso de fijación de precio*.

[...] La segunda, es que los mercados financieros proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero. Por esta razón se dice que un mercado financiero proporciona *liquidez*, una característica atractiva cuando las circunstancias fuerzan o motivan a un inversionista a vender. Si no hubiera liquidez el poseedor estaría forzado a conservar un instrumento de deuda hasta su vencimiento y un instrumento de acción hasta que la compañía fuera liquidada voluntaria o involuntariamente. Aunque todos los mercados financieros proporcionan alguna forma de liquidez, el grado de ésta, es uno de los factores que caracteriza a los diferentes mercados.

[...] La tercera función económica de un mercado financiero es que reduce el costo de las transacciones. Hay dos costos asociados con las transacciones: los costos de búsqueda y los costos de Información. (p.7).

La integración de los mercados financieros ésta impulsada por tres factores:

- 1) La liberalización o desregulación de los mercados y actividades de los participantes en los principales centros financieros del mundo.
- 2) La innovación tecnológica de la informática y de las telecomunicaciones, que hizo posible disponer de información instantánea a través de computadoras y comprar o vender títulos "sin la necesidad de un lugar físico para ello".
- 3) La creciente institucionalización de los mercados financieros.

### **2.3.1.3 Bolsa de Valores**

Es esencial exponer sobre la BVL en la que se encuentran las empresas objeto del análisis y son útiles para apoyar el desarrollo de la presente investigación.

Comencemos mencionando que: La bolsa es un mercado donde los compradores y vendedores se reúnen regularmente con el fin de negociar productos que no están disponibles en el mercado, lo cual es posible porque solo se opera con productos representativos como valores transferibles (acciones y obligaciones) y productos físicos. Estas últimas son las llamadas Bolsas de productos, y la otra clase es la Bolsa de Valores, en la que solo se negocian valores (cédulas, títulos, obligaciones, bonos, acciones, etc.) que representan dinero. Es de las que nos referiremos en seguida.

## **A. Definición**

A continuación, presentamos otras definiciones que permitirán comprender mejor sobre qué es la Bolsa de Valores.

Se inicia indicando que: la Bolsa de Valores es un mercado en donde los vendedores (ofertantes) y compradores (demandantes) de valores se reúnen.

En términos generales, se puede decir que: este es un mercado para que los inversores compren y vendan valores (acciones, bonos, papeles comerciales, etc.), estas transacciones son realizadas por intermediarios especializados (hay sociedades agentes de bolsa en el país). La organización, la regulación y la transparencia del mercado de valores dan confianza a las transacciones.

Ley de Mercado de Valores. Recuperado de:

<https://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf>. (Consultada el 18 de abril del 2018). Puntualiza la definición y la finalidad de la Bolsa de Valores:

[...] Las Bolsas son personas jurídicas de especiales características que pueden adoptar la estructura legal de las asociaciones civiles o de las sociedades anónimas. Tienen por finalidad facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva que se negocien en

mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa que operen bajo la conducción de la bolsa. (SMV, p. 46).

Bolsa de Valores de Lima S.A.A. Recuperado de:

<https://www.bvl.com.pe/acercalaempresa.html>

(Consultada el 18 de abril del 2018), se describe como:

[...] La Bolsa de Valores de Lima S.A.A. es una sociedad que tiene por objeto principal facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva que se negocien en mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa que operen bajo la conducción de la Sociedad, conforme a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y sus normas complementarias y/o reglamentarias.

La Bolsa de Valores de Lima pretende contribuir a la ampliación de la estructura del mercado financiero peruano, razón por la cual viene creando empresas estratégicas que coadyuven a dicha mejora, originando un grupo económico sólido que pretende abrir distintas ventanas para la participación de nuevos y diferentes inversionistas en el mercado peruano. Así, participa en empresas estratégicas como DATATEC.

DATATEC es una empresa dedicada a brindar servicios de información y mercados financieros electrónicos de última tecnología, a través de nuestro Sistema de Mercados Financieros: SMF DATATEC, el cual es utilizado en los departamentos de Tesorería

de todos los Bancos, AFPs, Fondos Mutuos y algunas compañías de seguros.

Así mismo, la Bolsa de Valores de Lima es dueño del 93.83% de acciones de CAVALI (Caja de Valores de Lima), empresa que tiene por encargo administrar de manera eficiente el registro, compensación, liquidación y custodia de los valores que se negocian en nuestro mercado. (BVL, 2018).

Consecuentemente, se puede indicar que la bolsa de valores es un mercado organizado y especializado en el que se contactan demandantes y ofertantes de capital, que participan en la negociación de acciones a través de intermediarios autorizados.

## **B. Funciones Económicas**

Ley de Mercado de Valores. Recuperado de:

<https://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf>. (Consultada el 18 de abril del 2018).

Puntualiza sobre las funciones de la Bolsa de Valores:

- a) Inscribir y registrar valores para su negociación en bolsa, así como excluirlos. Los acuerdos adoptados por la bolsa al respecto, tendrán vigencia luego de la inscripción o exclusión del valor del Registro;
- b) Fomentar la transacción de valores;
- c) Proponer a CONASEV la introducción de nuevas facilidades y productos en la negociación bursátil;
- d) Publicar y certificar la cotización de los valores que en ellas se negocien;
- e) Brindar servicios vinculados a la negociación de valores;
- f) Proporcionar a las sociedades agentes los locales, sistemas y mecanismos que les permitan

- la aproximación transparente de las propuestas de compra y venta de valores inscritos y la imparcial ejecución de las órdenes respectivas; (\*)
- g) Ofrecer información veraz, exacta y oportuna acerca de los valores inscritos en ellas, sobre la marcha económica y los hechos de importancia de los emisores de dichos valores, así como información relativa a las sociedades agentes y las operaciones bursátiles;
  - h) Promover y facilitar los medios para que las controversias entre las sociedades agentes o entre éstos y sus comitentes se resuelvan mediante conciliación. CONASEV regulará dicha función mediante normas de carácter general; e, (\*\*)
  - i) Inciso derogado por la Quinta Disposición Final Complementaria del Decreto Legislativo N° 1061.
  - j) Inciso derogado por la Quinta Disposición Final Complementaria del Decreto Legislativo N° 1061.
  - k) Desarrollar y administrar la negociación de productos, títulos representativos de los mismos o contratos relativos a ellos y servicios y operaciones relacionados o complementarios, de conformidad con las normas que rigen el mercado de productos, así como desarrollar y administrar la negociación de instrumentos derivados, sin perjuicio de realizar, directa o indirectamente, las demás actividades afines y compatibles, autorizadas por Conasev. (\*\*\*)

(\*) Inciso sustituido por el Artículo 21 de la Ley N° 27649.

(\*\*) Inciso modificado por el Artículo 1 del Decreto Legislativo N° 1061.

(\*\*\*) Inciso modificado por el Artículo 6 de la Ley N° 29720. (SMV, p. 47).

Por lo tanto, es preciso indicar que este estudio se desarrolló en el entorno del mercado financiero, es justamente en la BVL que es el organismo típico del mercado financiero donde se ubican las empresas que se seleccionaron para el análisis de la investigación.

#### **2.3.1.4 Capacidad Económica**

Precisamente en el sustento del estudio se plantea el inconveniente generado por las acciones liberadas entregadas como dividendos a la capacidad económica de los accionistas minoritarios. Pero, ¿qué es la capacidad económica?, desde ya se señala que la capacidad económica es un concepto binomial, es decir, un concepto formado por dos términos: capacidad y economía; por lo pronto, en primera aproximación y en términos muy sencillos diremos que la capacidad económica, es la capacidad aplicada a la economía. Pues bien, ahora para poder saber de manera más puntual, vamos a procurar ver su significado dogmático. Para lo cual se va a revisar qué significa capacidad y que servirá para añadirla al otro término que es el económico.

Entre las diversas definiciones examinadas y con el propósito deliberado de determinar las características comunes, se ha elegido las siguientes:

Real Academia Española (RAE). **Capacidad**. Disponible en: <https://dle.rae.es/?id=7HZdnLt>, definición web. Consultada el 8 de julio del 2018, de las diversas definiciones dadas, cabe presentar las siguientes:

- 1) como cualidad de capaz. Capacidad de un local. Capacidad para el cargo que se desempeña. Capacidad

intelectual; 2) en física como: Volumen; 3) en derecho como: a) Aptitud para ejercer personalmente un derecho y el cumplimiento de una obligación (Capacidad de obrar), b) Aptitud legal para ser sujeto de derechos y obligaciones (Capacidad jurídica); en cuanto a definición de Económica nos plantea la siguiente definición: es un adjetivo, perteneciente o relativo a la economía; y de economía planteamos las siguientes definiciones: 1) Administración eficaz y razonable de los bienes; 2) Conjunto de bienes y actividades que integran la riqueza de una colectividad o un individuo.

En el Glosario de términos económicos del Banco Central de Reserva del Perú. Disponible en: <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/c.html>, se halla la siguiente definición:

[...] Es sobre Capacidad de Endeudamiento, señala que es la: “Capacidad que tiene cualquier persona o entidad jurídica para adquirir recursos ajenos a un tipo de interés dado y hacer frente a su devolución en un período determinado”,

a) Con relación a personas, se refiere a la capacidad para adquirir bienes o servicios; b) Respecto al dinero, representa la cantidad de bienes y servicios que se adquiere a una suma determinada respecto a la cantidad que se habría adquirido anteriormente en un periodo base.

Como se puede apreciar en las definiciones anteriores, estas están orientadas hacia ciertas áreas del conocimiento y, de manera análoga el concepto por extensión se da en el área económica; más específicamente, en el caso de este estudio, este concepto

está orientado hacia la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

Sin embargo, la capacidad económica de una persona se define como la capacidad que tiene para adquirir o ser propietario de bienes o servicios (públicos o privados), esta capacidad también se denomina poder adquisitivo. Esta capacidad se manifiesta en la acumulación de su patrimonio (por lo tanto, si no sabemos nada acerca de dos personas, pero sabemos cuál es su patrimonio, entonces entenderemos que quién tiene más patrimonio, tiene mayor capacidad económica); y por el flujo de ingresos, que está asociado con las utilidades (por lo tanto, si dos personas con patrimonio similar, pero una de ellas trabaja y obtiene más ganancias que la otra, entonces entenderemos que tiene más capacidad económica quien tiene más ingresos).

Corral, L., (2004). La capacidad económica de contribuir. Cuadernos de Estudios Empresariales, núm. 14 27-43. 2004. Universidad Complutense de Madrid. Disponible en: [file:///C:/Documents%20and%20Settings/User/Mis%20documentos/Downloads/10442-10523-1-PB%20\(1\).PDF](file:///C:/Documents%20and%20Settings/User/Mis%20documentos/Downloads/10442-10523-1-PB%20(1).PDF).

En ella el autor dice:

[...] he podido ver tres significados de la capacidad económica: como aptitud para contribuir; como aquella cualidad de la persona contribuyente, que resulta atribuida por la riqueza, sabiendo que ésta presenta dos formas: la renta y el patrimonio. Y dando un paso más en el razonamiento, se entiende la capacidad económica como aquella cualidad de la persona contribuyente, que es conferida por la renta principalmente, y también por el patrimonio, si bien éste último otorga esa cualidad solamente con carácter excepcional. Creo entender, que estos tres aspectos parciales son aprovechables, porque se complementan entre sí, según se desprende de la

propia literatura, tanto de hacendistas como de juristas.  
(p. 28).

Concordando con las definiciones anteriores, se puede decir que este concepto confirma nuestra propuesta de la idea de liquidez que el accionista minoritario debe mantener para no tener problemas económicos.

### **2.3.1.5 Dividendos y Política de Dividendos**

Para comprender el funcionamiento e importancia de la política de dividendos, Weston & Copeland (1996), expresan que: “La política de dividendos determina la división de las utilidades entre los pagos que se hacen a los accionistas y las ganancias que se reinvertirán en la empresa. Las utilidades retenidas son una de las fuentes de fondos más significativas para financiar el crecimiento corporativo, pero los dividendos representan los flujos de efectivo que se acumulan para los accionistas”. (p. 745)

El estudio forma parte de la decisión de la política de dividendos, sin embargo, se puede condicionar como parte de las decisiones de financiación, entendida esta, como un plan de acción que deberá seguirse siempre que se decida en torno a la distribución de dividendos, para su aplicación se deberá tomar en consideración dos objetivos básicos: maximizar el beneficio de los propietarios y proporcionar suficiente financiamiento. Ambos objetivos están interrelacionados, y deben alcanzarse a la luz de ciertos factores legales, contractuales, internos, de crecimiento y en relación con los accionistas y el mercado que determinan las alternativas de la política.

El financiamiento es considerado como un factor clave como parte de la responsabilidad de la gerencia de tener los fondos suficientes para hacer frente a sus operaciones, y para financiar el crecimiento o expansión de nuevas actividades. La gerencia financiera, por tanto, para mantener un ritmo dinámico de desenvolvimiento para que pueda cumplir y lograr su finalidad económica de maximizar utilidades, debe tomar decisiones de financiamiento que le permitan tener los recursos necesarios que son indispensables para asegurar su continuidad y progreso sostenido. Una forma de financiamiento se hace a través de la decisión de retener utilidades, el cual está relacionada con la política de dividendos, por lo mismo estas deben ser consensuadas con todos los inversionistas de la empresa para así evitar el descontento sobre todo de los inversionistas minoritarios, quienes han tomado la decisión de participar en la empresa comprando acciones. Con la participación de sus accionistas la empresa puede contar con fondos frescos necesarios para sus inversiones, además cabe destacar que los inversionistas minoritarios en mi opinión deciden participar por dos razones: a) se pueden lograr cuando se espera que las acciones aumenten su precio, o b) que generen ingresos en la forma de dividendos.

#### **A. Utilidades Retenidas**

- **Utilidades Retenidas como Fuente de Financiamiento**

Este concepto debe entenderse como la cantidad acumulada de utilidades que no se distribuyen en forma de dividendos. Es decir, al final de cada año fiscal, cuando la empresa paga el impuesto sobre la renta, se asigna la diferencia para la Reserva Legal, y para Distribuir utilidades.

Por lo tanto, después de que los descuentos de Ley se hacen y se distribuyen las utilidades mediante dividendos, el resto está destinado a aumentar la cuenta de utilidades retenidas, que se muestra en el estado de situación financiera (Balance General).

Además, las utilidades retenidas son la única partida o cuenta en ambos estados financieros, tanto en el Estado de Situación Financiera -haciendo referencia a la cantidad acumulada año tras año de las utilidades-, como en el Estado de Resultados.

Típicamente, las utilidades retenidas son aquellas que no se distribuyen a través del pago de dividendos, es decir, son aquellas utilidades que permanecen inamovibles.

Las utilidades retenidas se consideran una fuente de financiamiento interno. Esta, por supuesto, es la forma más segura y menos costosa de financiar un negocio, ya que la distribución de utilidades mediante dividendos entre los accionistas comunes conduce a una reducción en el flujo de efectivo. Para incrementar los activos de una empresa y recuperar su nivel en el caso que se paguen dividendos, la empresa debe asumir una deuda adicional para financiar su patrimonio neto. Al renunciar al pago de dividendos, una empresa puede evitar la necesidad de obtener cierta financiación de fuentes externas o eliminar algunas fuentes de financiación. En cualquier caso, la retención de utilidades es una fuente interna de recursos para la empresa.

- **Principio de Marginalidad de las Utilidades Retenidas**

¿Cómo se pueden aprovechar al máximo los recursos que se obtienen? Esta es una pregunta teórica que los gerentes se hacen constantemente y, para responder satisfactoriamente, aplican el principio financiero de utilidades marginales retenidas, como menciona Block, B; & Hirt, A. (1987). “Será necesario que se hagan una comparación entre la tasa de rendimiento que una compañía pueda obtener sobre las utilidades retenidas de los accionistas en contraste con los beneficios que los accionistas podrían obtener si los fondos se les repartieran bajo la forma de dividendos”. (p. 489). Cualquier proyecto potencial que deba financiarse con recursos generados internamente debe proporcionar una tasa de rendimiento superior al que la que los accionistas podrían obtener ellos mismos después de pagar impuestos sobre dividendos.

El financiamiento de una empresa con patrimonio neto puede tomar la forma de reinversión de utilidades. Las utilidades retenidas representan utilidades pasadas y utilidades actuales de los accionistas, y la empresa tiene el problema de elegir entre pagar dividendos, distribuyendo utilidades o de capitalizarlas. Obviamente, los accionistas sólo admitirán que sus utilidades se reinvierten en nuevos proyectos que cumplan con sus requerimientos o expectativas de rendimiento.

La premisa es que los accionistas comunes requieren una tasa de rendimiento mínima para  $K_e$ , pero es necesario un pequeño ajuste. Dado que los accionistas pagan impuestos sobre las utilidades que se les

distribuyen antes de que puedan reinvertirse, la empresa puede recibir rendimientos ligeramente más bajos que la tasa requerida, y así, los accionistas podrán mantener su posición relativa.

Queda definida mediante la siguiente fórmula:

$$K_r = K_e (1 - tr)$$

En donde:

$K_e$  = Tasa mínima requerida (Costo de Financiarse con Acciones Comunes)

$tr$  = Tasa marginal de impuestos a cargo de un accionista promedio.

De acuerdo con este esquema teórico, si un accionista puede ganar el 10% de las inversiones en comparación con otros con igual riesgo y debe pagar el 30% de impuestos sobre los dividendos recibidos, la tasa mínima requerida para proyectos financiados con utilidades retenidas será del 7%. A esto le llamamos el costo de oportunidad del uso de fondos de accionistas.

## **B. Política de dividendos**

### **• Dividendos**

No se promete un dividendo a los accionistas comunes, pero ellos esperan ciertos pagos basados en la evolución histórica de los dividendos de la empresa. Los dividendos son para los accionistas un indicador indiscutible del contenido informativo de la situación económica y financiera de una empresa; son algo tangible, esta es una base objetiva para la suposición de que las utilidades no solo son contable, sino también reales.

¿Qué entendemos por dividendos? Entendemos que los dividendos son parte de las utilidades de la empresa distribuidas en efectivo a sus accionistas. Esta es la forma que la empresa usa para compensar a cada accionista en proporción a su participación en el capital de la empresa.

Por consiguiente, un dividendo es un monto en efectivo distribuido a los accionistas. Los dividendos representan las salidas de efectivo de la empresa para los accionistas.

La decisión de distribuir dividendos es, en principio, una decisión relacionada con el financiamiento, la estructura y crecimiento del capital, y que se constituye al mismo tiempo un factor importante en la valoración del capital de la empresa.

La no distribución de dividendos afecta la estructura de capital de la empresa, debido a que:

- La retención de utilidades incrementa el capital común respecto de la deuda.
- Financiarse con utilidades retenidas es más barato que emitir nuevo capital común.

Para reforzar el concepto, a continuación, se presentan algunas definiciones de autores:

De acuerdo con, Gallagher, Timothy J. & Andrew. Jr., Joseph D. (2001): "Los dividendos son los pagos en efectivo que las corporaciones hacen a sus accionistas ordinarios. Los dividendos proporcionan el retorno que reciben los accionistas ordinarios de la empresa por el capital contable suministrado por ellos. Incluso,

compañías que en la actualidad no pagan dividendos reinvierten las utilidades generadas en la empresa. De esta forma incrementan la capacidad de la compañía para pagar dividendos en el futuro”. (p.430)

Conforme a, Gitman, (2000): “Los dividendos representan una fuente de flujo de efectivo para los accionistas y les proporcionan información sobre el rendimiento actual y futuro de la empresa. Algunos accionistas desean y esperan recibir dividendos, en tanto que otros se conforman con observar un incremento del precio de las acciones sin recibir dividendos”. (p. 430).

Siguiendo a, Ross, et. al. (2007): “El término dividendo generalmente se refiere al efectivo que se paga a partir de las utilidades. Si se hace un pago con base en fuentes distintas de las utilidades retenidas actuales o acumuladas, se utiliza el término distribución en lugar de dividendo. Sin embargo, se acepta que una distribución proveniente de las utilidades se denomine dividendo y una distribución proveniente del capital, dividendo de liquidación. De una manera más general, cualquier pago directo realizado por la corporación a los accionistas puede considerarse como un dividendo o parte de una política de dividendos”. (p. 569)

De las diferentes definiciones de dividendos expuestas, esta investigación centra su estudio en los dividendos pagados en forma de acciones liberadas.

- **Acciones liberadas**

Según el glosario de términos de la Bolsa de Valores, “las acciones liberadas, son aquellas acciones que se

emiten y entregan de forma proporcional al número de acciones de cada propietario y surgen cuando la junta general de accionistas de la empresa acuerda capitalizar las utilidades o las reservas, es decir reinvertirlas en la empresa y a cambio entregar acciones”. Recuperado en: [https://www.bvl.com.pe/eduayuda\\_glosario.html](https://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html),

En eumed.net. Enciclopedia virtual. Acciones liberadas. Recuperado de: <http://www.eumed.net/diccionario/definicion.php?dic=1&def=1006%20Acciones%20Liberadas>, (consultado el 10 de julio del 2018), dice que son:

[...] Acciones en las que su nominal está completamente desembolsado. Se oponen a las acciones no liberadas, que son aquellas cuyo nominal no está desembolsado total o parcialmente. Por otro lado, el término "liberadas" se usa también para designar acciones emitidas sin necesidad de ser desembolsadas total o parcialmente porque existe un patrimonio en la sociedad como contrapartida de tales acciones, como es el caso de la ampliación del capital con cargo a reservas o beneficios.

Tradicionalmente se distingue entre:

- Acciones parcialmente liberadas: el valor de adquisición será el importe realmente satisfecho por el contribuyente y como fecha de adquisición se tomará la de entrega de los títulos.
- Acciones totalmente liberadas: el valor de adquisición, así como el de las acciones de las que procedan será el resultante de repartir el coste total entre el número de títulos, tanto los antiguos como los liberados que le corresponda.

La antigüedad será la que corresponde a las acciones de las cuales procedan.

Los rendimientos procedentes de la entrega de acciones liberadas (total o parcialmente) se excluyen de tributación en el IRPF<sup>1</sup>.

Las acciones liberadas también se denominan dividendos en acciones, definida como la proporción cancelada en acciones, que corresponde a cada acción en posesión a distribuir de las utilidades obtenidas; es decir, es una retribución a los accionistas por las acciones que poseen en una empresa. Corresponde a la distribución de utilidades que los accionistas ya tienen. Esta transacción tiene el efecto de capitalizar a las utilidades retenidas de la empresa.

Dividendo en acciones son utilidades pagadas en acciones a los accionistas. Las empresas suelen utilizar este tipo de dividendos como reemplazo o complemento de los dividendos en efectivo. Aunque los dividendos en acciones no tienen valor real, estas acciones pueden tener un cierto valor otorgado a ellos y que no poseían anteriormente.

Para Gitman & Zutter (2012, p. 525):

[...] Un dividendo en acciones es el pago de un dividendo en forma de acciones a los propietarios existentes. Con frecuencia, las compañías pagan dividendos en acciones como una forma de reemplazo o complemento de los dividendos en efectivo. En un dividendo en acciones, los inversionistas simplemente reciben acciones

---

<sup>1</sup> IRPF Impuesto a la Renta de Personas Físicas.

adicionales en proporción a las acciones que ya poseen. No se distribuye efectivo y no se transfiere valor real alguno de la empresa a los inversionistas. En cambio, debido a que el número de acciones circulantes aumenta, el precio de las acciones decrece aproximadamente en forma proporcional al monto del dividendo en acciones.

En esa línea, Bebczuc, R., N. (2000). indica que: [...] “Los dividendos en acciones no son más que un espejismo, dado que el accionista recibe nuevas acciones, pero no efectivo. La transacción contable consiste en una reducción de ganancias retenidas y un incremento igual en la partida capital”. (p. 87).

En este contexto, el objetivo de la tesis es analizar la relevancia de las acciones liberadas para explicar la importancia que tienen en el momento en que los accionistas minoritarios deben considerar antes de tomar la decisión de adquirir acciones de BVL.

#### • **Planteamiento de la Política de Dividendos**

Para Philipon op. cit. (2015, p. 11):

[...] La política de dividendos de una empresa consiste el reparto del beneficio después de impuestos que ha obtenido durante su último ejercicio contable. De manera general, la empresa puede optar por dos soluciones que son:

- Guardar este beneficio en forma de reservas.
- Distribuir este beneficio a los accionistas en forma de dividendos. Como parte del beneficio, un dividendo es la retribución del poseedor de una acción a cambio de su inversión en la empresa. El importe de los dividendos recibidos por un

accionista es proporcional al número de acciones que tiene.

Así se plantea una decisión estratégica muy importante para la empresa que debe elegir entre dos alternativas opuestas. El beneficio guardado en reservas podría favorecer la autofinanciación de nuevos proyectos o simplemente aumentar la tesorería. Pero los accionistas tienen expectativas de retorno sobre el capital invertido, que la empresa debe también satisfacer si quiere mantener una relación de confianza. El principal reto de una empresa al momento de fijar su política de dividendos es entonces encontrar el buen equilibrio entre la retención del beneficio, y la retribución de los accionistas mediante este mismo beneficio.

La política de dividendos es parte de las decisiones que las empresas deben tomar debido al impacto financiero que pueden tener. Las inversiones siempre se realizan con el objetivo de obtener utilidades, y que estas deben distribuirse en forma de dividendos. Con respecto a la política de dividendos, se puede decir que este es un plan de acción previsto por la empresa para distribuir utilidades entre los accionistas o para retenerlas. El objetivo de la gestión de la empresa con respecto a su política de dividendos es maximizar la utilidad de los accionistas y de garantizar una financiación adecuada.

**Maximizar la riqueza.** Esta es una política que debe desarrollarse no solo para determinar el objetivo de maximizar el precio de las acciones, sino también para maximizar la riqueza de los accionistas una vez que se pagan los dividendos. De manera que, los esfuerzos para maximizar el precio de mercado de la acción

motivarán a la empresa a maximizar la riqueza de sus accionistas, aunque esto no necesariamente lo logre. En otras palabras, maximizar los precios de las acciones es una condición necesaria pero no suficiente para maximizar la riqueza de los accionistas. De manera que, la decisión de pagar dividendos en efectivo o retener las utilidades para reinvertirlas determina factores planificados como la magnitud del dividendo y el precio de mercado por acción antes y después del pago de dividendos, así como la tasa del impuesto sobre los ingresos de los accionistas.

Obteniendo suficiente financiación. Sin una financiación suficiente para llevar a cabo proyectos viables, el proceso de maximizar la riqueza no se puede realizar. La adquisición de activos requiere conocer la disposición y el costo de varias fuentes de financiamiento. Consecuente, la empresa debe planificar sus necesidades futuras de fondos y, teniendo en cuenta las fuentes de fondos externas y las restricciones existentes del mercado, determinara el monto de las utilidades retenidas para el financiamiento necesario. Las utilidades retenidas generan las fuentes internas de fondos. La reinversión de utilidades le da a la empresa una oportunidad de crecimiento.

- **Factores que afectan la Política de Dividendos**

Gallagher & Andrew Jr. (2001). Mencionan que:

[...] La política de dividendos se basa en la necesidad de fondos de la compañía, la posición de efectivo de la firma, sus proyecciones financieras futuras, las expectativas de los accionistas y las restricciones contractuales que debe cumplir la empresa.

**La necesidad de financiación**

Los dividendos pagados a los accionistas utilizan fondos que la empresa podría invertir de otra manera. Por consiguiente, una empresa con amplias oportunidades de inversión de capital puede decidir pagar una pequeña cantidad de dividendos o nada. Alternativamente, puede haber mucho efectivo y no hay un buen proyecto disponible con un presupuesto de capital. Esta situación puede conducir a grandes pagos de dividendos.

**Expectativa administrativa y política de dividendos**

Por una parte, si los gerentes de una firma perciben el futuro como algo relativamente brillante, pueden comenzar a pagar grandes dividendos con la expectativa de mantenerlos en los buenos tiempos venideros. Por otra parte, si los gerentes consideran que se aproximan tiempos difíciles, pueden decidir mantener reservas de efectivo de la firma por seguridad en lugar de pagar dividendos.

**Preferencias de los accionistas**

La reinversión interna de las utilidades, en lugar de pagar dividendos, conduciría a mayores precios de las acciones y a un porcentaje mayor del retorno total proveniente de las utilidades de capital. Las utilidades de capital son aquellas obtenidas cuando se incrementa el precio de un activo de capital, como el caso de las acciones ordinarias. (p. 431).

Los accionistas mayoritarios pueden preferir recibir sus utilidades en forma de acciones liberadas en lugar de recibir dividendos. Algunos accionistas eligen acciones liberadas porque el porcentaje del impuesto sobre la renta que se les grava sobre las utilidades es alto.

Gallagher & Andrew Jr. op. cit., también explican sobre las:

### **Restricciones sobre los pagos de dividendos**

Una firma puede tener restricciones sobre los pagos de dividendos en sus actuales obligaciones de bonos o en los convenios de préstamo. Por ejemplo, un contrato de préstamo de una compañía con un banco puede especificar que la razón de circulante de la compañía no puede caer por debajo de 2.0 durante la vida del préstamo. Puesto que el pago de un dividendo en efectivo disminuye la cuenta de efectivo de la compañía, la razón de circulante puede caer por debajo del nivel mínimo requerido. En tal caso, la magnitud de un dividendo puede tener que recordarse u omitirse. Además, muchos estados prohíben pagos de dividendos si crean utilidades retenidas negativas en el balance general. Esta restricción es una prohibición contra “la tentativa de arrasar con el capital inicial”. (p. 432).

### **• Importancia de la política de dividendos**

La política de dividendos de la empresa es importante porque depende del porcentaje de utilidades que se retendrá para financiar el desarrollo futuro de la empresa y del porcentaje que se distribuirá entre los accionistas en forma de dividendos, y porque algunos accionistas como los accionistas minoritarios que solo valoran los dividendos que serán repartidos y, que además, no tienen control sobre la gestión de la empresa; ellos son quienes necesitan efectivo que les proporcionan los dividendos para mantener su nivel de vida.

Esta realidad lleva a una situación en la que una empresa, incluso si se administra de manera excelente

y disfruta de grandes ventajas competitivas, es poco valorada por los accionistas minoritarios, o peor, que esta situación provoque una relación conflictiva entre los accionistas minoritarios que solo esperan que los dividendos se les distribuya y a la gerencia de la empresa. Esta situación no es saludable para el bienestar de la empresa, ni para la administración, ni para los accionistas minoritarios.

En resumen, algunos aspectos importantes de la política de dividendos son:

- La política de dividendos afecta la voluntad de los inversores.
- La política de dividendos afecta los planes financieros y el presupuesto de inversión de la empresa.
- La política de dividendos afecta la posición de caja de la empresa.
- Cuando la política de dividendos paga dividendos, el patrimonio disminuye y, por lo que, aumenta la razón (deuda / patrimonio).
- Si el pago de dividendos en efectivo es alto, el precio de las acciones aumentará.
- Con un aumento en el pago de dividendos en efectivo, habrá menos efectivo para la reinversión.

## CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA

En el proceso de investigación científica, la metodología debe servir para establecer una conexión entre la teoría y la práctica, los fundamentos conceptuales y la realidad de campo. En este estudio, se utilizó el enfoque cuantitativo, cuya característica principal fue el uso de números, así como la interpretación y análisis de gráficos y tablas. Toda esta metodología fue asistida por estadísticas descriptivas y respaldados por los programas informáticos EXCEL y EIEWS, cuya aplicación sirvió para obtener los resultados de la investigación para cumplir con los estándares requeridos científicamente. Este capítulo describe la metodología utilizada en el estudio.

### 3.1 Tipo y Diseño de Investigación

#### ***3.1.1. Tipo de Investigación***

Un estudio puede involucrar diferentes tipos de investigación, pero nunca puede ser de un sólo tipo, siempre incluirá elementos de los otros. En esa línea, luego de revisar la información de las empresas de la muestra, fue necesario determinar los tipos de investigación para el desarrollo del estudio.

Salkind, (1997), afirma que “la investigación correlacional describe la relación lineal entre dos o más variables sin tratar en lo absoluto de atribuir a una variable el efecto observado en otra”. (p. 223). Siguiendo el enfoque propuesto, estamos de acuerdo en que uno

de los puntos más importantes de la investigación de correlación es que examina la relación entre las variables, pero no significa que una sea la causa de la otra. En otras palabras, la correlación verifica las asociaciones, no la causalidad, en los que los cambios en un factor afectan directamente los cambios en el otro.

El tipo de investigación en la que se basó este estudio, es la investigación correlacional, que se realizó para examinar las relaciones entre las variables del estudio y midió el grado de correlación entre ellas.

Los estudios exploratorios de Hernández, Fernández y Baptista (2010), explican que:

[...] Los estudios exploratorios se realizan cuando el objetivo es examinar un tema o problema de investigación poco estudiado, del cual se tienen muchas dudas o no se ha abordado antes. Es decir, cuando la revisión de la literatura reveló que tan sólo hay guías no investigadas e ideas vagamente relacionadas con el problema de estudio, o bien, si deseamos indagar sobre temas y áreas desde nuevas perspectivas. (p. 79).

Como ya fue mencionado que, el "pago" de dividendos mediante acciones liberadas es una forma de política de dividendos adoptada por las empresas y, respecto al comportamiento de los accionistas mayoritarios, los accionistas minoritarios no saben qué harán los mayoritarios, cuya conducta que tiene gran influencia en las decisiones estratégicas no lo pueden observar. En esa realidad, el minoritario queda desprotegido ante el mayoritario, que puede tomar decisiones perjudicándolo en algunos casos y, se preocupan porque la decisión que adopten tiene una gran influencia en su capacidad económica. Precisamente en el contexto de la investigación, se analizará este problema, que se sabe los antecedentes son casi inexistentes y no se han encontrado evidencias de estudios académicos que traten este problema.

Por lo tanto, este tipo de investigación exploratoria, también llamada estudio piloto, se aplicó en este estudio.

### **3.1.2. *Diseño de Investigación***

Estas son estrategias concretas para aplicar un método general a un objeto de investigación específico; en este sentido, para lograr los objetivos del estudio, esta investigación se centró en los diseños: no experimental, longitudinal y estudio de tendencias; y a través de ellos, se consideraron los pasos dados para obtener respuestas a las preguntas con el fin de demostrar la hipótesis de la investigación.

Los diseños de la investigación antes descritas se sustentan a continuación:

#### **a) No experimental**

Para Hernández et al., op. cit. (2010), expresan que:

[...] Podría definirse como la investigación que se realiza sin manipular deliberadamente variables. Es decir, se trata de estudios donde no hacemos variar en forma intencional las variables independientes para ver su efecto sobre otras variables. Lo que hacemos en la investigación no experimental es observar fenómenos tal como se dan en su contexto natural, para posteriormente analizarlos. (p. 149).

Consecuentemente, en base a esta teoría, las variables en este estudio no fueron manipuladas. En cuanto a la información, fueron compilados directamente del objeto de estudio, analizándolos e interpretándolos.

### b) Longitudinal

Hernández et al. (2010), dicen que “los diseños longitudinales, los cuales recolectan datos a través del tiempo en puntos o periodos, para hacer inferencias respecto al cambio, sus determinantes y consecuencias. Tales puntos o periodos por lo común se especifican de antemano”. (p. 158), siguiendo esta teoría, en esta investigación, se recolectaron muestras de datos entre los períodos 2009-2016, sobre la base de los cuales se analizaron los cambios o la continuidad en las características de los sujetos estudiados.

### c) Los estudios de tendencias

Los estudios de tendencias estudian un fenómeno particular a lo largo del tiempo, tomando información en diferentes momentos en la misma muestra. Para probar la hipótesis de la investigación, esto se realizó durante el período 2009-2016 y se utilizó el modelo de regresión lineal para cada empresa en la que fue posible observar y analizar la tendencia de la variable dependiente (efecto) y las variables independientes (causa). Para este propósito, se determinaron indicadores estadísticos para cada uno de los índices mencionados.

En el gráfico 1, se expresa de manera simplificada el diseño de la investigación.



Gráfico 1. Diseño de investigación: Elaboración propia

Lo anterior se ha realizado de acuerdo con el siguiente procedimiento:

- 1) Recopilar la información en la BVL (Boletines, Estados Financieros y otros).
- 2) Sistematizar los datos recogidos.
- 3) Procesar los datos estadísticos de la información recolectada.
- 4) Elaborar el borrador del proyecto del análisis e interpretación de los datos obtenidos.
- 5) Revisar el análisis e interpretación y preparar la presentación de la información.
- 6) Hacer las correcciones necesarias.
- 7) Usar la tecnología para recopilar los datos bibliográficos, documentales, publicaciones de revistas especializadas, información de internet, etc., basados en la problemática del estudio, para complementar la información.
- 8) Revisar y clasificar la información en el marco de un enfoque sistémico.
- 9) Comparar los resultados con la hipótesis que permita sacar conclusiones claras, específicas y concisas, en los diferentes aspectos cubiertos por el problema.
- 10) Proponer recomendaciones relativos a las acciones liberadas y su influencia en la capacidad económica del accionista minoritario.
- 11) Digitalizar la primera versión de la investigación.
- 12) Revisar y corregir la primera versión
- 13) Presentar la tesis.

Este tipo de investigación también podría ser considerada como ex post-facto -investigación después del hecho-.

La expresión “ex-post-facto” significa “*después de hecho*”, aludiendo a la primera ocurrencia del evento y después se analizan las posibles causas y consecuencias, por lo que se trata de un tipo de investigación en donde no se modifica el fenómeno o situación objeto de análisis, según Kerlinger, (1986), “la investigación ex post-facto es entendida como una búsqueda sistemática y empírica en la cual el científico no tiene control directo sobre las variables independientes porque ya acontecieron sus manifestaciones o por ser intrínsecamente no manipulables”. (p. 268). Es decir, el investigador no tiene control sobre las variables, ni puede influir sobre ellas, porque ya sucedieron, al igual que sus efectos.

### **3.2 Unidad de análisis**

La unidad de análisis está constituida por "quienes van a ser medidos". En esta investigación, el objeto de estudio es el Mercado de Valores Peruano, del cual la BVL es la entidad operativa que tiene como ente rector a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) . En este mercado se cotizan acciones comunes de empresas que fueron adquiridas por accionistas minoritarios a quienes se les “pago” dividendos mediante acciones liberadas entre los períodos 2009 - 2016. Los hechos se analizaron para demostrar la hipótesis de la investigación.

### **3.3 Población de estudio**

Hernandez, et al. (2010), también explican que “Una vez que se ha definido cual será la unidad de análisis, se procede a delimitar la población que va a ser estudiada y sobre la cual se pretende generalizar los

resultados. Así, una **población** es el conjunto de todos los casos que concuerdan con una serie de especificaciones (Selltiz *et al.*, 1980)". (p. 174). Hurtado (2000), lo define como "el conjunto de seres en las cuales se va a estudiar variable o evento, y que además comparten, como características comunes, los criterios de inclusión". (p. 210). En vista de los conceptos previamente descritos se puede concluir que la población es la totalidad de individuos, objetos o medidas a estudiar, donde las unidades de la población poseen algunas características comunes observables, las que se estudian en un lugar y en un momento determinado y dan origen a los datos de la investigación.

En este estudio, la población estuvo comprendida por las 284 empresas registradas en la BVL, de las cuales se obtuvo la muestra para el desarrollo del estudio.

### **3.4 Tamaño de muestra**

Sabino (1992), expresa que "Una muestra, en un sentido amplio, no es más que eso, una parte del todo que llamamos universo y que sirve para representarlo". (p. 90), es decir, es un subconjunto de unidades, una porción del total, un subconjunto de elementos que representan la conducta del universo total. Por lo tanto, la muestra es un subconjunto fielmente representativo de la población.

Establecer el tamaño de la muestra es un proceso importante en toda investigación ya que permite realizar un estudio viable y creíble siempre delimitado por los objetivos del estudio y las diferentes características de cada población.

Respecto a la cantidad de empresas que conforman la muestra elegida para esta investigación, corresponden 12 empresas, de las cuales se analizaron 96 estados financieros, que cubren el período 2009-2016, período suficientemente amplio que permitió analizar cómo el pago de

dividendos mediante acciones liberadas influyó en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

Especificamos que las empresas de la muestra fueron aquellas que cumplieron con las condiciones para emitir acciones liberadas y que generaron utilidades en la mayoría de los períodos de estudio.

Finalmente, las 12 empresas en las que se centró el estudio definían las necesidades indicadas; la información de la muestra ha proporcionado un conjunto de cualidades coherentes con un conjunto de especificaciones para todos los elementos correspondientes a la población. De esta forma, se controló y evito la distorsión del análisis de la investigación.

### **3.5 Selección de muestra**

La literatura determina dos tipos básicos de muestreo: probabilístico y no probabilístico. La elección del tipo de muestra requerida depende de los objetivos del enfoque y del diseño del estudio.

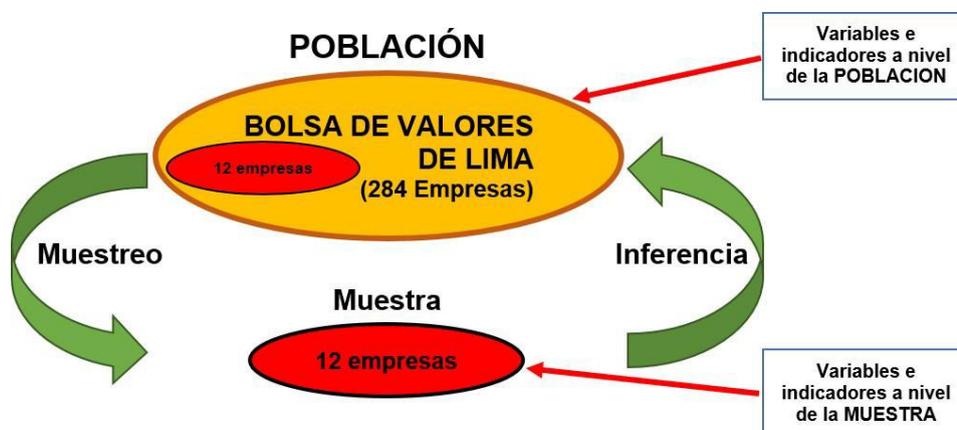
Sobre la muestra no probabilística, según Hernandez, et al. (2010), lo manifiestan: “la unica ventaja de una muestra no probabilística –desde la vision cuantitativa– es su utilidad para determinado diseño de estudio que requiere no tanto una “representatividad” de elementos de una poblacion, sino una cuidadosa y controlada eleccion de casos con ciertas características especificadas previamente en el planteamiento del problema” (p. 190).

Siguiendo a los mencionados autores, el presente estudio justifico el uso del muestreo no probabilístico, cuya elección esta basada en los criterios del investigador. El cual puede realizarse por el tipo de muestreo denominado por conveniencia, llamada también observación regulada o sistemática. Se evidencia que la muestra elegida para la investigación se baso en la experiencia del investigador. Se ha considerado que la muestra

elegida, cumple con los requisitos señalados, y además, porque son empresas importantes y por su presencia a nivel nacional.

Para determinar la muestra, se eligieron 12 empresas con características similares y, para ello, se tuvieron en cuenta los siguientes factores: 1. Disponibilidad de datos: se consideraron a las empresas que en sus estados financieros mostraron utilidades de preferencia en todos los años. 2. Participación de los diferentes sectores: se consideró a empresas de diferentes sectores que proporcionan una visión más amplia de lo que sucede en la BVL. 3. Presencia y volumen en la cartera de valores. Por lo anunciado, se decidió elegir a las empresas que se listan en el Anexo 1.

De manera simplificada la población y la muestra del estudio se presenta en el gráfico 2.



**Gráfico 2. Población y muestra.**

**Fuente: Elaboración propia.**

De las empresas de la muestra, solo se analizó la política dividendos de “pagar” dividendos mediante acciones liberadas, ya que son estas las formas de política de dividendos que afectan la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

### 3.6 Técnicas de recolección de datos

Teóricamente, existen dos técnicas básicas de recolección de datos: la fuente primaria y la fuente secundaria. Una fuente primaria es una fuente original, una fuente secundaria es la fuente primaria procesada, es decir, son las fuentes que se han preparado antes de una investigación específica o que se han preparado para un propósito diferente al estudio, pero que son útiles para obtener información valiosa para la investigación que se hará. Según Hernández, et al. (2010), “recolectar los datos implica elaborar un plan detallado de procedimientos que nos conduzcan a reunir datos con un propósito específico” (p. 198). En este estudio, se aplicó la fuente secundaria, al que se podía acceder al sitio web de BVL para extraer la información que le proporcionaron las empresas que cotizan en bolsa, y que la ley les exigía presentar sus estados financieros auditados para que se publiquen de acuerdo con las regulaciones de la SMV, por lo que fueron confiables y gracias a ellos, se pudo determinar los indicadores que permitieron conocer la situación financiera de las empresas.

Los estados financieros de la muestra son los elementos que se tuvieron en cuenta en la recopilación de datos. El plan secuencial de los datos recogidos incluyó:

a) La fuente de la que se obtuvieron los datos. La información provino de los estados financieros disponibles en la base de datos de la BVL, que sirvió de base para calcular los indicadores financieros. En esta investigación, se obtuvo información de la publicación de su cuenta oficial en el sitio web de la BVL.

Los datos obtenidos de la base de datos de BVL permitieron tener información confiable, válida y objetiva.

b) Una vez que se recopilaron los datos, se sistematizaron para el análisis respectivo y esto permitió responder al planteamiento del problema.

## **CAPÍTULO 4: RESULTADOS Y DISCUSIÓN**

En este capítulo, se presentan los resultados del modelo teórico propuesto (ver Gráfico 68). Esto se hizo con base en las premisas descritos en el Capítulo 1 y los indicadores desarrollados en este capítulo. Por esta razón, fue necesario tener en cuenta que el modelo más adecuado para identificar la relación entre variables fue el modelo de datos de panel (Panel Data), a través del cual la relación entre variables se pudo analizar a fondo, y así se pudo entenderlos. El modelo de datos de panel es un modelo que incluye una muestra de empresas para un período de tiempo determinado, es decir, es una base de datos mixta de series de tiempo y corte transversal (dimensión temporal y estructural). En el caso de este estudio, el modelo está compuesto por el grupo de empresas que conforman la muestra, y el periodo es 2009-2016. Con este propósito, se revisaron y procesaron 12 paneles de datos. Es relevante señalar que los datos procesados de un panel no solo sirvieron a una empresa, sino que también se incluyeron en el análisis general; por lo tanto, el análisis se llevó a cabo sobre la base de una visión global y los resultados así lo demuestran.

Antes del desarrollo del capítulo, se exponen los indicadores de las variables:

### **1) Indicador 1: Dividendo por Acción (DPA)**

Es un indicador que determina cuanto de dividendo por acción se reparte a los accionistas.

Determinándose de la siguiente manera:

$$= \frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$$

## 2) Indicador 2: Razón de Retención

Mark Kennan. *Cómo calcular la tasa de retención*. Disponible en: <https://www.cuidatudinero.com/13075398/como-calculer-la-tasa-de-retencion>, artículo web. Consultado el 20 de julio del 2018, la define como “La tasa de retención, también conocida como Índice de reinversión, se refiere a la cantidad de ganancias que una compañía mantiene después de pagar sus dividendos”.

Determinándose de la siguiente manera:

$$= \frac{\text{Utilidad Neta} - \text{Dividendos}}{\text{Utilidad Neta}} = \frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$$

## 3) Indicador 3: Razón Precio-Utilidad (P-U)

Esta razón mide que tanto está dispuesto a invertir el público inversionista de acuerdo a las expectativas de ganancias de una empresa. La razón P-U a veces se le conoce como múltiplo de ganancias, predice la rapidez que la utilidad neta crecerá.

Determinándose de la siguiente manera:

$$= \frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$$

## 4) Indicador 4: Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario

Índice de medida de la participación del accionista minoritario. Es un indicador que permite conocer la parte de capital que los accionistas minoritarios disponen en una empresa. Por otra parte, también se la puede definir como el porcentaje de participación de los accionistas minoritarios; igualmente, se llama a la parte proporcional que estos poseen en el capital social de una empresa.

Se determina de la siguiente manera:

$$= \frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$$

#### 5) **Indicador 5: Tasa de Pago de Dividendos o Razón de Pago**

Se trata del porcentaje que representan los dividendos que una empresa reparte de sus ganancias entre sus accionistas. Del mismo modo, representa una parte de las utilidades de la empresa distribuidas a los accionistas en forma de dividendos en lugar de dividendos.

Se determina de la siguiente manera:

$$= \frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$$

El análisis, la interpretación y la discusión de los resultados se basan en una metodología que considera tres aspectos básicos: análisis reflexivo, conceptualización abstracta y experiencia; estudiando los eventos de investigación desde una perspectiva de las múltiples interacciones que caracterizan los eventos, es decir, la totalidad y cada una de las partes están vinculadas por interacciones constantes, o más bien son holísticas, que permitieron demostrar la hipótesis de la investigación.

### 4.1 **Análisis, interpretación y discusión de resultados**

Durante esta fase de la investigación, se procesó los datos que han proporcionado información para el análisis que permitió presentar los resultados de esta investigación, para lo cual se presentan las tablas y gráficos estadísticos que se refieren a los estudios de cada uno de los indicadores de las variables, en ellas se indican las conclusiones de la investigación y muestran la percepción del efecto del pago de dividendos mediante acciones liberadas a los accionistas minoritarios. Para este propósito, fue necesario el uso de estadísticas descriptivas e inferenciales y la información se procesó utilizando los programas informáticos EXCEL y EVIEWS.

Cabe mencionar que el análisis de datos fue el precedente para la actividad de interpretación. En la interpretación según Kerlinger (1986); “el investigador toma resultados del análisis, hace inferencias pertinentes a las relaciones bajo estudio en la investigación, y extrae conclusiones sobre tales relaciones”. (p. 96). En este contexto, en la interpretación, se tomaron los resultados del análisis, basándose en las inferencias pertinentes a las relaciones de las variables del estudio y se extrajeron conclusiones sobre estas relaciones. Para interpretar los resultados, indagamos y estudiamos su significado e implicaciones, de dos maneras, como lo sugiere Kerlinger (1986): en primer lugar, interpretando las relaciones dentro del estudio de investigación y sus datos. En segundo lugar, buscando el significado más amplio de los datos de investigación. Se comparan los resultados y las inferencias extraídas de los datos, con la teoría y con los resultados de otras investigaciones. (p. 96).

Las dos formas anteriores confirman la validez y confiabilidad de la investigación. Esto implica la posibilidad de generalizar los resultados obtenidos. La validez se refiere a la medida en que la investigación refleja el problema de investigación planteado, mientras que la fiabilidad se refiere a la consistencia de un conjunto de medidas.

El enfoque de esta etapa está en los métodos de análisis cuantitativos, utilizando estadísticas descriptivas e inferenciales. Con este fin, se hizo lo siguiente: 1) Sistematizar y organizar la información de tal manera que permita describir y analizar con facilidad; 2) Efectuar inferencias sobre la realidad en base a la información obtenida, con lo que se valida la hipótesis. Después de obtener los datos, el proceso es el siguiente:

- a) Las cuatro hipótesis planteadas (una hipótesis general y tres hipótesis específicas) se probaron utilizando el método de **Regresión Lineal Múltiple**, tan bien descrito por Kerlinger, (1986), “Con base en el conocimiento de los valores de dos o más variables independientes,  $X_1, X_2, \dots, X_k$ , se intenta predecir la variable dependiente  $Y$ ”. (p. 428). Como se puede ver, esta herramienta

estadística es útil para estudiar la relación entre dos variables y para encontrar la ley matemática que gobierna esta relación.

- b) La información estadística de cada una de las variables que intervinieron en este estudio, estuvo disponible en la BVL, en donde se registró la información de todas las empresas que participaron en ella, y a la que se puede acceder directamente a través de su página web o a través de los reportes emitidos y directamente en su oficina.
- c) La información obtenida fue tratada a través de los programas informáticos **EXCEL** y **EVIIEWS**.

Para cada hipótesis, el programa informático EVIEWS procesó lo siguiente:

1. La ecuación que relaciona la variable dependiente con las variables independientes.

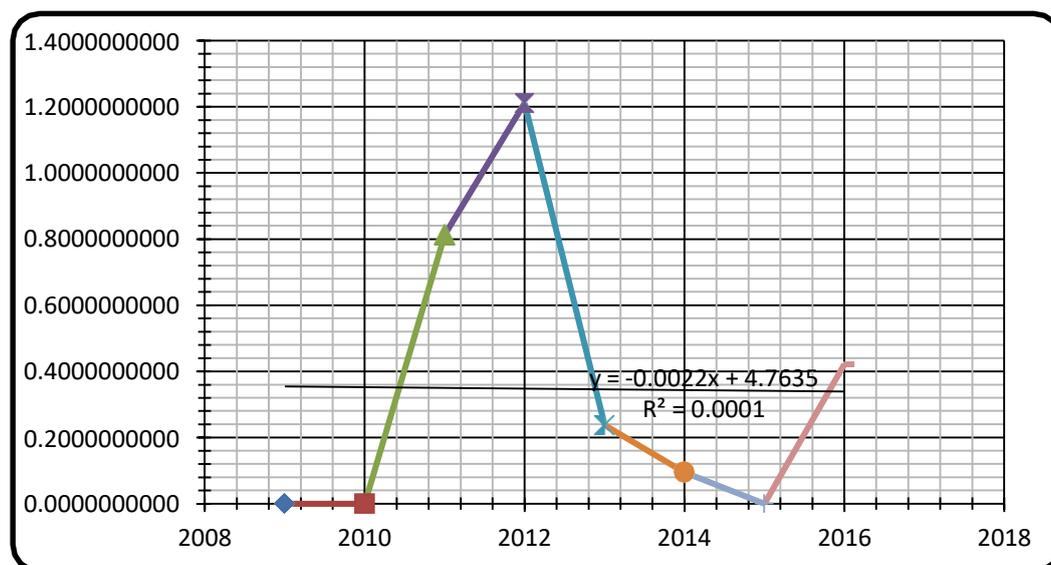
$$Y = C_0 + C_1 * X_1 + C_2 * X_2 + C_3 * X_3 + \epsilon$$

2. El índice de correlación entre las tres variables.
3. El “nivel de significación” o el error que se comete en la prueba de la hipótesis, para las curvas estadísticas es de 5 %.

Sobre la base de los resultados obtenidos de la aplicación de los indicadores, se procesaron los datos, se elaboró una tabla y su gráfica correspondiente para el análisis y la interpretación, de modo tal, que se pudo reproducir la realidad que permitió arribar a las conclusiones.

A continuación, a través del modelo de regresión lineal, se muestran las estimaciones que, utilizando los indicadores explicados, se obtienen los coeficientes de los mencionados indicadores.

#### 4.1.1 Resultados de la Razón Dividendo por Acción (DPA)



**Gráfico 3: DPA-Casa Grande S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 2.**

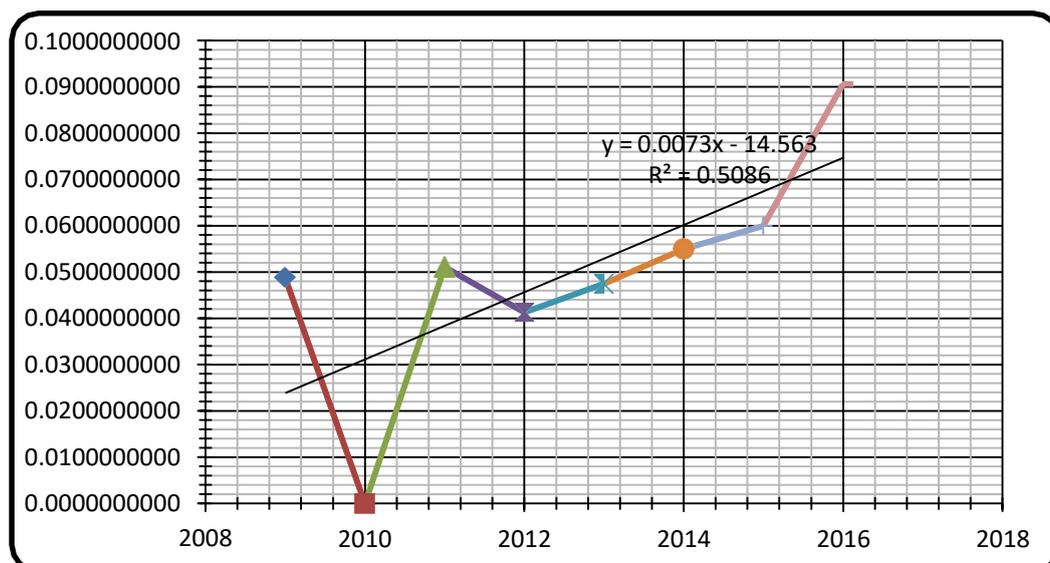
**Tabla 2. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- Casa Grande S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0000	0.0000	0.8139	1.2109	0.2374	0.0949	0.0000	0.4208

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 5)*

En la Tabla 2, se puede apreciar que durante el 2009 y 2010 no se pagó dividendos; sube el 2011 a S/. 0.81 y; el 2012 a S/. 1.21 por acción; baja en el 2013 a S/. 0.23 y; en el 2014 a S/. 0.09 por acción; en el 2015 no hubo reparto y, en el 2016 ascendió a S/. 0.42 por acción.

Aunque hay una tendencia a la baja, el indicador muestra que, por cada acción, correspondió entre S / . 0.34 a S / . 0,33 en promedio, de dividendo por acción, y el análisis confirmó que no se habían distribuido todas las utilidades; incluso en los años 2009, 2010 y 2015, no hubo distribución. Además, estos resultados están ratificados con la razón de retención. (Ver Gráfico 3).



**Gráfico 4: DPA - FERREYCORP S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 3.**

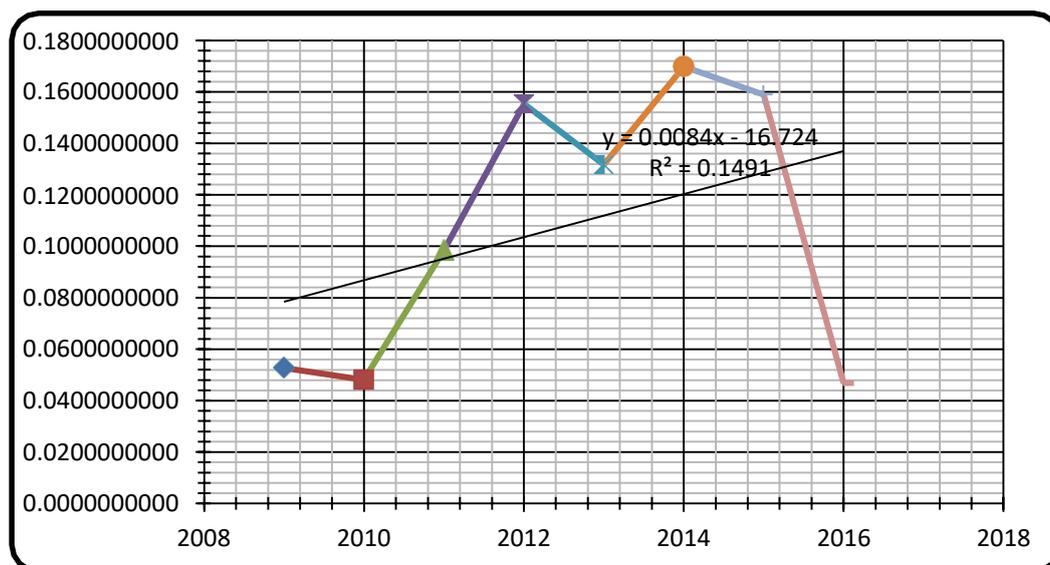
**Tabla 3. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- FERREYCORP S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0488	0.0000	0.0510	0.0413	0.0475	0.0550	0.0600	0.0906

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 9)

En la tabla 3, se puede apreciar que, en el 2009 se pagó S /. 0.04 de dividendos por acción; en el 2010 no se pagó; en los años siguientes se pagó como sigue: en el 2011, S /. 0.05; en el 2012, S /. 0.04; en el 2013, S /. 0.04; en el 2014, S /. 0.05; en el 2015, S /. 0.06; y en el 2016, S /. 0.09 por acción.

Si bien este indicador muestra una tendencia alcista, indica que se les pagó entre S /. 0.025 a S /. 0.075 de dividendos por acción en promedio. El análisis confirmó que la mayor parte de las utilidades no se distribuyeron y que, además, estos resultados se ratifican con la razón de retención. (Ver Gráfico 4).



**Gráfico 5: DPA - Graña y Montero S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 4.**

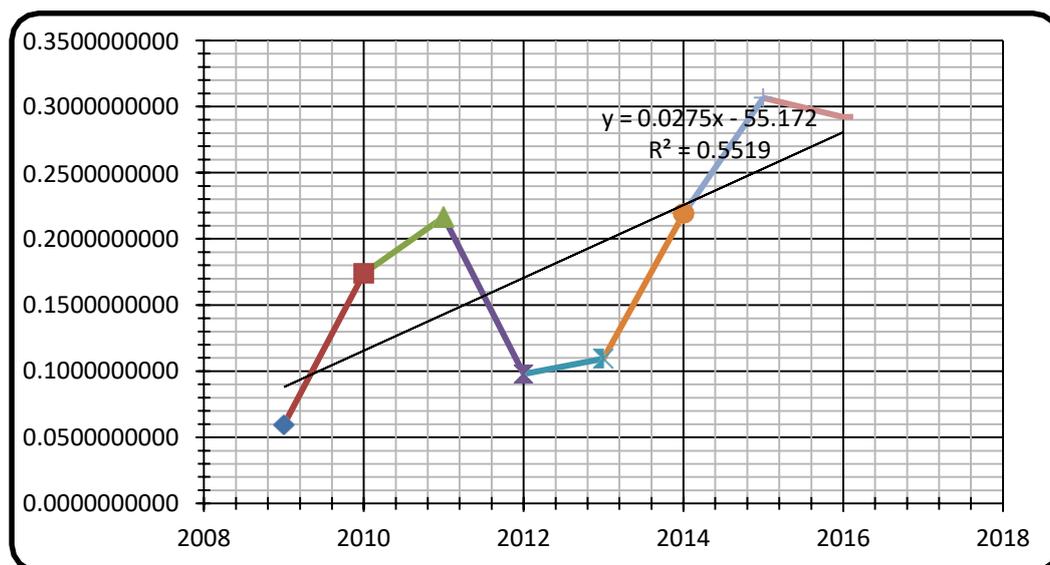
**Tabla 4. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-Graña y Montero S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0527	0.0481	0.0985	0.1553	0.1317	0.1698	0.1589	0.0467

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 13).

En la Tabla 4, se puede apreciar que en todos los años se pagó dividendos. En el 2009, S/.0.05; en el 2010, S/. 0.04; en el 2011, S/. 0.09; en el 2012, S/. 0.15; en el 2013, S/. 0.13; en el 2014, S/. 0.16; en el 2015, S/. 0.15; y en el 2016, S/. 0.04.

Aunque su indicador muestra una tendencia al alza, que varía entre S/. 0.079 a S/. 0.13.9 de dividendo por acción en promedio, el análisis confirmó que las utilidades prácticamente no se distribuyeron y que, además, estos resultados se reafirman con la razón de la retención. (Ver Gráfico 5).



**Gráfico 6: DPA - Cementos Pacasmayo S.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 5.**

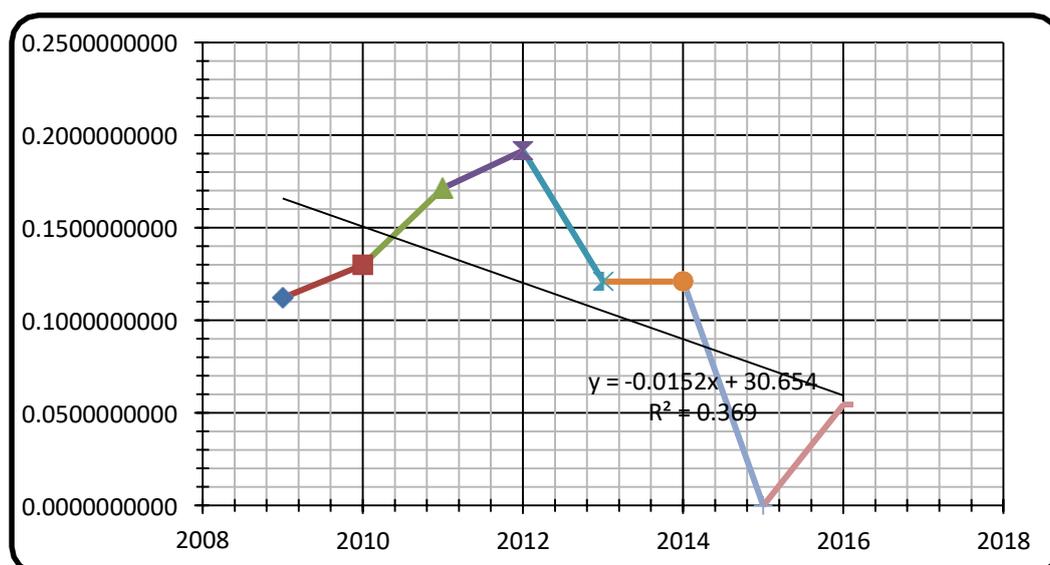
**Tabla 5. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-Cementos Pacasmayo S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0595	0.1738	0.2166	0.0978	0.1095	0.2190	0.30661	0.2920

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 17).

En la Tabla 5, se puede apreciar que en todos los años se pagó dividendos; en el 2009, S/0.05; en el 2010, S/ 0.17; en el 2011, S/ 0.21; en el 2012, S/ 0.09; en el 2013, S/ 0.10; en el 2014, S/ 0.21; en el 2015, S/ 0.30 y en el 2016, S/ 0.29,

A pesar de que su indicador tiene una tendencia ascendente, que va entre un S/ 0.08 a S/ 0.27 de DPA en promedio, el análisis efectuado ha llevado a confirmar que prácticamente no se repartieron las utilidades y que incluso con la Razón de Retención se reafirman estos resultados. (Ver Gráfico 6).



**Gráfico 7: DPA - ALICORP S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 6.**

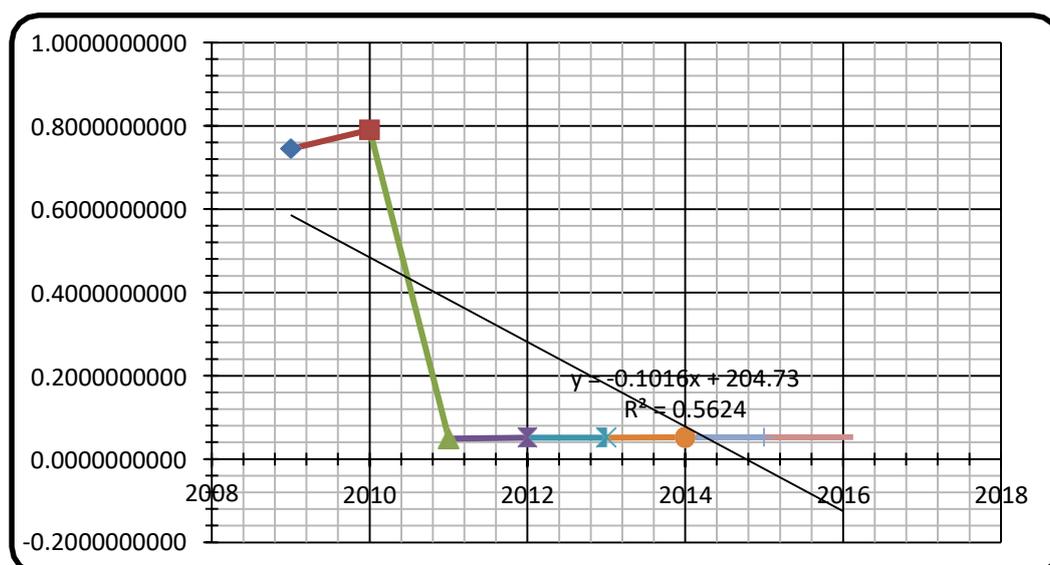
**Tabla 6. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-ALICORP S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.1121	0.1298	0.1714	0.1916	0.1210	0.1210	0.0000	0.0544

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 21).

En la Tabla 6, se puede apreciar que en todos los años se pagó dividendos; en el 2009, S/.0.11; en el 2010, S/. 0.12; en el 2011, S/. 0.17; en el 2012, S/. 0.19; en el 2013, S/. 0.12; en el 2014, S/. 0.12; en el 2015, no se pagaron dividendos y en el 2016 se pagó S/. 0.05.

Además, la gráfica muestra que su tendencia es a la baja, variando desde S /. 0.17 a S /. 0.06 de DPA en promedio. El análisis realizado llevó a confirmar que las utilidades prácticamente no fueron distribuidas; y que estos resultados también se reafirman con la razón de retención. (Ver Gráfico 7).



**Gráfico 8: DPA - Unión Andina de Cementos (UNACEM S.A.A).** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 7.

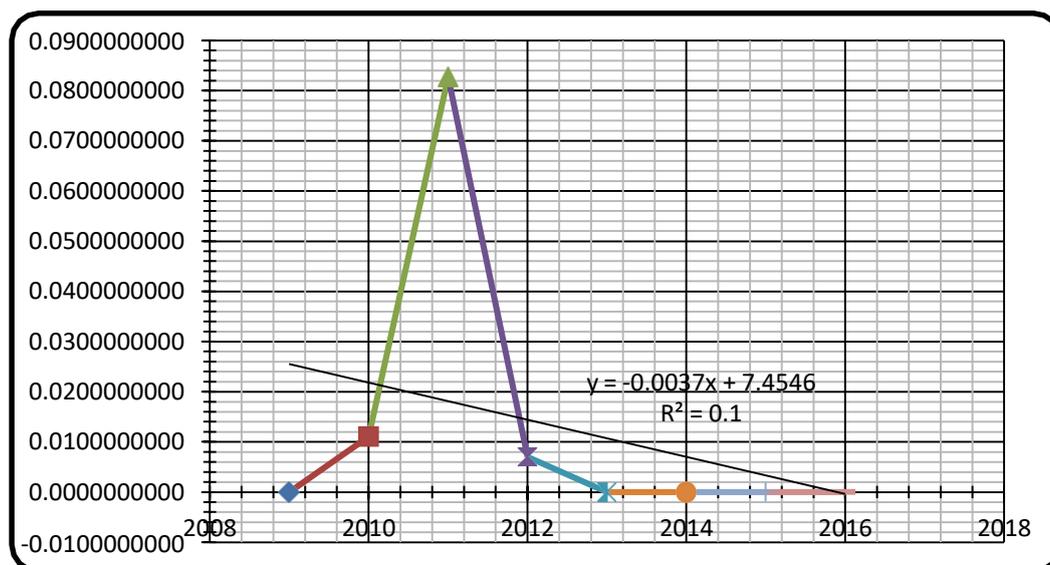
**Tabla 7. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-UNACEM S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.7452	0.7904	0.0492	0.0513	0.0510	0.0520	0.0520	0.0520

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 25).

En la Tabla 7, se puede apreciar que se repartieron dividendos en todos los años; en el 2009, S/. 0.74; en el 2010, S/.0.79; en el 2011, S/. 0.04; en el 2012, S/. 0.05; en el 2013, S/. 0.05; en el 2014, S/. 0.05; en el 2015, S/. 0.05 y en el 2016, S/. 0.05.

Su indicador tiende a disminuir, lo que indica que para cada acción correspondió entre S/. 0.58 a -S/. 0.16 en promedio de DPA. Además, con el análisis realizado, se confirma que las utilidades apenas se distribuyeron en todos los períodos y los resultados se reafirman con la razón de retención. (Ver Gráfico 8).



**Gráfico 9: DPA - Compañía Minera MILPO S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 8.**

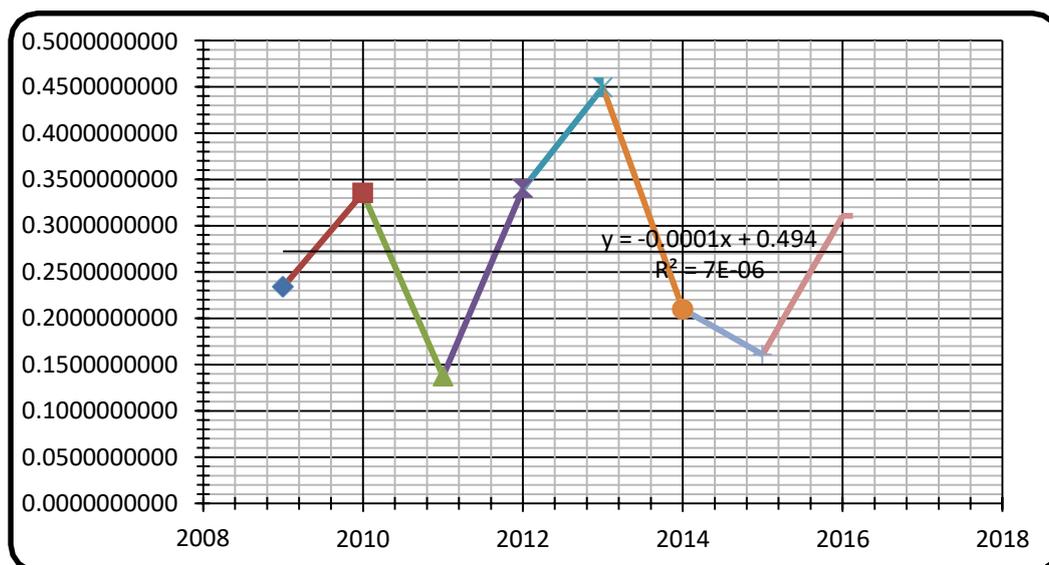
**Tabla 8. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-MILPO S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0000	0.0110	0.0827	0.0070	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 29).

En la Tabla 8, se puede apreciar qué; en 2009, los dividendos no fueron distribuidos; en 2010, S/. 0.01; en 2011, S/. 0.08; en 2012, S/. 0.007 y desde 2013 hasta 2016, no se distribuyeron dividendos.

Su indicador tiene una tendencia a la baja, entre S/. 0.027 a S/. 0.00 de DPA en promedio: el análisis realizado confirmó que virtualmente no hubo distribución. Además, la razón de la retención corrobora estos resultados. (Ver Gráfico 9).



**Gráfico 10: Razón DPA - Compañía Minera Poderosa S.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 9.**

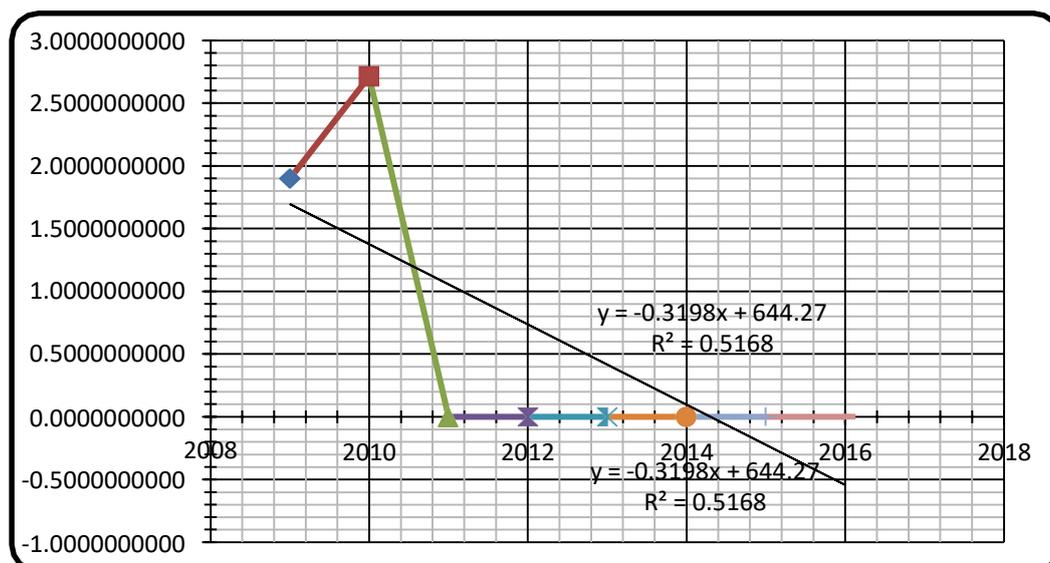
**Tabla 9. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- Compañía Minera Poderosa S.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2338	0.3353	0.1376	0.3400	0.4493	0.2100	0.1608	0.3105

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 33).

En la Tabla 9, se puede apreciar que se repartieron dividendos cada año. En el 2009, S/. 0.23; en el 2010, S/. 0.33; en el 2011, S/. 0.13; en el 2012, S/. 0.34; en el 2013, S/. 0.44; en el 2014, S/. 0.21; en el 2015, S/. 0.16 y en el 2016, S/. 0.31.

Aunque su indicador tiene una tendencia homogénea y es de S / . 0.28 de DPA en promedio para cada año. El análisis realizado llevó a confirmar que las utilidades prácticamente no se distribuían en todos los periodos y; que, además, la razón de la retención reafirma estos resultados. (Ver Gráfico 10).



**Gráfico 11: DPA - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 10.**

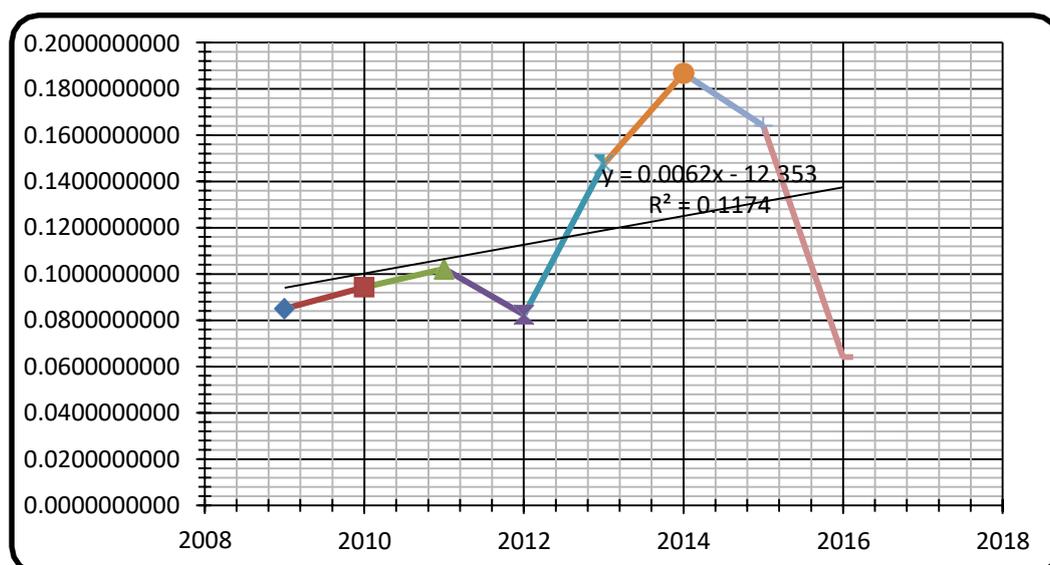
**Tabla 10. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)-Cerro Verde S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.8996	2.7138	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 37).

En la Tabla 10, se puede apreciar claramente que solo en el 2009, y 2010 se repartieron dividendos de S/. 1.89, y de S/. 2.71 respectivamente.

Su tendencia es hacia la baja, entre S/. 1.7 a -S/. 0.4 de DPA en promedio. El análisis realizado llevó a confirmar que las utilidades prácticamente no se distribuyeron, excepto en el 2009 y 2010 y; además, la Razón de Retención reafirma estos resultados. (Ver Gráfico 11).



**Gráfico 12: DPA - ENEL Generación Perú S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 11.**

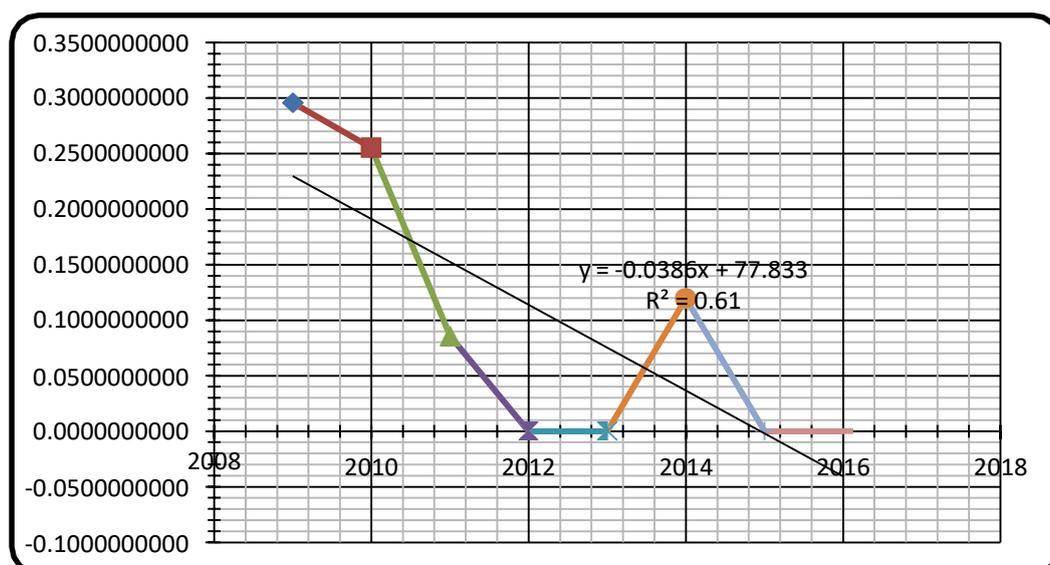
**Tabla 11. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- ENEL Generación Perú S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0850	0.0942	0.1023	0.0823	0.1474	0.1866	0.1641	0.0640

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 41)

En la Tabla 11, se puede apreciar que se repartieron dividendos en todos los años; en el 2009, S/. 0.08; en el 2010 S/. 0.09; en el 2011, S/. 0.10; en el 2012, S/. 0.08; en el 2013, S/. 0,14; en el 2014, S/. 0.18; en el 2015, S/. 0.16 y en el 2016, S/. 0.06, siendo este último el más bajo.

Su tendencia es ascendente, se encuentra entre un S/. 0.095 a S/. 0.135 de DPA en promedio. El análisis confirmó que, a pesar de su tendencia, prácticamente no hubo participación en las utilidades; además, la razón de retención reafirma estos resultados. (Ver Gráfico 12).



**Gráfico 13: DPA - Telefónica del Perú S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 12.**

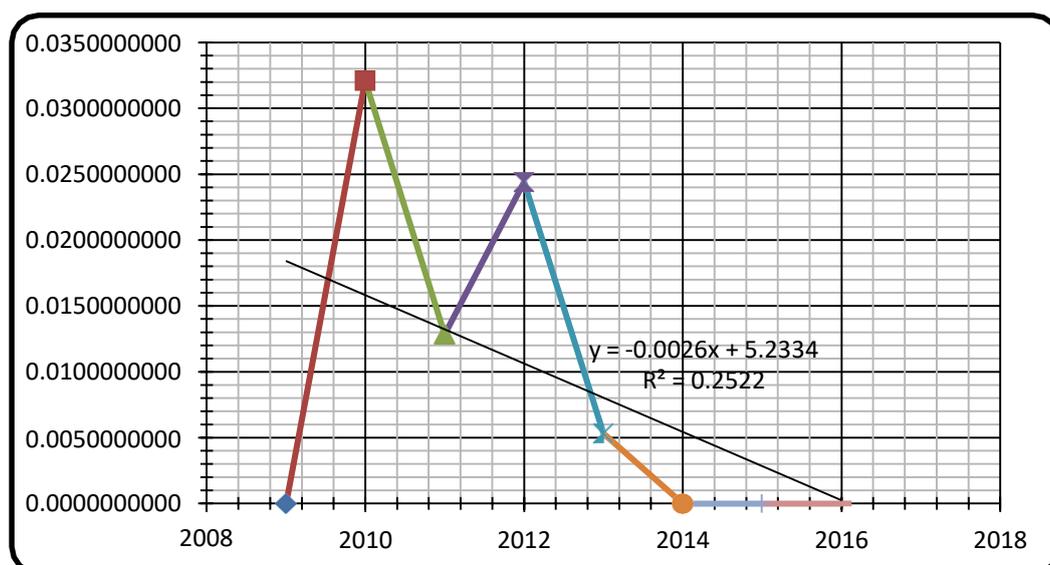
**Tabla 12. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- Telefónica del Perú S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2957	0.2551	0.0857	0.0000	0.0000	0.1195	0.0000	0.0000

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 45).

En la tabla 12, se puede ver que los dividendos no se repartieron en todos los años, luego vemos que en el 2009 fue S/. 0.29; en el 2010, S/. 0.25; en el 2011, S/. 0.08; en el 2012 y 2013 no hubo reparto de dividendos; en el 2014, S/. 0.11 y, en el 2015 y 2016, tampoco hubo reparto de dividendos.

Su tendencia es hacia la baja, entre S/. 0.23 a -S/. 0.04 de DPA en promedio; y el análisis que se realizó confirmó que prácticamente no se habían repartido utilidades y que, incluso en los años 2012, 2013, 2015 y 2016, no se hubo pago alguno. Además, la razón de retención reafirma estos resultados. (Ver Gráfico 13).



**Gráfico 14: DPA - Refinería La Pampilla (RELAPA S.A.A.). Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 13.**

**Tabla 13. Resultado Razón Dividendo por Acción (DPA)- RELAPA S.A.A.**

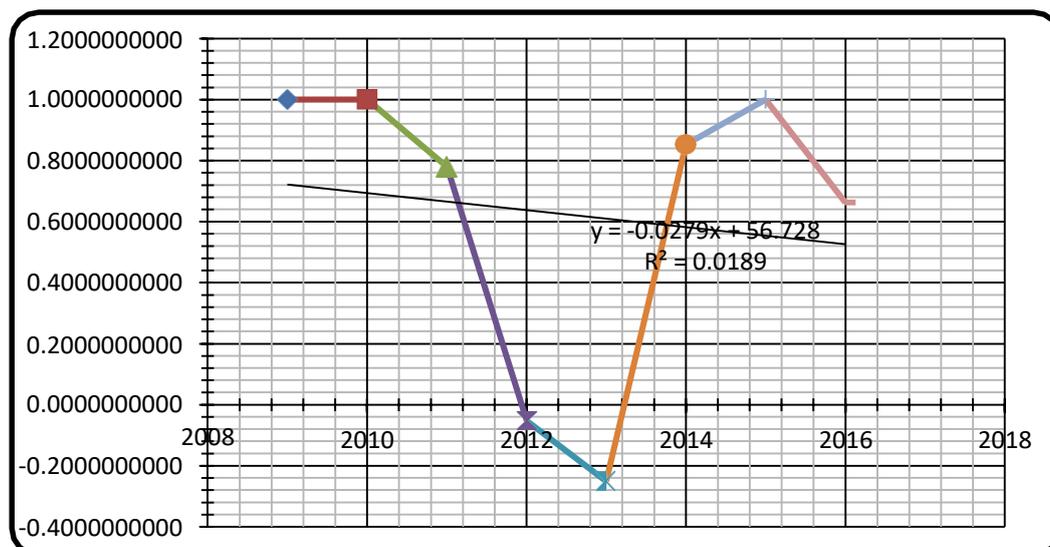
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0000	0.0320	0.0128	0.0244	0.0053	0.0000	0.0000	0.0000

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón DPA se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 49)

En la Tabla 13, se puede apreciar que no se repartieron dividendos en los años; 2009, 2014, 2015 y, 2016; y si se repartió dividendos en el 2010, S/. 0.03; en el 2011, S/. 0.01; en el 2012, S/. 0.02 y; en el 2013, S/. 0.05.

Su tendencia es hacia la baja, va entre S/. 0.018 a S/. 0.00 de DPA en promedio. El análisis realizado llevó a confirmar que casi el 100% de las utilidades se habían retenido; y que la razón de retención también ratifica estos resultados. (Ver Gráfico 14).

#### 4.1.2 Resultados de la Razón de Retención o Tasa de Retención



**Gráfico 15: Razón de Retención - Casa Grande S.A.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 14.

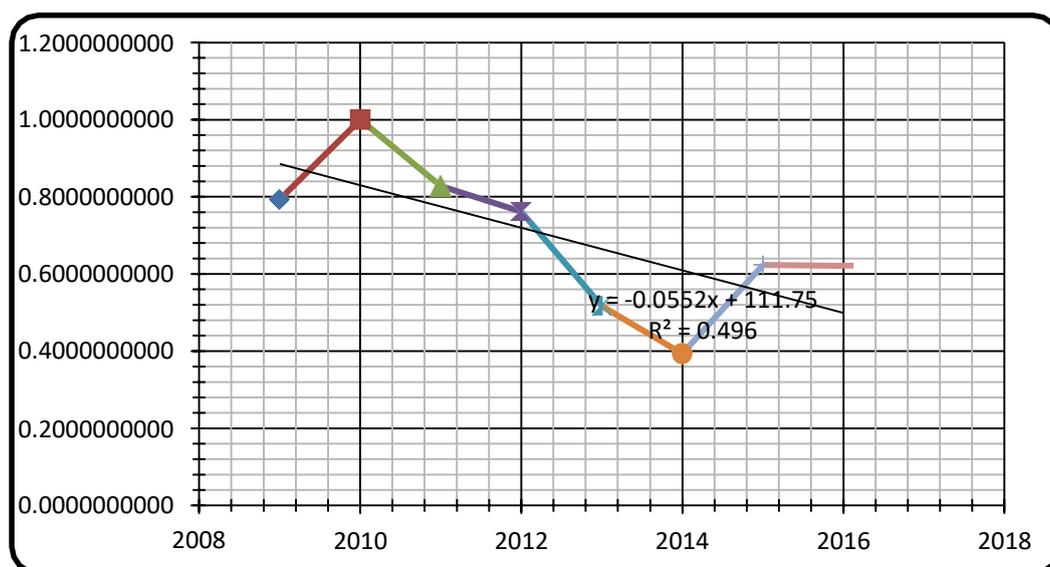
**Tabla 14. Resultado de Razón de Retención - Casa Grande S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.0000	1.0000	0.7794	-0.0534	-0.2506	0.8525	1.0000	0.6623

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 5)

En la Tabla 14, se puede apreciar que en 2009 y 2010, la empresa retuvo el 100% de sus utilidades; en el 2011, 77,94%; en el 2012 y, 2013, fue respectivamente -0,5,34% y, -25,06% (negativo), lo que indica que las utilidades no se retuvieron y que se pagaron sobre ellas con los resultados acumulados; en el 2014 se retuvo el 85,25%; en el 2015 se retuvo nuevamente el 100% y en el 2016 se retuvo el 66,23%.

El Gráfico 15 muestra la razón de retención o tasa de retención, lo que indica una tendencia a la baja en esta empresa, que muestra que por cada sol (S / 1) disponible de utilidad para los accionistas, se retuvo entre 70% a 60%; a pesar de ello, el porcentaje fue alto.



**Gráfico 16: Razón de Retención - FERREYCORP S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 15.**

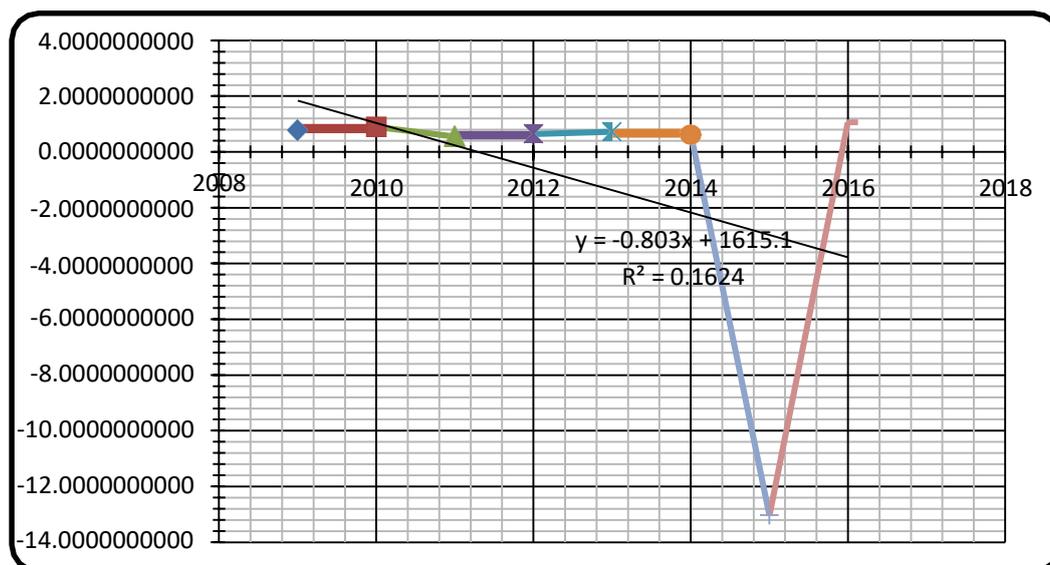
**Tabla 15. Resultado de Razón de Retención - FERREYCORP S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.7933	1.0000	0.8276	0.7617	0.5171	0.3933	0.6237	0.6209

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 9)

En la Tabla 15, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa retuvo 79.33% de su utilidad; en el 2010, 100%; en el 2011, 82.76%; en el 2012, 76.17%; en el 2013, 51.71%; en el 2014, 39.33%; en el 2015, 62.37%; y en el 2016, 62.09%.

A pesar de su tendencia descendente, retuvo por cada sol (S/. 1) de utilidad, entre 93% a 50%; en consecuencia, se observa que la empresa tiene una política de retención muy elevada. (Ver Gráfico 16).



**Gráfico 17: Razón de Retención – Graña y Montero S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 16.**

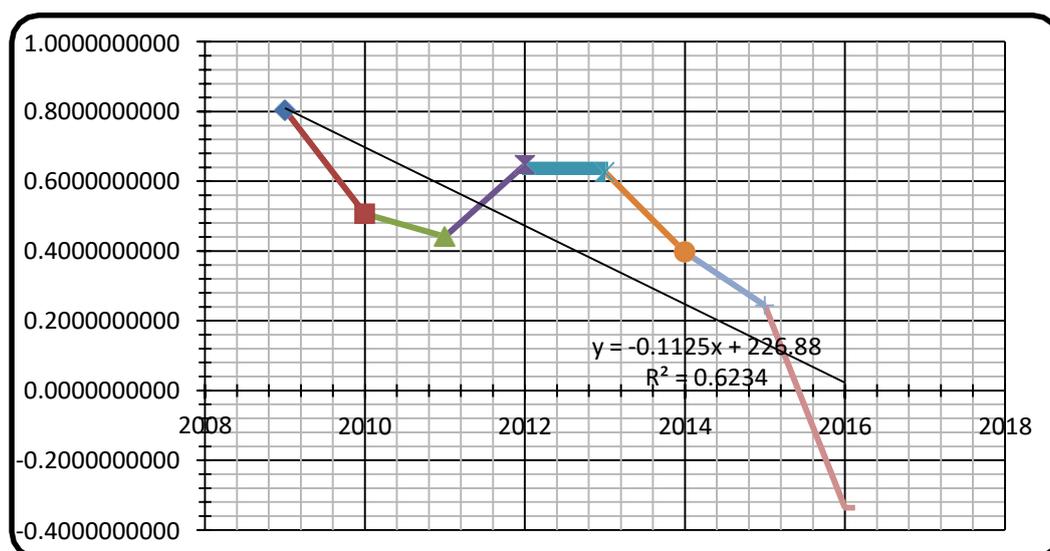
**Tabla 16. Razón de Retención - Graña y Montero S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.7809	0.9022	0.5596	0.6538	0.7293	0.6297	-13.0367	1.0606

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 13)

En la Tabla 16, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa retuvo el 78.09% de su utilidad; el 2010, 90.22%; el 2011, 55.96%; el 2012, 65.38%; el 2013, 72.93%; el 2014, 62.97%; el 2015, -1,303.67% y el 2016, 106.06%. Cabe señalar que en el 2015 y 2016, no se retuvieron utilidades y, por el contrario, se pagaron dividendos por encima de sus utilidades del ejercicio con los resultados acumulados.

También se puede ver en el Gráfico 17 que la razón tiene una tendencia a la baja, retuvo por cada sol (S / .1) de utilidad, entre 190% a -390% en promedio; esto indica que la empresa tiene una política retención alta a pesar de su tendencia.



**Gráfico 18: Razón de Retención – Cementos Pacasmayo S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 17.**

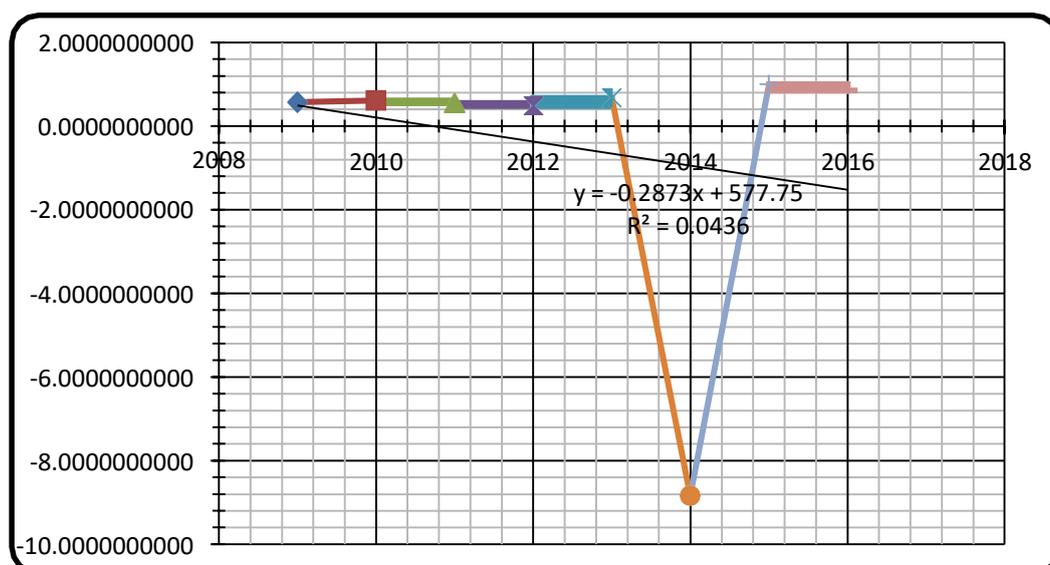
**Tabla 17. Razón de Retención - Cementos Pacasmayo S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.8039	0.5065	0.4419	0.6479	0.6260	0.3963	0.2439	-0.3362

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 17).

En la Tabla 17, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa retuvo 80.39% de Utilidad; en el 2010, 50.65%; en el 2011, 44.19%; en el 2012, 64.79%; en el 2013, 62.60%; en el 2014, 39.63%; en el 2015, 24.39%; y en el 2016, -33.62%, se advierte que en este año no se retuvieron las utilidades, y que por el contrario se pagaron por encima de sus utilidades con los resultados acumulados.

También se puede ver en el Gráfico 18 que la retención, a pesar de la disminución que se aprecia, tiene una política de retención bastante alta, es decir que por cada sol (S / 1) de utilidad, se retuvo entre 80% a -0.02%.



**Gráfico 19: Razón de Retención – ALICORP S.A.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 14.

**Tabla 18. Razón de Retención - ALICORP S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.5735	0.6149	0.5495	0.4855	0.6774	-8.8407	1.0000	0.8474

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 21)

En la Tabla 18, se puede apreciar que, en el 2009 se retuvo 57.35% de utilidad; en el 2010, 61.49%; el 2011, 54.95%; el 2012, 48.55%; el 2013, 67.74%; el 2014, -884.07%, en este año no se retuvo utilidades y, por el contrario, se pagó por encima de las utilidades con los resultados acumulados; en el 2015, se retuvo el 100% y no se pagó utilidades; en el 2016, se retuvo un 84.74%.

Notoriamente la empresa tiene una política de retención muy elevada, por cada sol (S/. 1) de utilidad, en promedio retuvo entre 55% a -15%, lo que indica que la razón de retención es muy elevada. (Ver Gráfico 19).

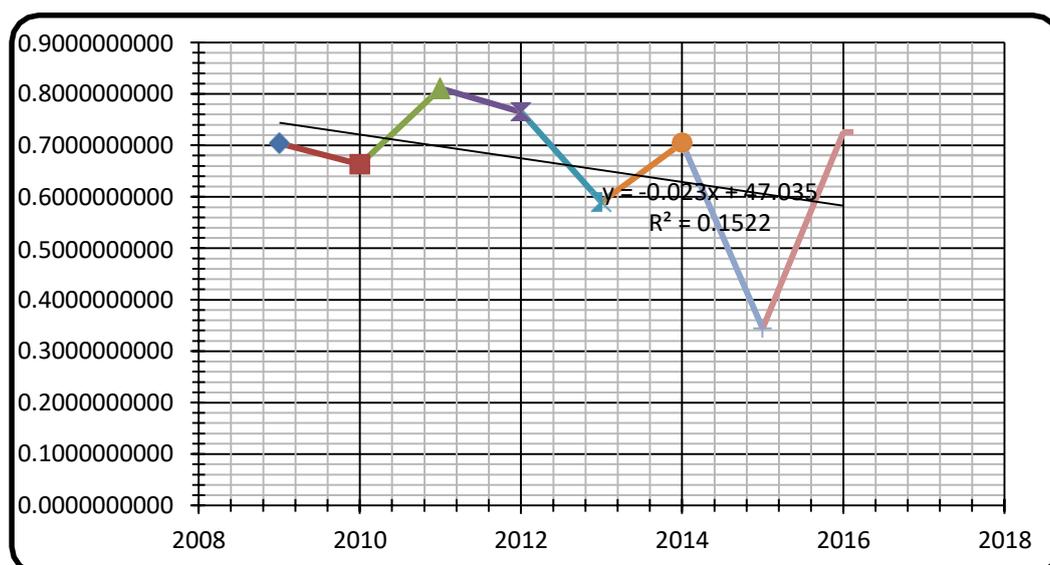


Gráfico 20: Razón de Retención - UNACEM S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 19.

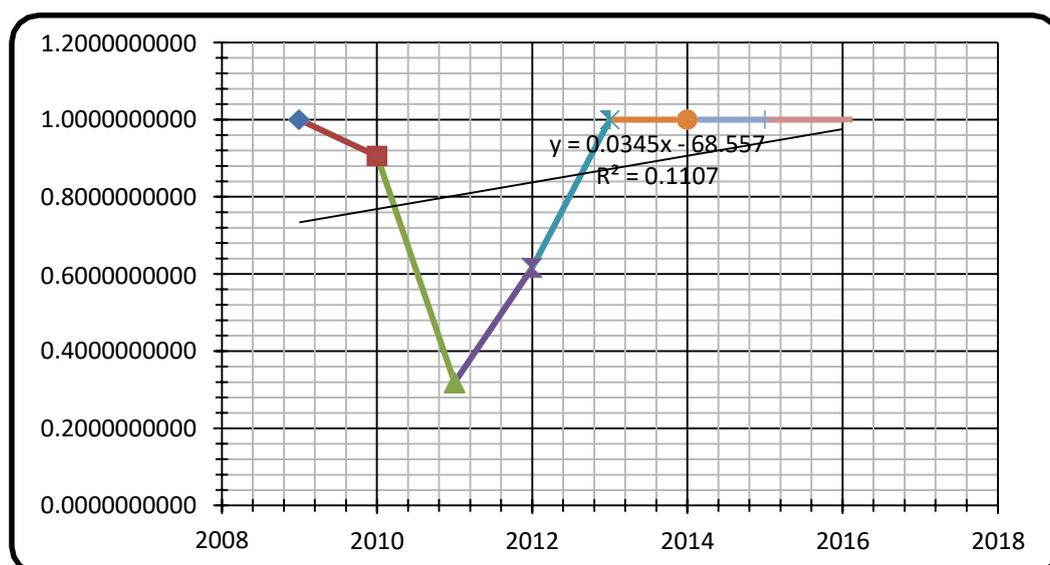
Tabla 19. Resultado de Razón de Retención - UNACEM S.A.A.

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.7039	0.6634	0.8107	0.7652	0.5898	0.7048	0.3443	0.7257

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 25)

En la Tabla 19, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa retuvo 70.39%; en el 2010, 66.34%; en el 2011, 81.07%; en el 2012, 76.52%; en el 2013, 58.98%; en el 2014, 70.48%; en el 2015, 34.43%; y en 2016, 72.57%.

También, en el Gráfico 20 se puede visualizar que, a pesar de tener una tendencia descendente, su porcentaje de retención fue muy elevado y se repartió entre 75% y 58%.por cada sol (S/. 1) de utilidad.



**Gráfico 21: Razón de Retención – Compañía Minera MILPO S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 20.**

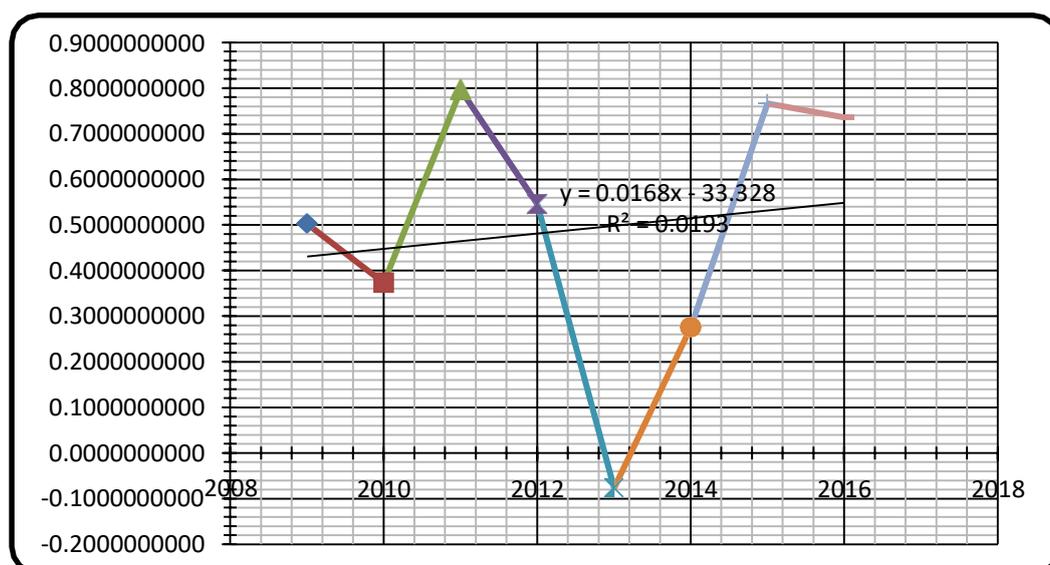
**Tabla 20. Resultado Razón de Retención–Compañía Minera MILPO S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.0000	0.9055	0.3195	0.6161	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 29)*

En la Tabla 20, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa retuvo el 100% de su utilidad; en el 2010 disminuye a 90.55%; el 2011 se produce un descenso notorio, llegando a 31.95%; en el 2012 sube a 61.61%; a partir del 2013 hasta el 2016 se retuvo el 100% de sus utilidades.

Por lo tanto, se puede inferir que la empresa tiene una tendencia ascendente y una política de retención alta, puesto que por cada sol (S/. 1) de utilidad retuvo entre 75% a 99%. (Ver Gráfico 21).



**Gráfico 22: Razón de Retención – Compañía Minera Poderosa S.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 21.**

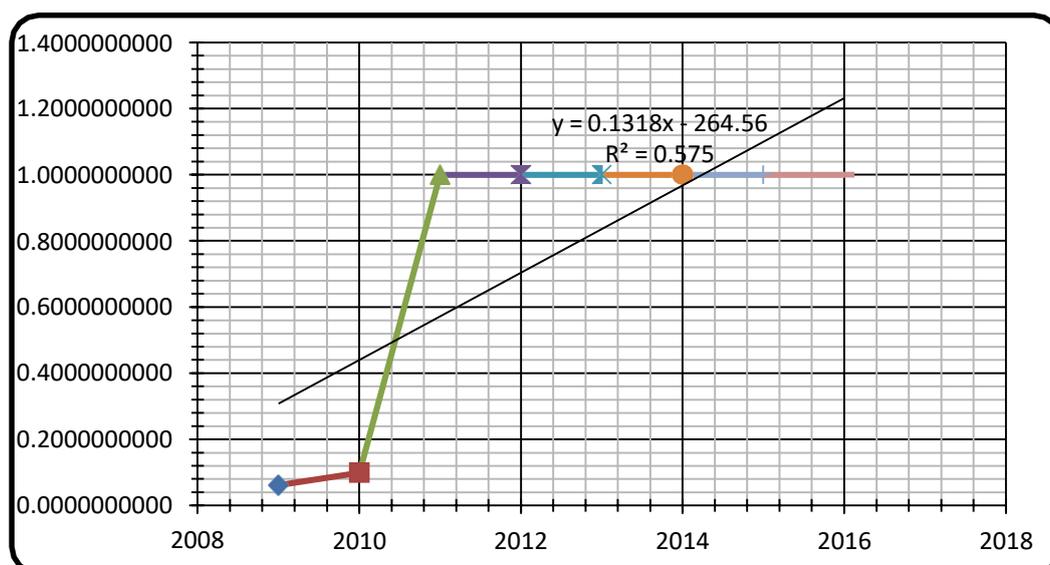
**Tabla 21. Resultados Razón de Retención – Compañía Minera Poderosa S.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.5025	0.3734	0.7966	0.5459	-0.0770	0.2749	0.7666	0.7359

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 33)

En la Tabla 21, se puede apreciar que, la empresa retuvo un 50.25% en el 2009; en el 2010, 37.34%; en el 2011, 79.66%; en el 2012, 54.59%; en el 2013, -7.70%, se advierte que en este año no se retuvo utilidades, por el contrario, se pagó por encima de sus utilidades del ejercicio con los resultados acumulados; en el 2014, 27.49%; en el 2015, 76.66% y en el 2016, 73.59%.

El Gráfico 22 también muestra una tendencia al alza, por lo que se llegó a la conclusión de que la empresa tiene una política de retención alta. por cada sol (S / .1) de utilidad disponible para los accionistas, se retuvo entre 44% y 55%.



**Gráfico 23: Razón de Retención – Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 22.

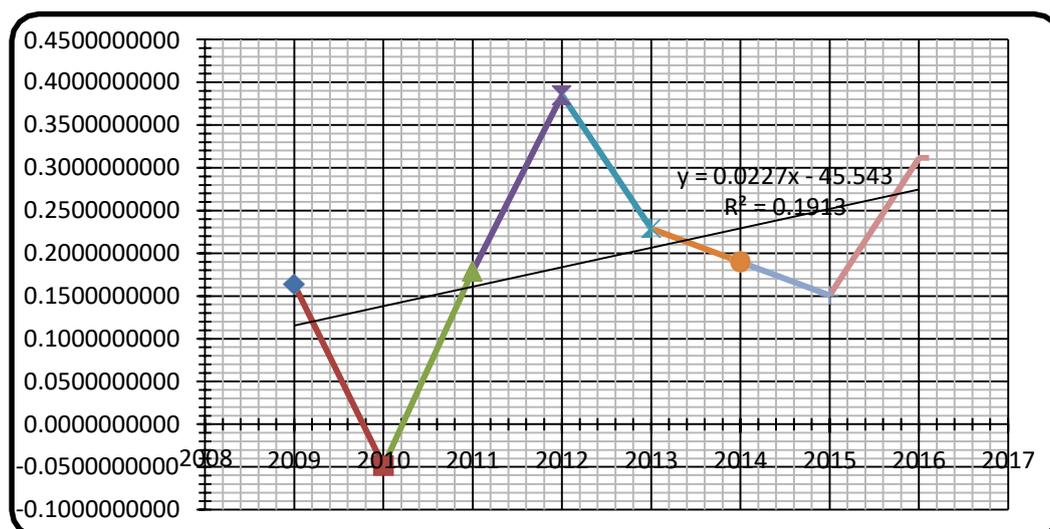
**Tabla 22. Resultado Razón de Retención – Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0614	0.0990	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 37)

En la Tabla 22, se puede apreciar que, en 2009 y 2010, la empresa retuvo solo el 6.14% y, el 9.90% de utilidad en ambos años; y de 2011 a 2016, se retuvo el 100% en cada año.

Además, el gráfico 23 muestra su tendencia, lo que indica que la empresa tiene una política de retención relativamente alta; por cada sol (S / .1) de utilidad disponible para los accionistas, se retuvo casi el 100%.



**Gráfico 24: Razón de Retención – ENEL Generación Perú S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 23.**

**Tabla 23. Resultado Razón de Retención – ENEL Generación Perú S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.1636	-0.0485	0.1788	0.3850	0.2290	0.1896	0.1508	0.3115

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 41)

En la Tabla 23, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa retuvo un 16.36%; en el 2010, -4.85%, en este año no se retuvo utilidades, al contrario, con los resultados acumulados se pagó por encima de sus utilidades del ejercicio; en el 2011, 17.88%; en el 2012 sube a 38.50%; en el 2013, 22.90%; en el 2014, 18.96%; en el 2015, 15.08%; y en el 2016 sube a un 31.15%.

Además, el gráfico 24 muestra su tendencia, con lo cual se puede concluir que la empresa tuvo predisposición a retener utilidades disponibles, por cada solo (S / .1) de utilidad, retuvo entre el 12% y el 27%. lo que indica que los porcentajes de retención no son altos.

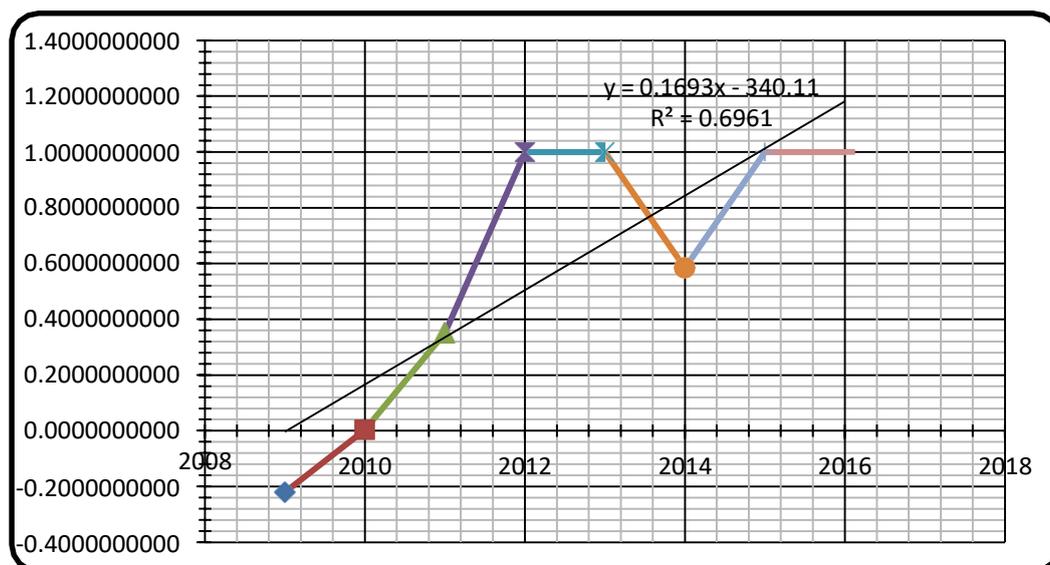


Gráfico 25: Razón de Retención – Telefónica del Perú S.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 24.

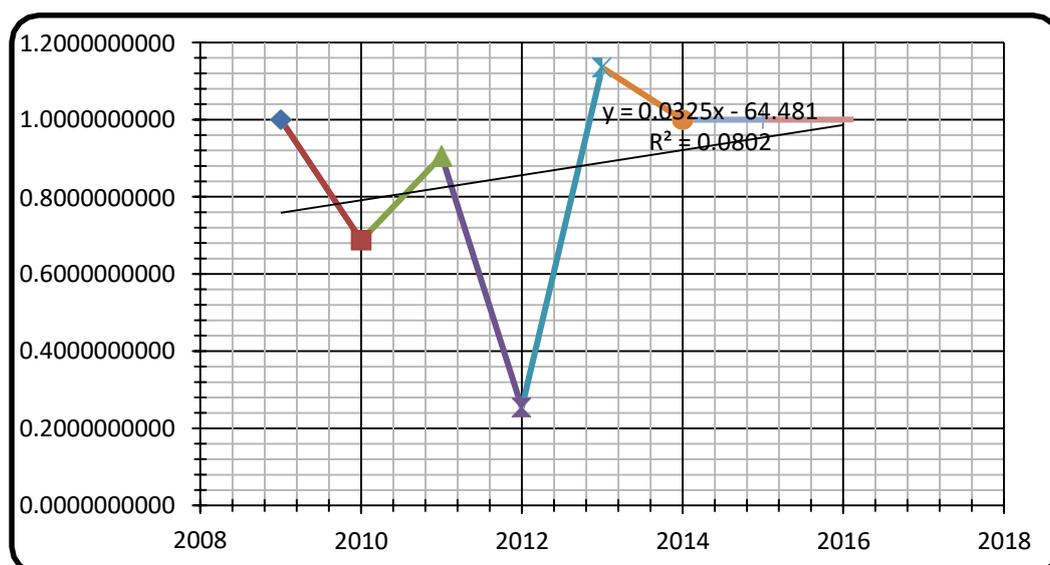
Tabla 24. Resultado Razón de Retención – Telefónica del Perú S.A.A.

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
-0.2197	0.0033	0.3512	1.0000	1.0000	0.5842	1.0000	1.0000

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 45)

En la Tabla 24, se puede apreciar que el resultado de retención en el 2009, fue -21.97%, es decir, la empresa no retuvo utilidades, por el contrario, pagó por encima de sus utilidades con sus reservas acumuladas; en el 2010, su retención fue de 0.33%; en el 2011 retuvo 35.12%; en el 2012 y 2013 se retuvo el 100%; en el 2014 se retuvo 58.42% y en el 2015 y 2016 se retuvo el 100%.

Se puede concluir que, la empresa tiene una tendencia ascendente; por cada sol (S / 1) de utilidad disponible para los accionistas, se ha retenido entre el 0,00% y el 119%, por lo que se considera que los porcentajes de retención son altos. (Ver Gráfico 25).



**Gráfico 26: Razón de Retención – Refinería La Pampilla S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 25.**

**Tabla 25. Resultado Razón de Retención – Refinería La Pampilla S.A.A.**

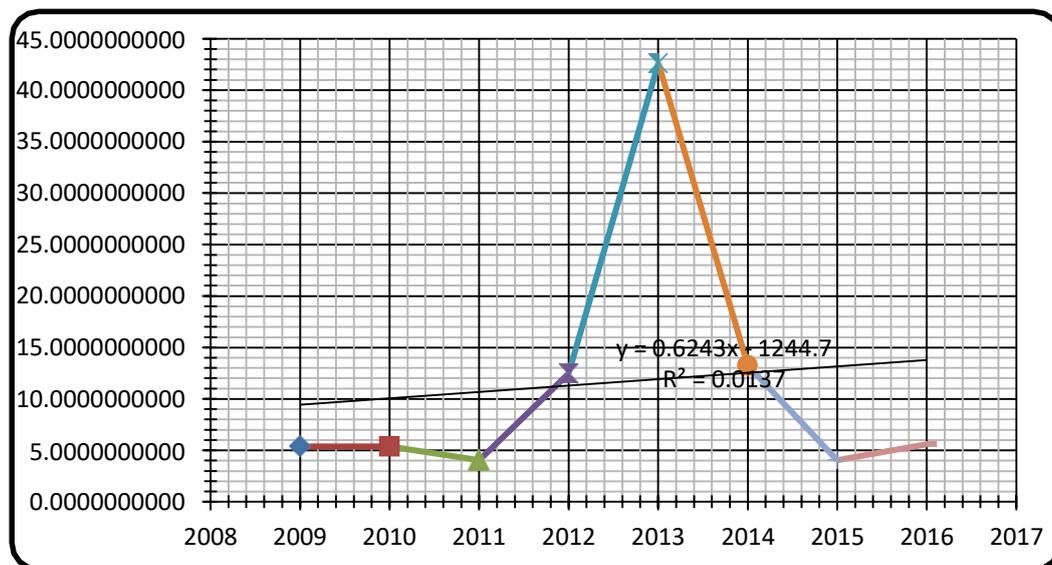
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.0000	0.6874	0.9054	0.2536	1.1350	1.0000	1.0000	1.0000

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón de retención se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 49)

En la Tabla 25, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa retuvo el 100% de sus utilidades; en el 2010, bajó a un 68.74%; en el 2011, 90.54%; en el 2012, 25.36%; en el 2013, sube a 113.50% y a partir del 2014 hasta el 2016 se retuvo el 100% de sus utilidades.

Su tendencia va en aumento, lo que indica que la empresa tiene una política de retención de utilidades muy alta, que se retuvo en promedio entre 78% y 100% por cada sol (S / .1) de utilidades disponible para los accionistas. (Ver Gráfico 26).

### 4.1.3 Resultado de la Razón Precio-Utilidad (P-U)



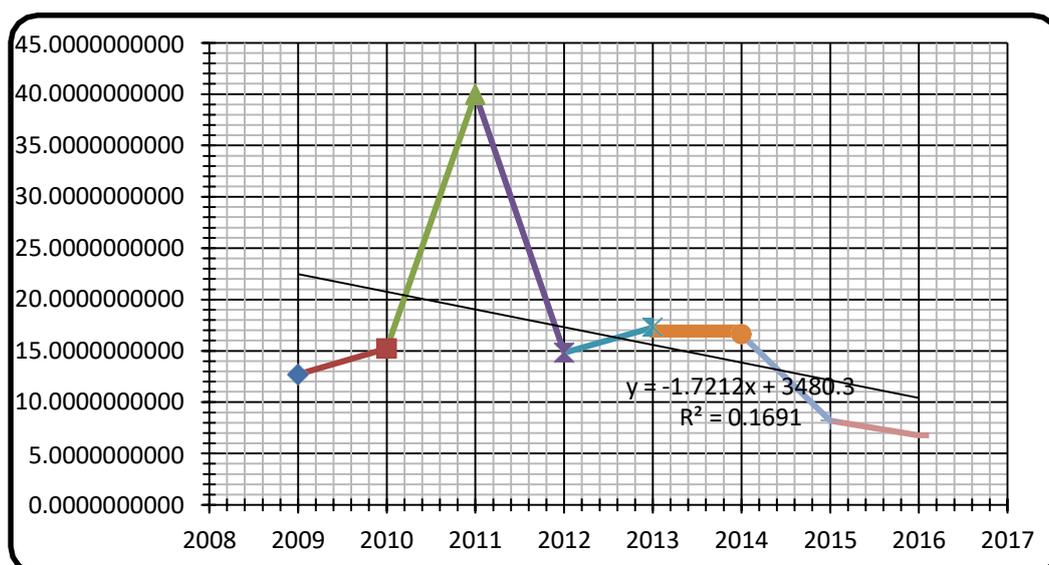
**Gráfico 27: Razón P-U - Casa Grande S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 26.**

**Tabla 26. Resultado Razón P-U - Casa Grande S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
5.3946	5.4049	4.0704	12.4695	42.6455	13.2763	4.0465	5.6000

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 5)

En la Tabla 26, se puede ver que los accionistas esperaban el crecimiento de las utilidades netas de la empresa, tanto es así que sus mayores expectativas se reflejaron en el 2013, cuando, por cada sol (S/. 1) de utilidad, el precio de la acción habría crecido 42.64 veces. (Ver Gráfico 27).



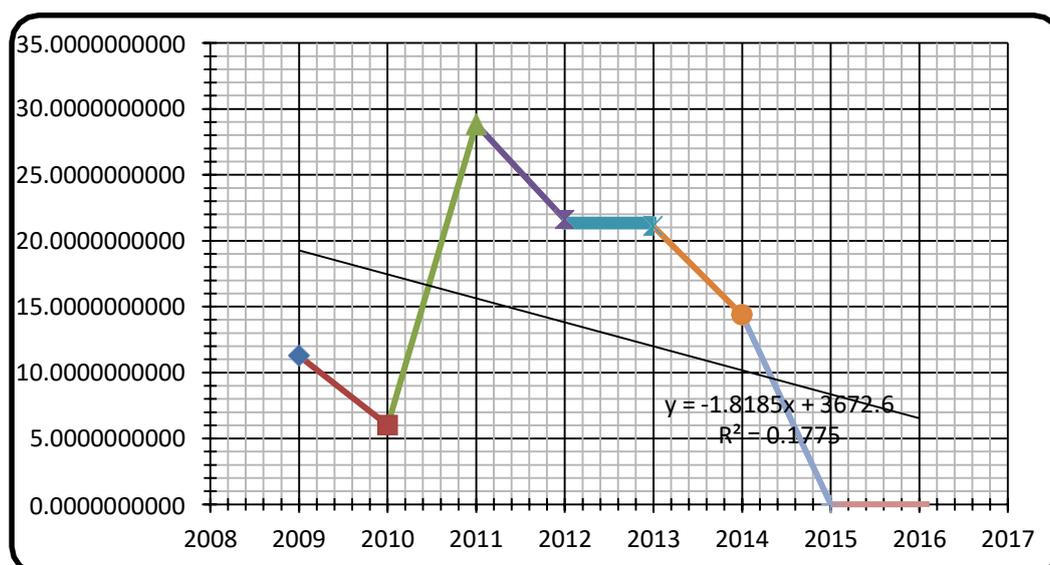
**Gráfico 28: Razón P-U - FERREYCORP S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 27.**

**Tabla 27. Resultado Razón P-U - FERREYCORP S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
12.6923	15.2264	40.0000	14.8251	17.2641	16.5957	8.1818	6.7521

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 9)

En la Tabla 27, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, su mayor expectativa fue en el 2011, cuando, por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 40 veces. (Ver Gráfico 28).



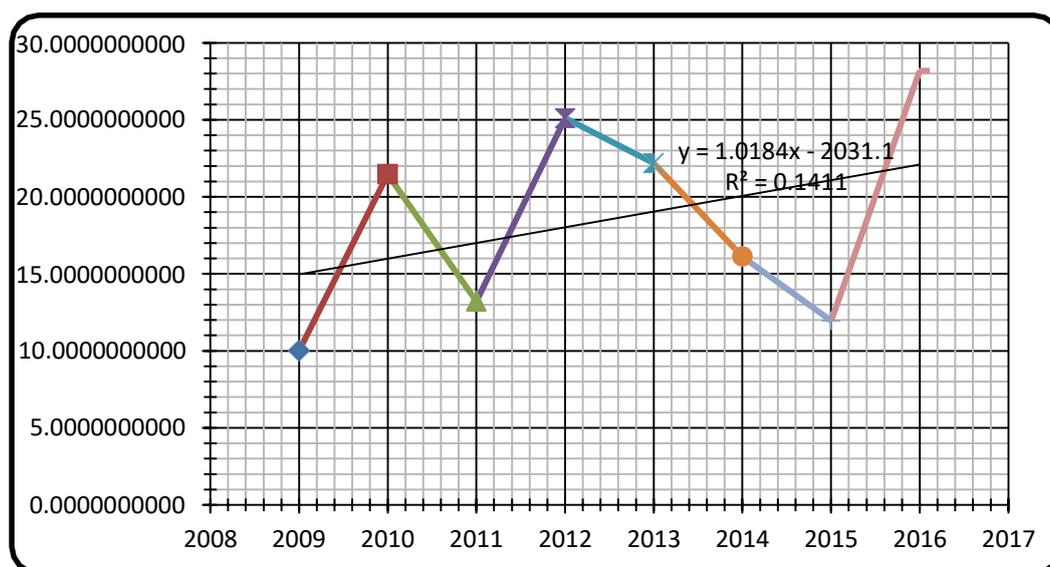
**Gráfico 29: Razón P-U - Graña y Montero S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 28.**

**Tabla 28. Resultado Razón P-U - Graña y Montero S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
11.2547	6.0040	28.8392	21.6035	21.1028	14.3564	0.0000	0.0000

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 13)*

En la Tabla 28, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, su mayor expectativa fue en el 2011, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 28.83 veces. (Ver Gráfico 29).



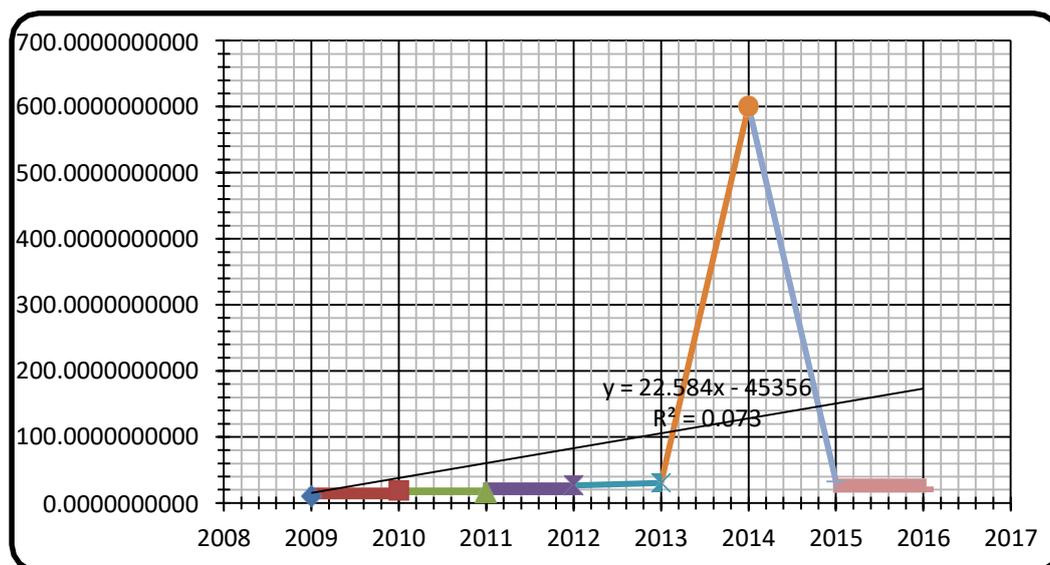
**Gráfico 30: Razón P-U- Cementos Pacasmayo S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 29.**

**Tabla 29. Resultado Razon P-U Cementos Pacasmayo S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
10.0000	21.4571	13.2051	25.1153	22.1851	16.1212	11.9487	28.1818

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 17)*

En la Tabla 29, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, su mayor expectativa fue en el 2016, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta el precio de la acción habría crecido 28.18 veces. (Ver Gráfico 30).



**Gráfico 31: Razón P-U - ALICORP S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 30.**

**Tabla 30. Resultados P-U - ALICORP S.A.A**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
10.0812	18.8351	16.6951	26.8211	30.5369	600.8333	32.5000	20.4519

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 21)

En la Tabla 30, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, su mayor expectativa fue en el 2014, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 600.83 veces. (Ver Gráfico 31).

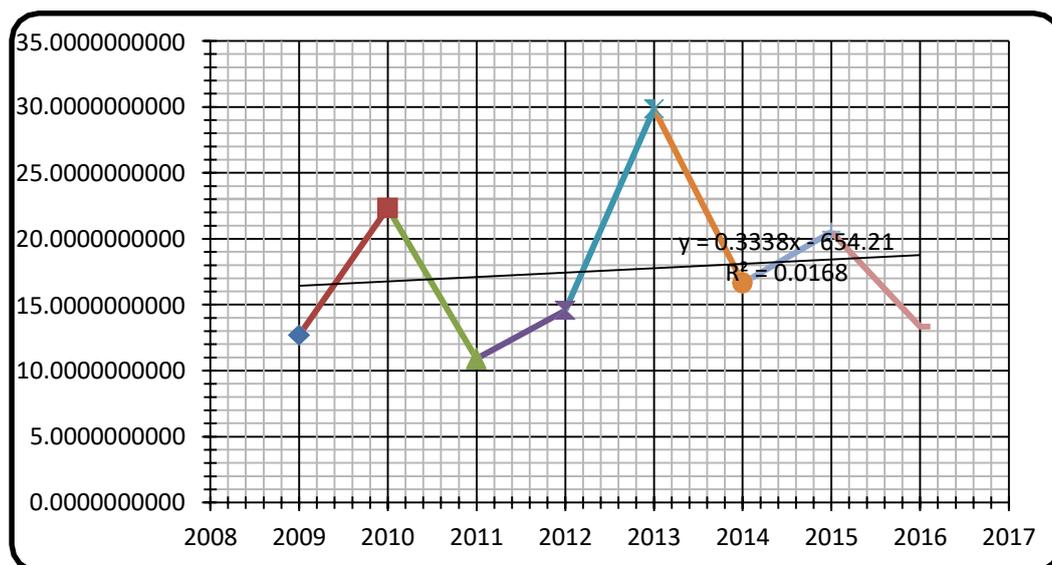


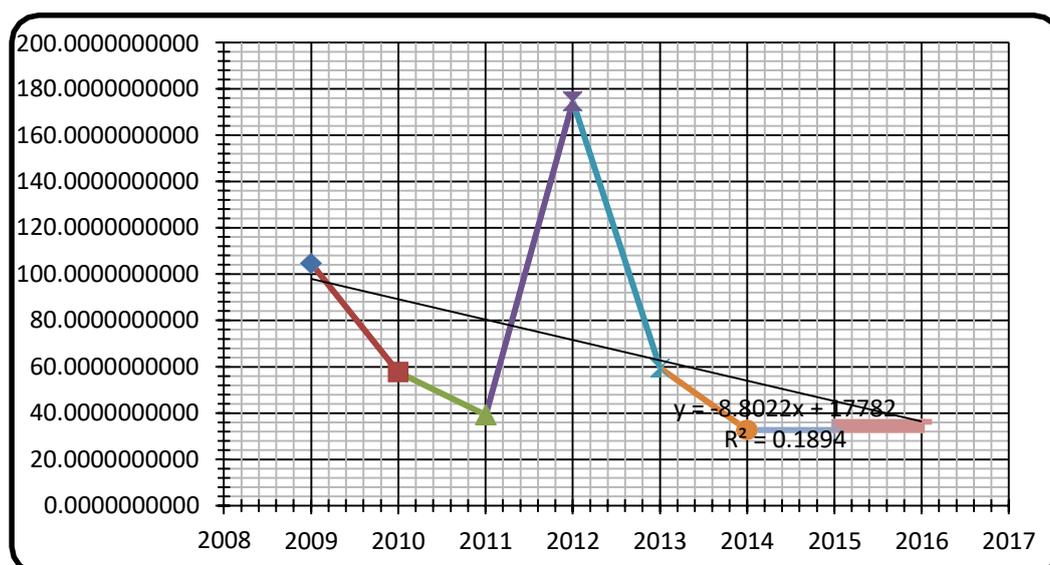
Gráfico 32: Razón P-U - UNACEM S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 31.

Tabla 31. **Resultado P-U - UNACEM S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
12.6648	22.3317	10.9090	14.5662	29.8387	16.6477	20.5063	13.3333

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 25).

En la Tabla 31, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, su mayor expectativa fue en el 2013, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 29.83 veces. (Ver Gráfico 32).



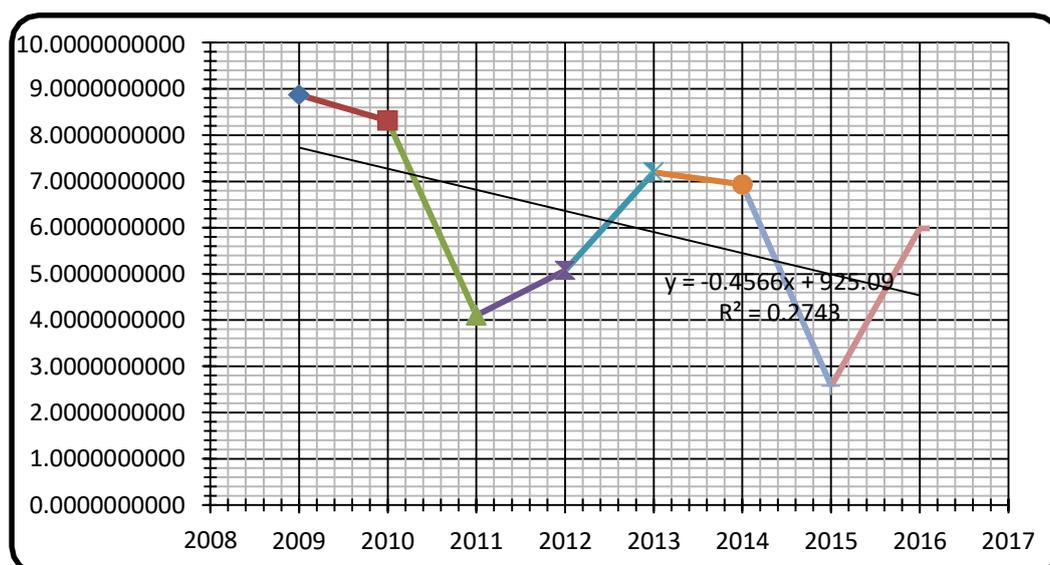
**Gráfico 33: Razón P-U - Compañía Minera MILPO S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 32.**

**Tabla 32. Resultado Razón P-U - Compañía Minera MILPO S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
104.7222	57.7343	39.2500	174.4444	59.4444	32.7027	32.7450	36.1797

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 29)

En la Tabla 32, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, su mayor expectativa fue en el 2009 y 2012, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 104.72 veces, y 174.44 veces respectivamente. (Ver Gráfico 33).



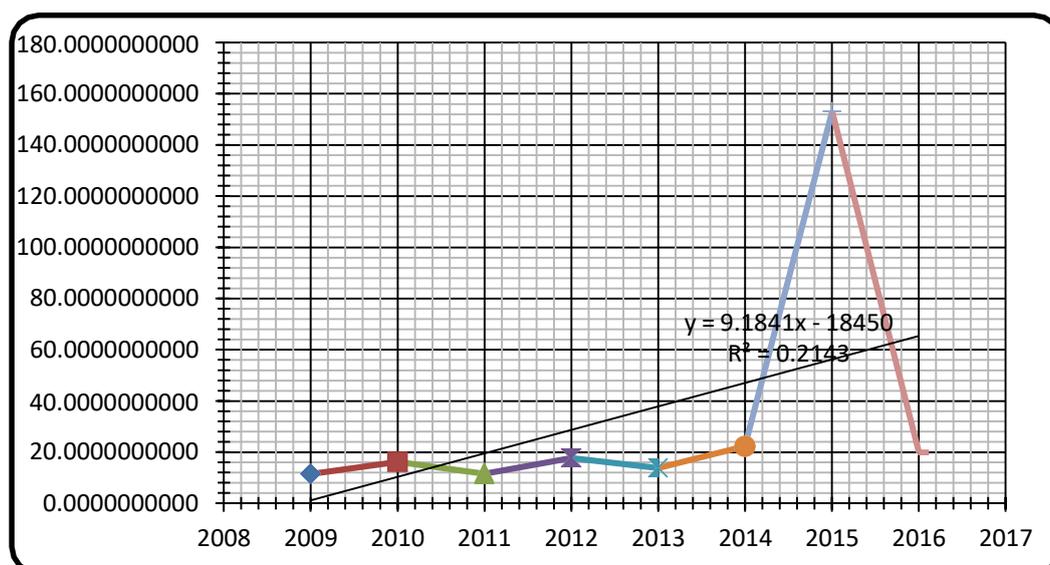
**Gráfico 34: Razón P-U - Compañía Minera Poderosa S.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 33.**

**Tabla 33. Resultado Razón P-U - Compañía Minera Poderosa S.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
8.8723	8.3177	4.1063	5.0734	7.1942	6.9310	2.5797	5.9778

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 33).

En la Tabla 33, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, en todos los años; se ve que su mayor expectativa fue en el 2009, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 8.87 veces. (Ver Gráfico 34).



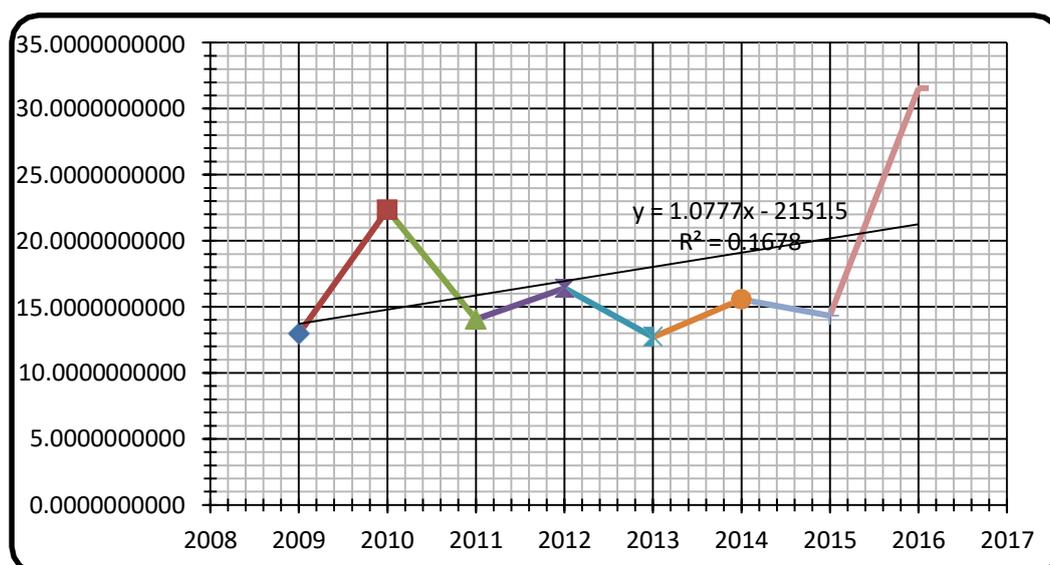
**Gráfico 35: Razón P-U - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 34.**

**Tabla 34. Resultado Razón P-U - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
11.4356	16.2392	11.6390	17.7470	13.7828	22.3425	153.1578	19.8254

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 37)

En la Tabla 34, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, en todos los años; se ve que su mayor expectativa fue en el 2015, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 153.15 veces. (Ver Gráfico 35).



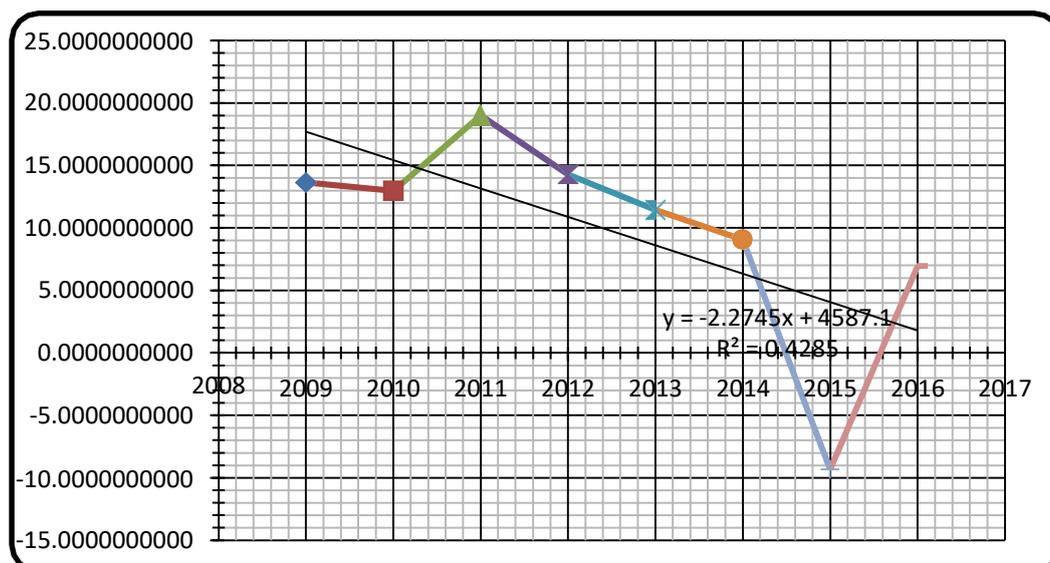
**Gráfico 36: Razón P-U - ENEL Generación Perú S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 35.**

**Tabla 35. Resultado Razón P-U - ENEL Generación Perú S.A.A**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
12.9755	22.3656	14.0800	16.4179	12.7225	15.5652	14.3315	31.5384

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 41)

En la Tabla 35, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, en todos los años; se ve que su mayor expectativa fue en el 2016, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 31.53 veces. (Ver Gráfico 36).



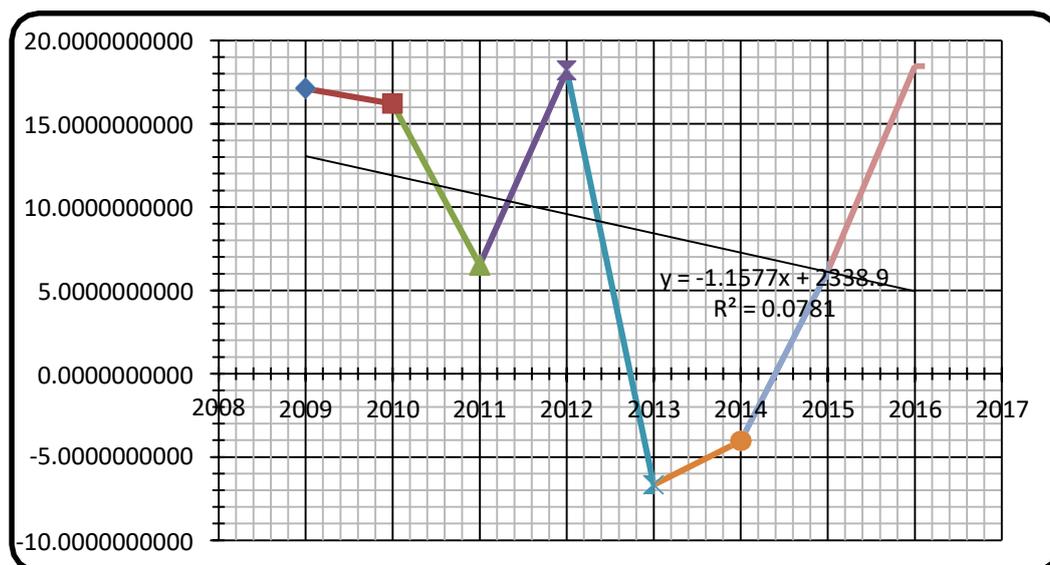
**Gráfico 37: Razón P-U - Telefónica del Perú S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 36.**

**Tabla 36. Resultado Razón P-U - Telefónica del Perú S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
13.6521	12.9691	19.0151	14.2857	11.4344	9.0592	-9.3288	6.9597

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 45)

En la Tabla 36, se puede apreciar que los accionistas habrían tenido una gran expectativa del crecimiento de la utilidad neta de la empresa, en todos los años, excepto en el 2015 en el que su crecimiento fue negativo, y esta fue de -9.05 veces. Comparativamente, se tuvo mayor expectativa en el 2011, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta el precio de la acción habría crecido 19.01 veces. (Ver Gráfico 37).



**Gráfico 38: Razón P-U - Refinería La Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 37.**

**Tabla 37. Resultado Razón P-U - Refinería La Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
17.1093	16.2135	6.5441	18.1818	-6.6667	-4.0384	6.1904	18.4615

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad (P-U) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 49)*

En la Tabla 37, se puede apreciar que los accionistas esperaban un gran crecimiento en la utilidad neta de la empresa, en los años 2009, 2010, 2011, 2012, 2015, y 2016; mientras que en los años 2013 y 2014 no se habría generado ninguna expectativa, por el contrario, estas fueron negativas: de -6.66 y -4.03 veces. Comparativamente, su mayor expectativa fue en el 2016, cuando por cada (S/. 1) de utilidad neta, el precio de la acción habría crecido 18.46 veces. (Ver Gráfico 38).

#### 4.1.4 Resultado del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario

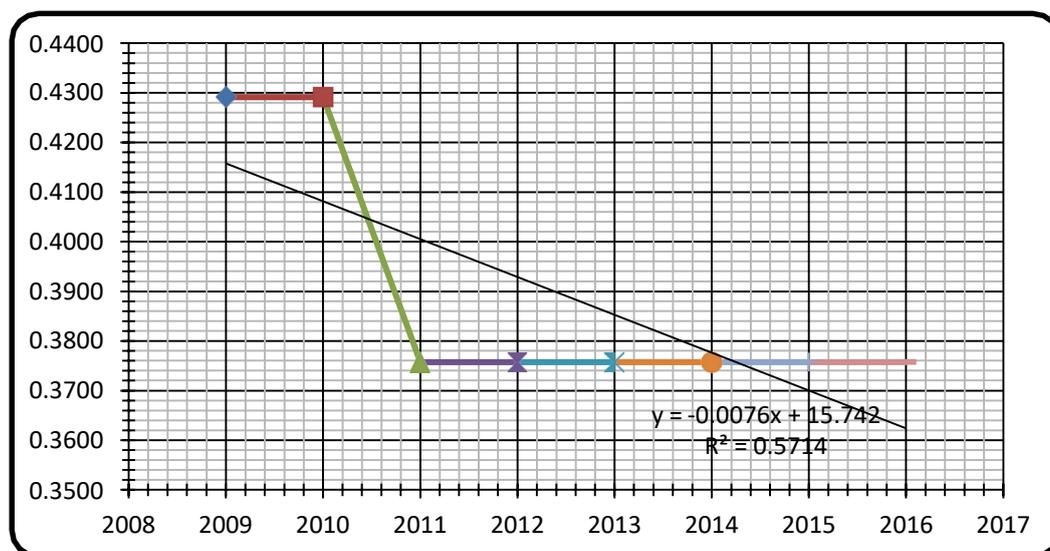


Gráfico 39: Porcentaje de Participación accionista minoritario-Casa Grande S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 38.

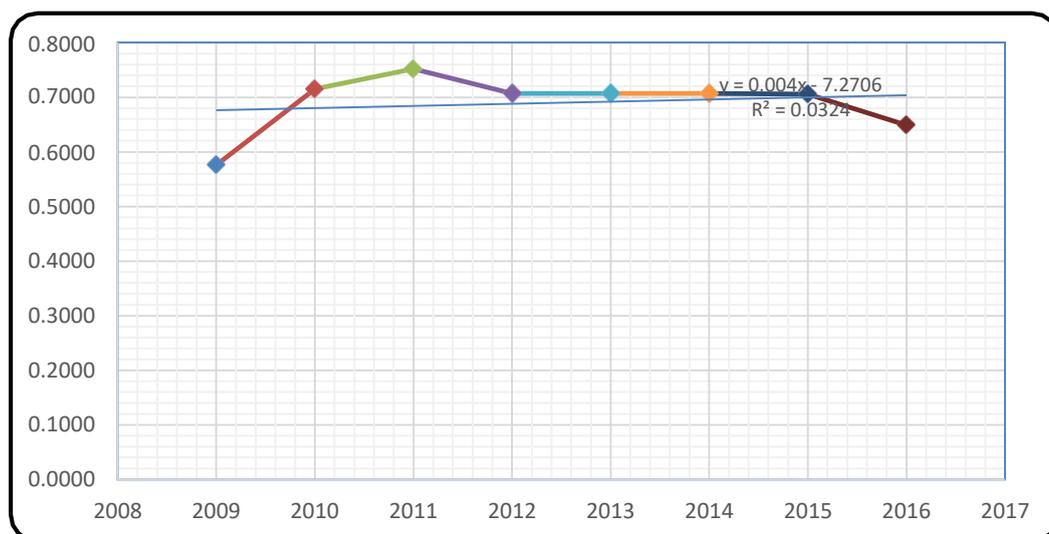
Tabla 38. Resultado Porcentaje de participación del accionista minoritario-Casa Grande S.A.A.

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.4291	0.4291	0.3757	0.3757	0.3757	0.3757	0.3757	0.3757

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 5)

La Tabla 38, se puede apreciar que, en 2009 y 2010, la participación de capital del accionista minoritario fue de 42.91%. y durante los siguientes seis años, de 2011 a 2016, su participación fue del 37.57% anual y; Comparando con los dos primeros años, se observa que disminuyo.

Además, el gráfico 39 muestra que su indicador tiene una tendencia negativa, que va del 41,6% al 36,2% de participación en el Capital de la empresa, es evidente que los accionistas minoritarios no han participado en la toma de decisiones.



**Gráfico 40: Porcentaje de Participación del accionista minoritario-FERREYCORP S.A.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 39.

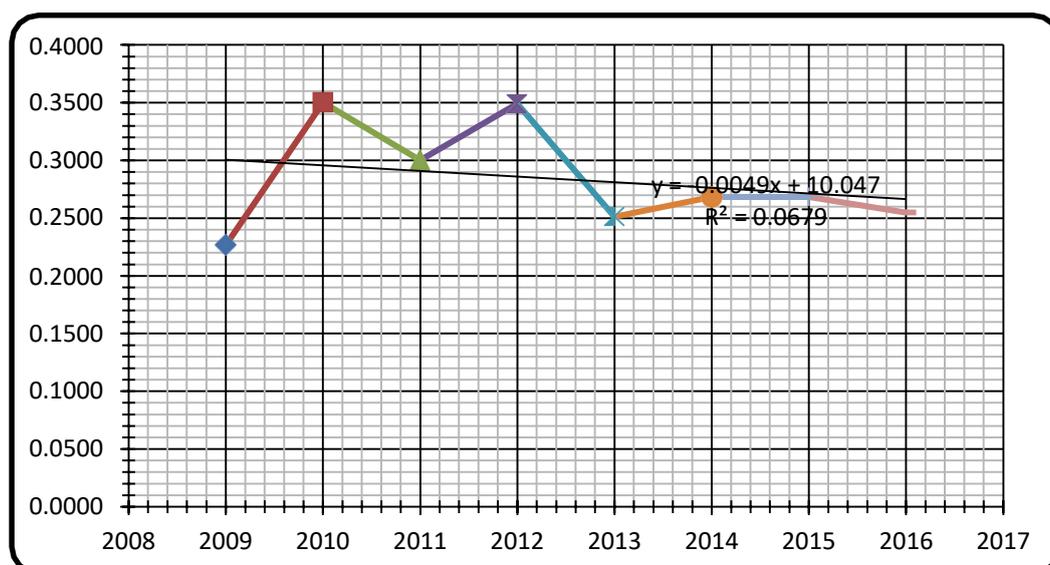
**Tabla 39. Resultado Porcentaje de participación del accionista minoritario-FERREYCORP S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.5758	0.7152	0.7520	0.7071	0.7071	0.7071	0.7057	0.6493

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 9)

En la Tabla 39, se puede apreciar que, en 2009, su participación de los accionistas minoritarios fue de 57.58%; en 2010, 71.52%; en 2011, 75.20%; en 2012, 2013 y 2014, fue 70.71% cada año; en 2015 fue del 70,57%; y en 2016, el 64,93%.

Además, la participación de los accionistas minoritarios aumentó ligeramente del 68% al 70%. En este sentido, es cierto que, con este porcentaje, la participación de los accionistas minoritarios es aparentemente mayor, se diría que son los que controlan la empresa, pero no así, ya que el 42.42% del capital corresponde a 6 accionistas jurídicos. Cada uno de ellos con más del 5%; mientras que del 57.58%; el 35,66% tiene una participación inferior al 5%, que corresponde a 12 accionistas; y el 21,92% corresponde a 1.420 accionistas con menos del 1%; está claro que los accionistas minoritarios no han tenido ni control ni capacidad de toma de decisiones. (Ver Gráfico 40).



**Gráfico 41: Porcentaje de Participación del accionista minoritario -Graña y Montero S.A.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 40.

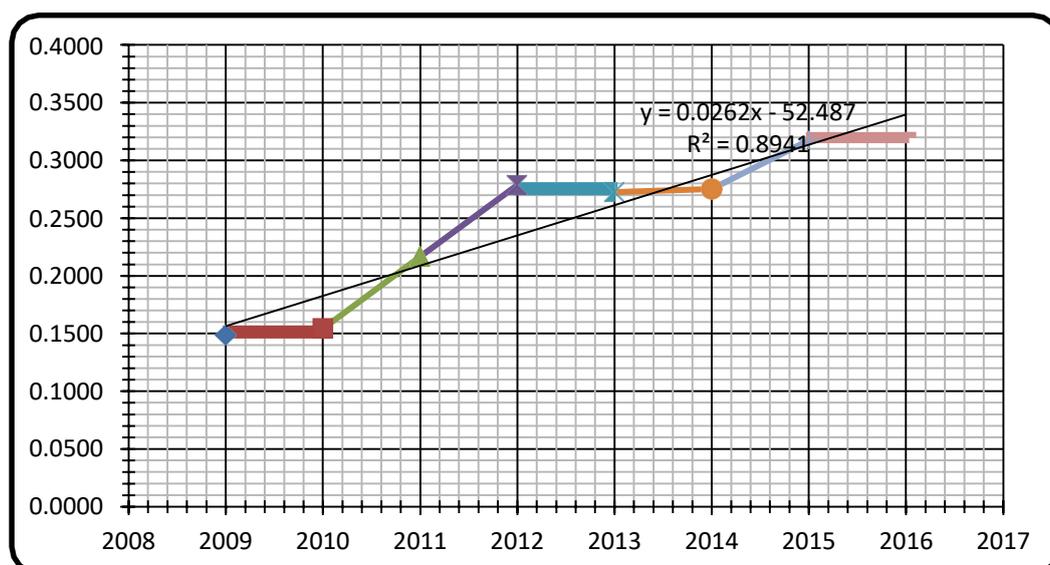
**Tabla 40. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario-Graña y Montero S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2269	0.3502	0.3001	0.3492	0.2513	0.2683	0.2683	0.2548

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 13)

En la tabla 40, se puede apreciar que, en 2009, su participación en la empresa fue de 22,69%; 2010, 35.02%; el 2011 fue 30.01; 2012 fue de 34,92%; en 2013 fue de 25,13%; 2014, 26.83%; 2015, de 26.83% y 2016, de 25.48%, siendo su participación casi homogénea.

Como muestra el Gráfico 41, hay una tendencia ligeramente negativa, que va del 30% al 27% de participación de los accionistas minoritarios. Entonces se puede decir que los accionistas minoritarios no han tenido capacidad de controlar y decidir.



**Gráfico 42: Porcentaje de Participación del accionista minoritario - Cementos Pacasmayo S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 41.**

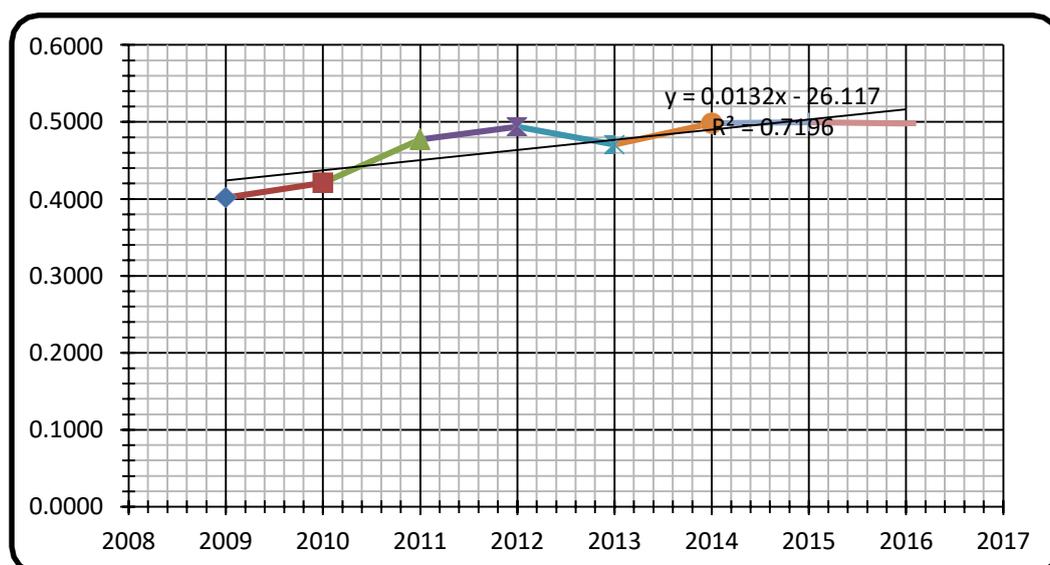
**Tabla 41. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario -Cementos Pacasmayo S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.1484	0.1544	0.2166	0.2785	0.2724	0.2752	0.3175	0.3221

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 17)

En la Tabla 41, se puede apreciar que, la participación de los accionistas minoritarios en la empresa fue en el 2009 de 14.84%; el 2010, de 15.44%; el 2011, de 21.66%; el 2012, de 27.85%; el 2013, de 27.24%; el 2014, de 27.52%; el 2015, de 31.75%; y el 2016 subió a 32.21%.

Además, se puede observar que su indicador muestra una tendencia al alza, que va del 16% al 34% de la participación del accionista minoritario. por lo tanto, se puede enfatizar que está claro que los accionistas minoritarios no han tenido la capacidad de controlar y decidir. (Ver Gráfico 42).



**Gráfico 43: Porcentaje de Participación del accionista minoritario ALICORP S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 42.**

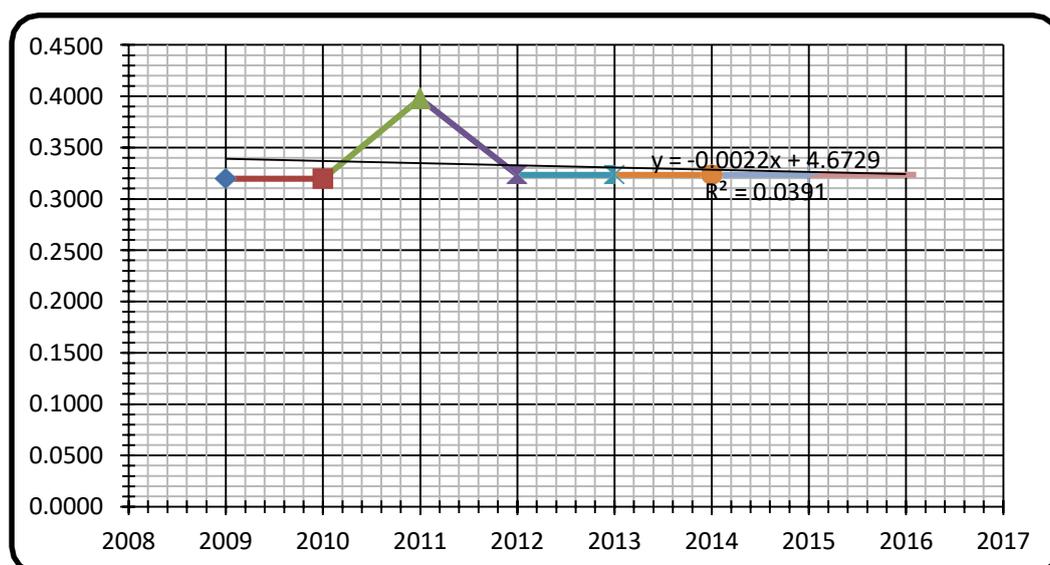
**Tabla 42. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario ALICORP S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.4015	0.4209	0.4770	0.4938	0.4705	0.4984	0.4997	0.4979

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 21)

En la Tabla 42, se puede apreciar la parte del capital con el que los accionistas habrían participado en la empresa; en 2009, con un 40,15%; en 2010, con 42,09%; en 2011, con 47,70%; en 2012, con un 49,38%; en 2013, con 47,05%; en 2014, con un 49,84%; en 2015, con un 49,97% y en 2016, con un 49,79%.

El Gráfico 43 muestra que su indicador tiene una ligera tendencia al alza, que va del 42% al 52% de la participación accionaria del accionista minoritario. por lo tanto, se puede enfatizar que está claro que las acciones de capital de los accionistas minoritarios no han superado el 50% y, tampoco han tenido poder de control ni de decisión.



**Gráfico 44: Participación de accionista minoritario -UNACEM S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 43.**

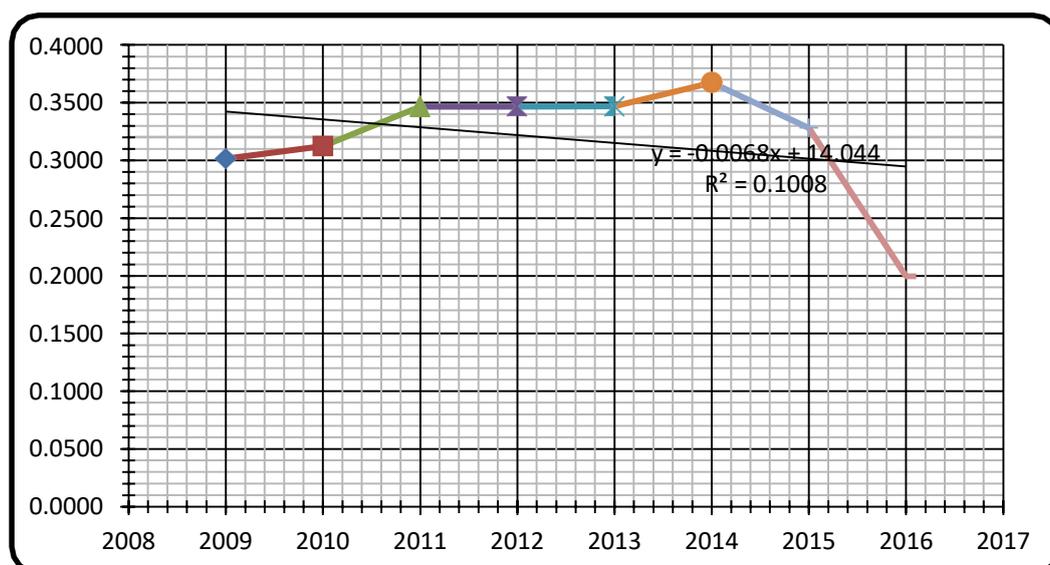
**Tabla 43. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario -UNACEM S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.3197	0.3197	0.3976	0.3232	0.3232	0.3232	0.3232	0.3232

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 25)*

En la Tabla 43, se puede apreciar que, en 2009 y 2010, la participación accionaria de los accionistas minoritarios fue del 31,97% anual; en 2011, 39.76%; y durante los siguientes cinco años, de 2012 a 2016, sus participaciones se mantuvieron estables en 32.32%.

Además, el Gráfico 44 muestra una ligera tendencia a la baja, que va del 34% al 32% de la participación de capital del accionista minoritario; por lo tanto, se puede deducir de los resultados presentados que, los accionistas minoritarios no han tenido poder de control ni de decisión.



**Gráfico 45: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Compañía Minera MILPO S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje Y se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 44.**

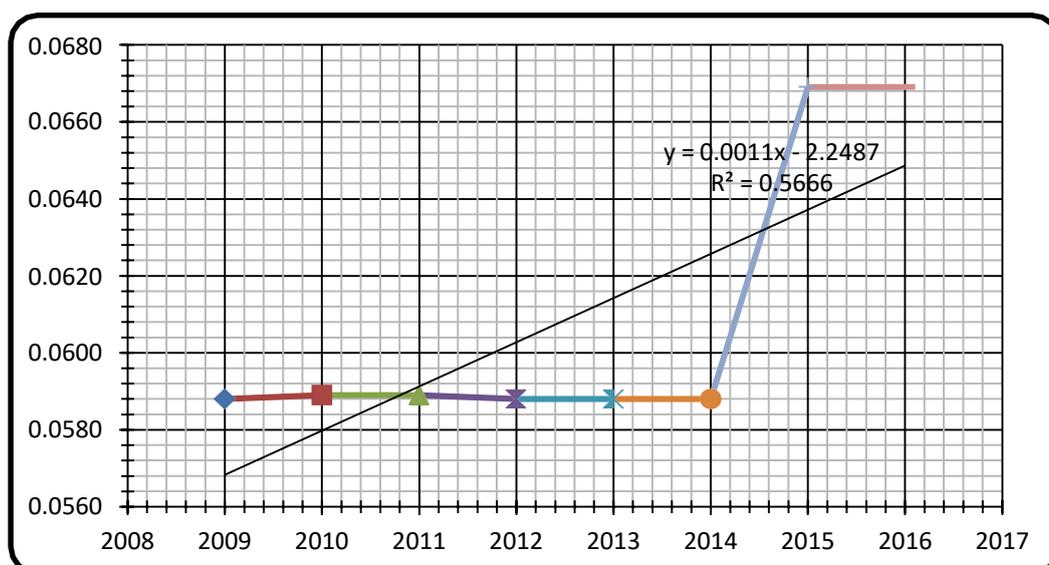
**Tabla 44. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario Compañía Minera MILPO S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.3014	0.3123	0.3465	0.3467	0.3469	0.3673	0.3280	0.1994

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 29)*

En la tabla 44, se puede apreciar que, en 2009, los accionistas minoritarios están involucrados con una participación del 30,14%; en 2010 con 31,23%; en 2011 con el 34,65%; en 2012 con el 34,67%; en 2013 con 34,69%; en 2014 con 36.73%; en 2015 con 32,80% y en 2016 cayó a 19,94%.

El Gráfico 45 muestra una tendencia a la baja del 34% al 29% de la participación accionaria con la que el accionista minoritario habría estado involucrado. por lo tanto, se puede indicar, sobre la base de los resultados presentados, que los accionistas minoritarios no han tenido poder de control ni de decisión.



**Gráfico 46: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Compañía Minera Poderosa S.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 45.

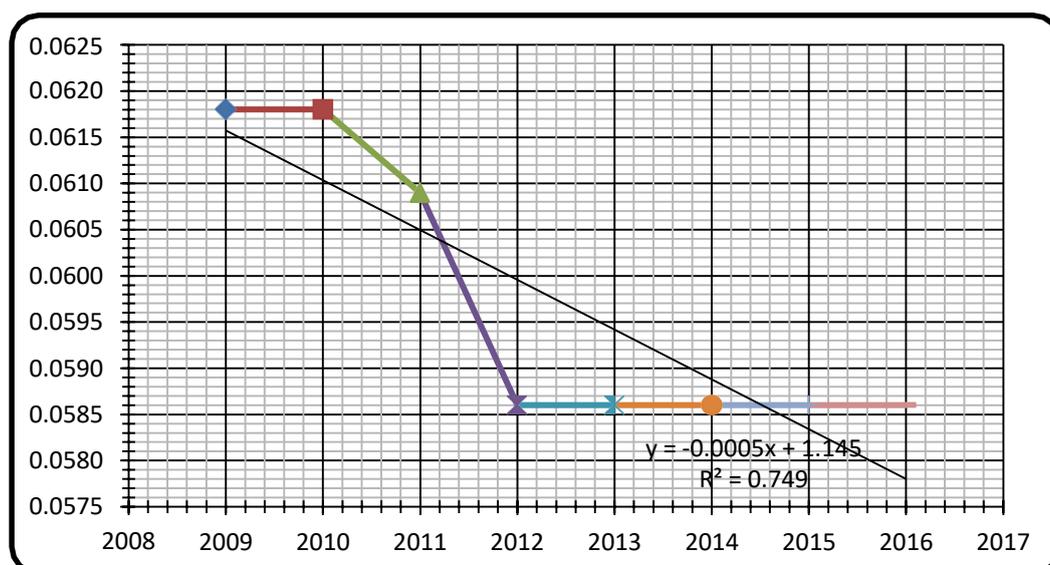
**Tabla 45. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario Compañía Minera Poderosa S.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0588	0.0589	0.0589	0.0588	0.0588	0.0588	0.0669	0.0669

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 33)

En la tabla 45, se puede apreciar, el porcentaje de participación de capital anual de los accionistas. Así, en 2009, con el 5,88%; en 2010 y 2011, con un 5,89% anual; en los años 2012, 2013 y 2014 con un 5,88% anual; En 2015 y 2016, con un 6,69% anual.

También se muestra que tiene una ligera tendencia al alza, que va del 5,64% al 6,44%, y que la participación de los accionistas minoritarios es inferior al 10%. Obviamente, con esta participación, ellos no han tenido capacidad de control ni de decisión.



**Gráfico 47: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 46.**

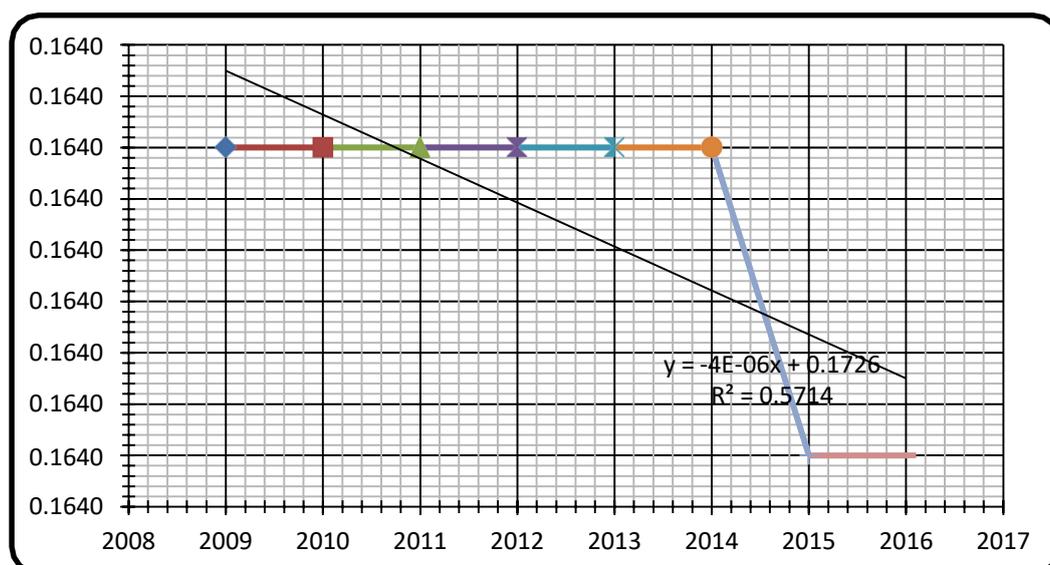
**Tabla 46. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0618	0.0618	0.0609	0.0586	0.0586	0.0586	0.0586	0.0586

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 37)*

En la Tabla 46, se puede apreciar con qué porcentaje de capital habrían participado los accionistas; así vemos que en el 2009 y 2010, con 6.18% por año; en el 2011, con 6.09%; en los siguientes cinco años, 2012, 2013, 2014, 2015, y 2016, con 5.86% por año.

También, se puede apreciar que su indicador tiene una tendencia descendente, que va entre 6.16% a un 5.78%, con lo cual se puede afirmar que los accionistas minoritarios tienen menos de un 10% de participación de capital, en consecuencia, no han tenido capacidad de control ni de decisión.



**Gráfico 48: Porcentaje de Participación del accionista minoritario ENEL Generación Perú S.A.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 47.

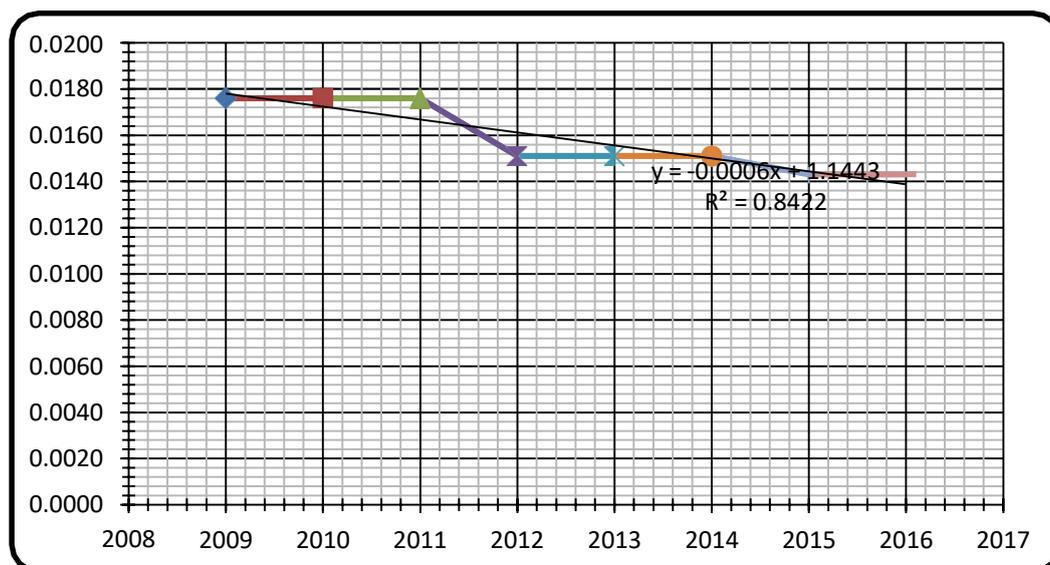
**Tabla 47. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario ENEL Generación Perú S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.1640	0.1640	0.1640	0.1640	0.1640	0.1640	0.1640	0.1640

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 41)

En la Tabla 47, se puede apreciar que, durante los ocho años, del 2009 al 2016, su participación fue invariable, de 16.40%.

Basados en los resultados, se puede señalar que los accionistas minoritarios manifiestamente, no han tenido capacidad de decisión.



**Gráfico 49: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Telefónica del Perú S.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 48.

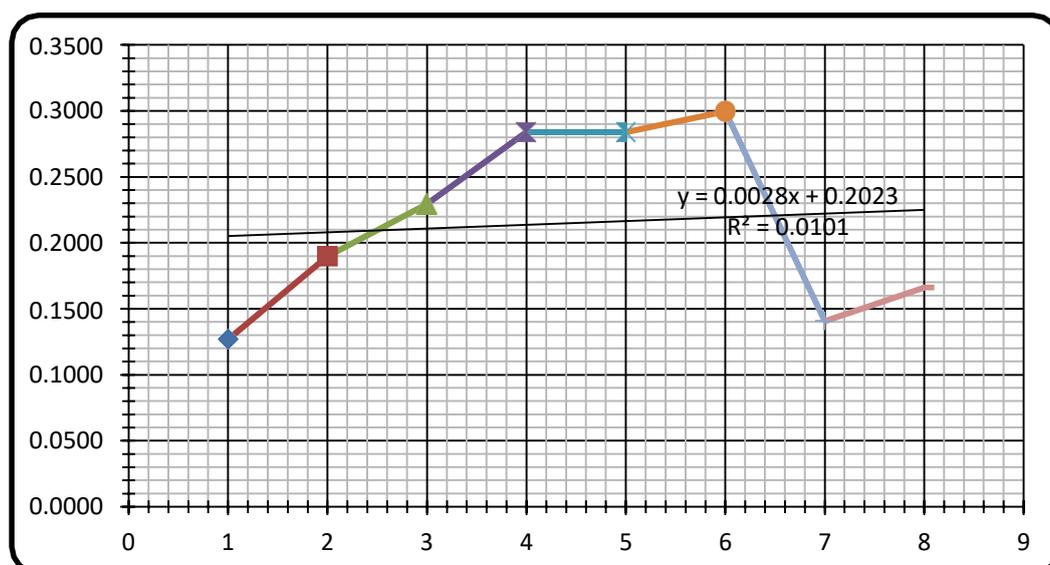
**Tabla 48. Resultado del Porcentaje de participación del accionista minoritario Telefónica del Perú S.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0176	0.0176	0.0176	0.0151	0.0151	0.0151	0.0143	0.0143

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 45)

En la Tabla 48, se puede apreciar que, los accionistas habrían participado en la empresa; del 2009 al 2011, con 1.76% por año; en los años 2012, 2013, y 2014 con 1,51% por año; y en el 2015, y 2016, con 1.43% por año.

Claramente es una tendencia a la baja del 1.18% al 1.14%, con una participación mínima que, afirma que los accionistas minoritarios no han tenido capacidad de control ni de decisión. (Ver Gráfico 49).



**Gráfico 50: Porcentaje de Participación del accionista minoritario Refinería La Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 49.**

**Tabla 49. Resultado de Porcentaje de participación del accionista minoritario Refinería La Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.**

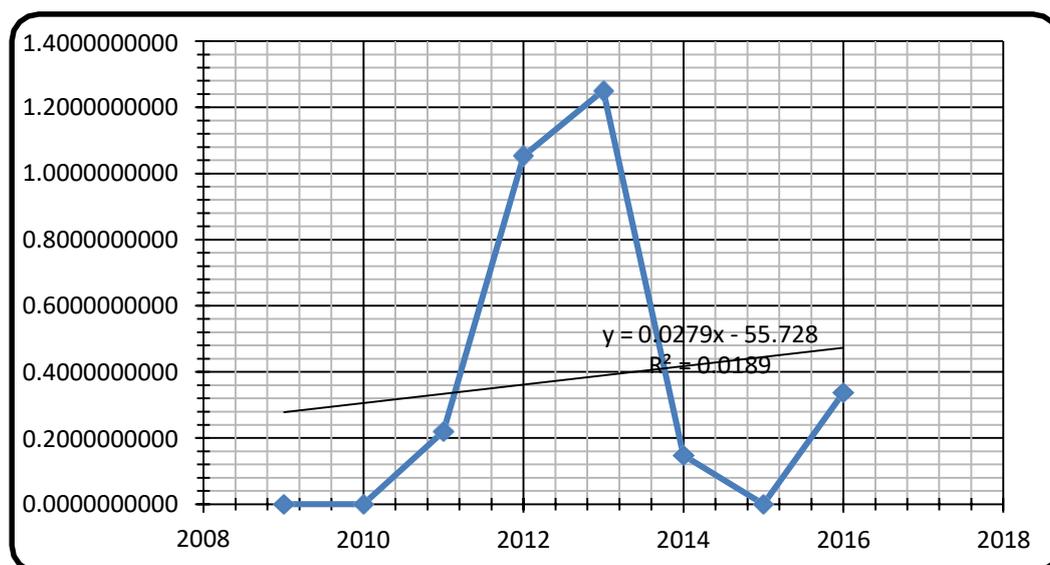
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.1270	0.1899	0.2294	0.2840	0.2839	0.2996	0.1406	0.1661

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Participación del Accionista minoritario se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 49)

En la Tabla 49, se puede apreciar el porcentaje de capital con el que los accionistas habrían participado; en el 2009, con 12.70%; en el 2010, con 18.99%; en el 2011, con 22.94%; en el 2012 con 28.49%; en el 2013 con 28.39%; en el 2014 con 29.96%; en el 2015 con 14.06%; y en el 2016 con 16.61%.

También se puede decir que su participación tiende una tendencia descendente y que en promedio es inferior al 22%, lo que indica que no tenían la capacidad de controlar ni de decidir. (Ver Gráfico 50).

#### 4.1.5 Resultados de la Razón de Pago de Dividendos (Payout)



**Gráfico 51: Razón de pago de dividendos - Casa Grande S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 50.**

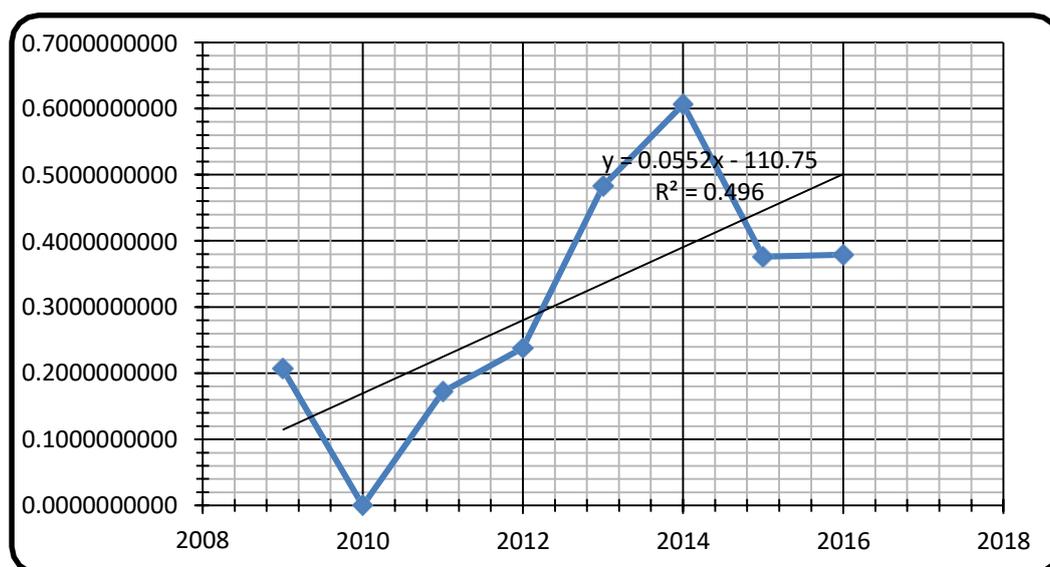
**Tabla 50. Resultados razón de pago de dividendos - Casa Grande S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0000	0.0000	0.2205	1.0534	1.2506	0.1474	0.0000	0.3376

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 5)

En la Tabla 50, se puede apreciar que, en 2009, 2010 y 2015, la empresa no distribuyó dividendos; en 2011, la empresa distribuyó dividendos en un 22,05%, en 2012 subió a 105,34%. Fue en 2013 que la empresa llega a distribuir más dividendos a sus accionistas en 125.06%, mientras que cayó a 14.74% en 2014; finalmente, en 2016, se distribuyó el 33,76%.

El Gráfico 51 muestra claramente la tendencia al alza. es decir, por cada sol (S / 1) de utilidad, la empresa repartió en promedio entre 25% y 50%, lo que se considera es bajo.



**Gráfico 52: Razón de pago de dividendos - FERREYCORP S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 51.**

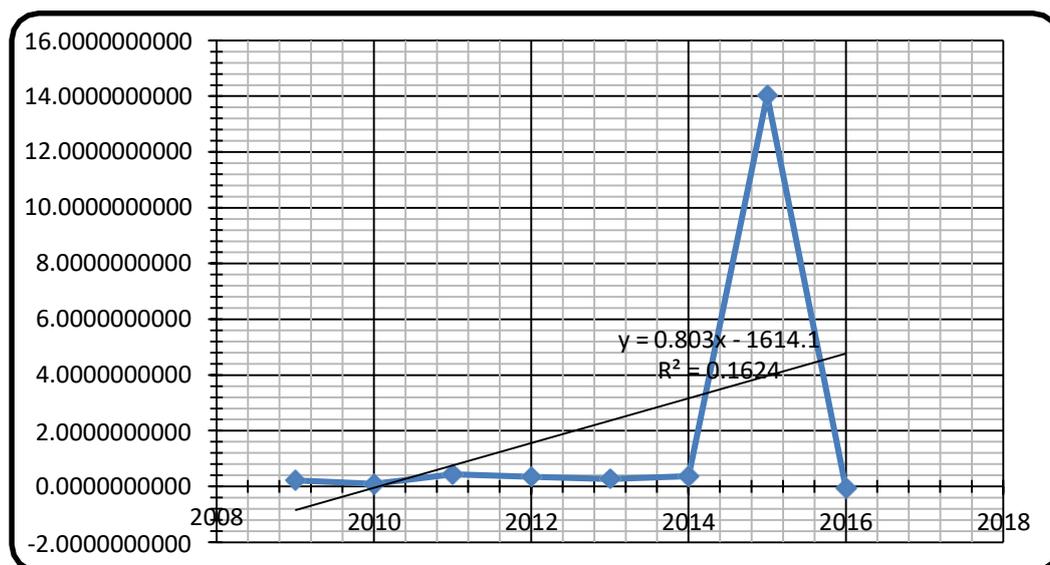
**Tabla 51. Resultado razón de pago de dividendos - FERREYCORP S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2066	0.0000	0.1723	0.2382	0.4828	0.6066	0.3762	0.3790

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 9)

En la Tabla 51, se puede apreciar que, en 2009, la empresa distribuyó dividendos en 20,66%. en 2010, los dividendos no fueron distribuidos; en 2011, 17,23%; en 2012, 23,82%; en los años 2013 y 2014, la distribución alcanzó 48,28% y 60,66% respectivamente; en 2015, cae a 37,62% y, finalmente, en 2016, aumenta ligeramente a 37,90%.

Así, en el Gráfico 52, se puede ver que la empresa ha pagado por cada sol (S / .1) una utilidad de entre el 14% y el 50%, lo que, en mi opinión, resulta bajo, a pesar de su tendencia al alza.



**Gráfico 53: Razón de pago de dividendos - Graña y Montero S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 52.**

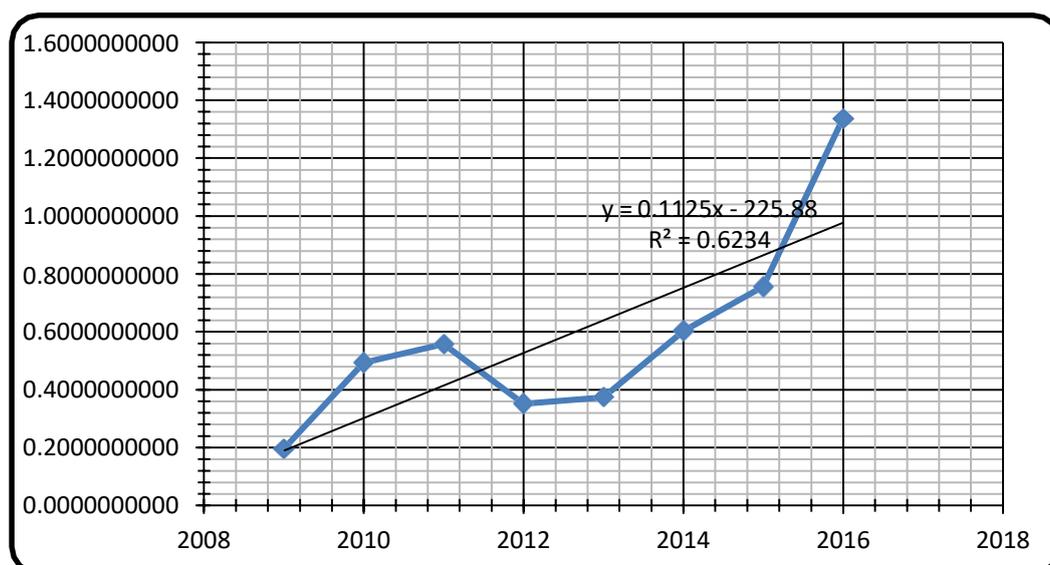
**Tabla 52. Resultado razón de pago de dividendos - Graña y Montero S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2190	0.0977	0.4403	0.3461	0.2706	0.3702	14.0367	-0.0606

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 13)*

En la tabla 52, se puede apreciar que, en 2009, la empresa distribuyó el 21,90%; en 2010 disminuyó a 9.77%; en 2011 se distribuyó 44.03%; luego, en 2012 y 2013, cayó a 34.61% y 27.06% respectivamente; en 2014 volvió a subir a 37,02%; en 2015 se distribuye 1,403.67%; y finalmente, en 2016, no hubo distribución de dividendos.

Se concluye que la tendencia alcista de este indicador mostró que aparentemente se pagó por cada sol (S / .1) de utilidad, entre un promedio de -10% y 50%, lo que, es muy bajo.



**Gráfico 54: Razón de pago de dividendos - Cementos Pacasmayo S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 53.**

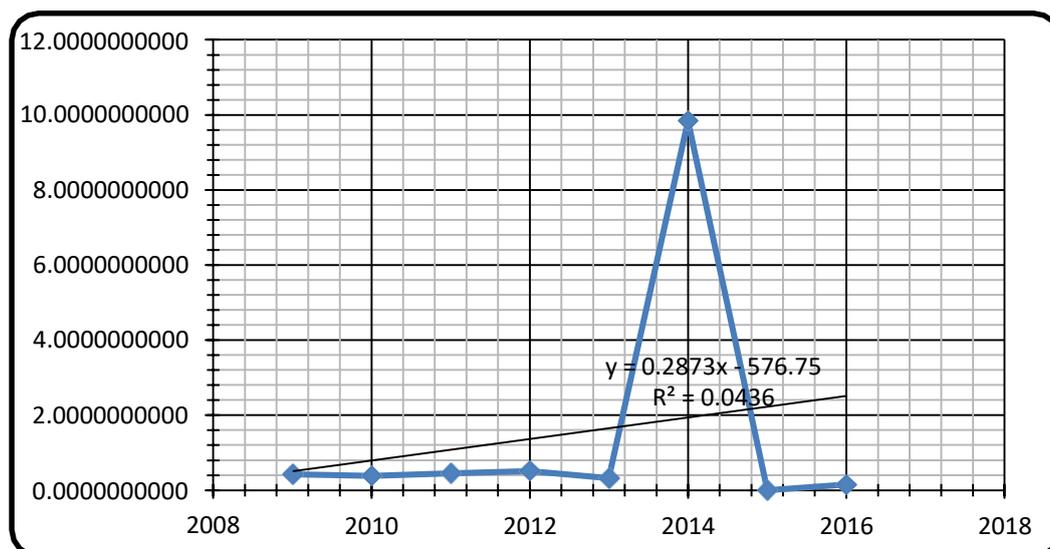
**Tabla 53. Resultado razón de pago de dividendos - Cementos Pacasmayo S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.1960	0.4934	0.5580	0.3520	0.3739	0.6036	0.7560	1.3362

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 17)

En la Tabla 53, se puede apreciar que, en 2009, la empresa pagó el 19,60%; en 2010 y 2011, el porcentaje alcanzó 49.34% y 55.80% respectivamente; en 2012, cae al 35,20%; en 2013, subió a 37,39% y en 2014, continúa subiendo hasta el 60,36%; en 2015 sube a 75,60%, y en 2016, alcanza su punto de pago máximo, que alcanza el 133.62%.

En conclusión, a pesar de su tendencia al alza, la empresa pagó por cada sol (S / .1) de utilidad, entre 20% y 100% en promedio; se ha considerado que, a pesar de ello, es bajo. (Ver Gráfico 54).



**Gráfico 55: Razón de pago de dividendos - ALICORP S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 54.**

**Tabla 54. Resultado razón de pago de dividendos - ALICORP S.A.A.**

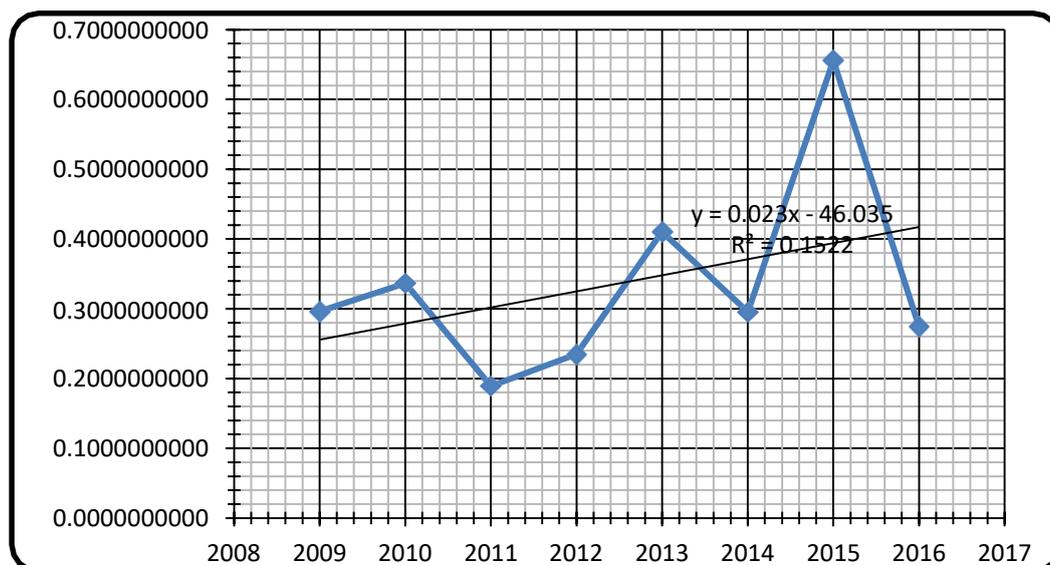
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.4264	0.3850	0.4504	0.5144	0.3225	9.8407	0.0000	0.1525

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 21)

En la Tabla 54, se puede apreciar que, en 2009, se pagaron dividendos por 42.64%; en 2010, cae al 38,50%; en 2011, alcanzó el 45,04%; en 2012, 51,44%; en 2013 volvió a caer hasta el 32,25%; fue en 2014 que alcanzó su punto máximo con una distribución del 984.07%<sup>2</sup>; luego vemos que en 2015 no hubo reparto y, en 2016 solo se repartió el 15,25%.

De esta manera, a pesar de su tendencia alcista, la empresa pagó por cada sol (S / .1) de utilidad, entre 45% y 260%, con un promedio de 40%, lo que considero es bajo.

<sup>2</sup> El pago del dividendo de S/. 102,550, supera la utilidad neta en S/. 10,421; falta S/. 92,129 que es la cantidad que genera la distorsión. Esto se explica por el flujo de fondos: Los resultados acumulados para 2013 fueron de S/. 1.101.904 y de 2014 S/. 1.001,240, lo que indica que hay una disminución en S/. 100,664, y una disminución en el patrimonio es una aplicación, de este monto se tomaron los S/. 92,129, y con la diferencia de S/. 8.535 las Otras reservas de capital se incrementaron de S/. 160,903 del 2013 a S/. 169,438 a 2014.



**Gráfico 56: Razón de pago de dividendos - UNACEM S.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 55.

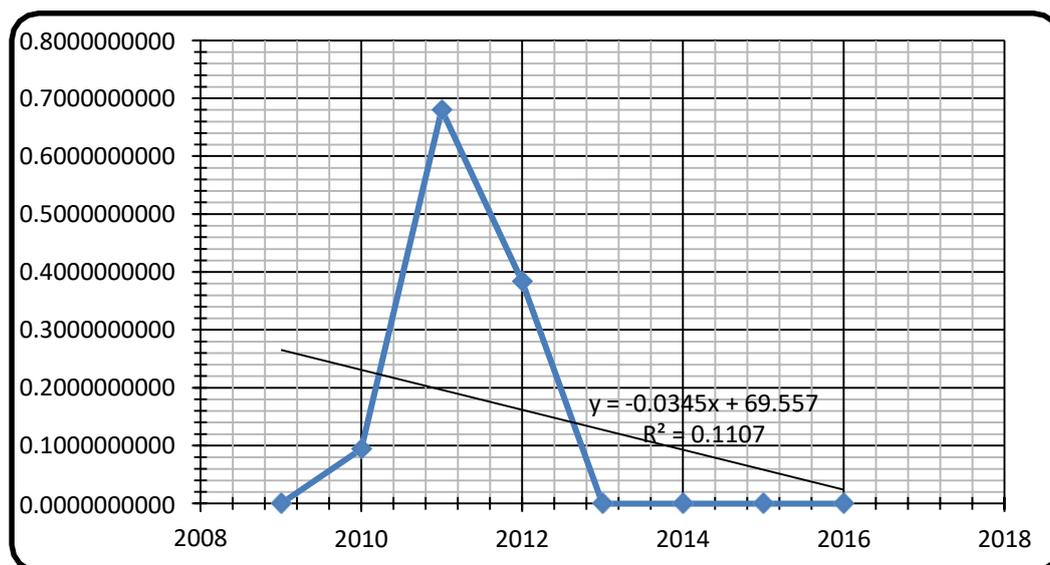
**Tabla 55. Resultado razón de pago de dividendos - UNACEM S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2960	0.3365	0.1892	0.2347	0.4101	0.2951	0.6556	0.2742

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 25)

En la Tabla 55, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa pagó 29.60%; en el 2010, 33.65%; el 2011, 18.92%; en el 2012, 23.47%; sube en el 2013 a 41.01%, en el 2014 pagó 29.51%, en el 2015 vuelve a subir a 65.56%; finalmente, en el 2016 pagó 27.42%.

El Gráfico 56 también muestra que su tendencia va en aumento. por lo tanto, se observa que la empresa pagó por cada sol (S / .1) de utilidad, en promedio entre el 26% y el 42%, lo cual se considera es poco.



**Gráfico 57: Razón de pago de dividendos - Compañía Minera Milpo S.A.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 56.

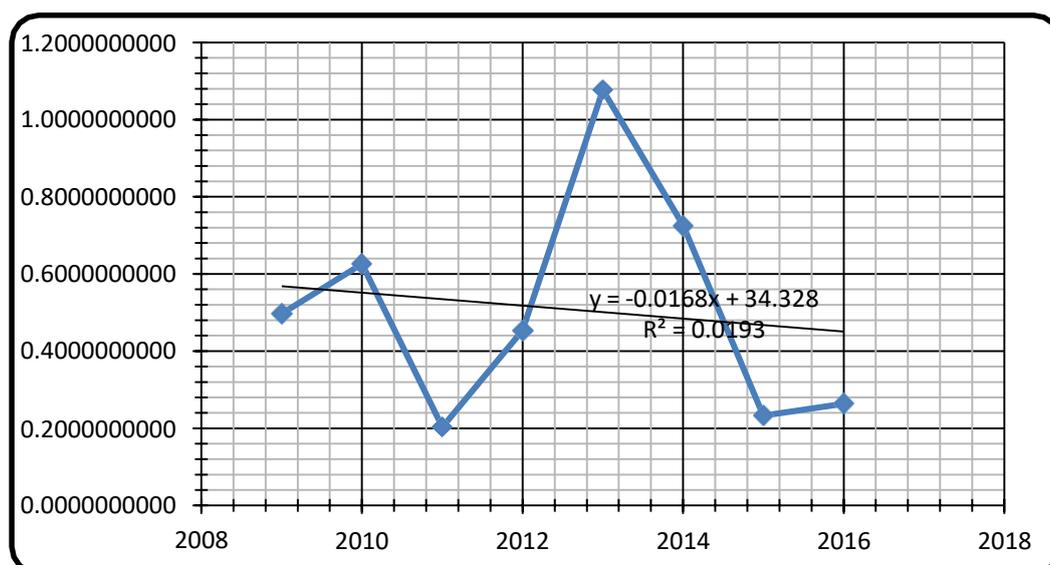
**Tabla 56. Resultado razón de pago de dividendos - Compañía Minera Milpo S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0000	0.0944	0.6804	0.3838	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 29)

En la Tabla 56, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa no pagó dividendos; en el 2010 llegó a pagar 9.44%; en el 2011, pagó 68.04%; bajó a 38.38% en el 2012; a partir del 2013 hasta el 2016 no se pagaron dividendos.

De la información proporcionada en el Gráfico 57, se ha llegado a la conclusión de que la empresa tiene una tendencia a la baja y que, por cada sol (S / .1) de utilidad, pagó en promedio entre 27% y 4%; por lo tanto, se considera que se ha pagado muy poco.



**Gráfico 58: Razón de pago de dividendos - Compañía Minera Poderosa S.A.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 57.

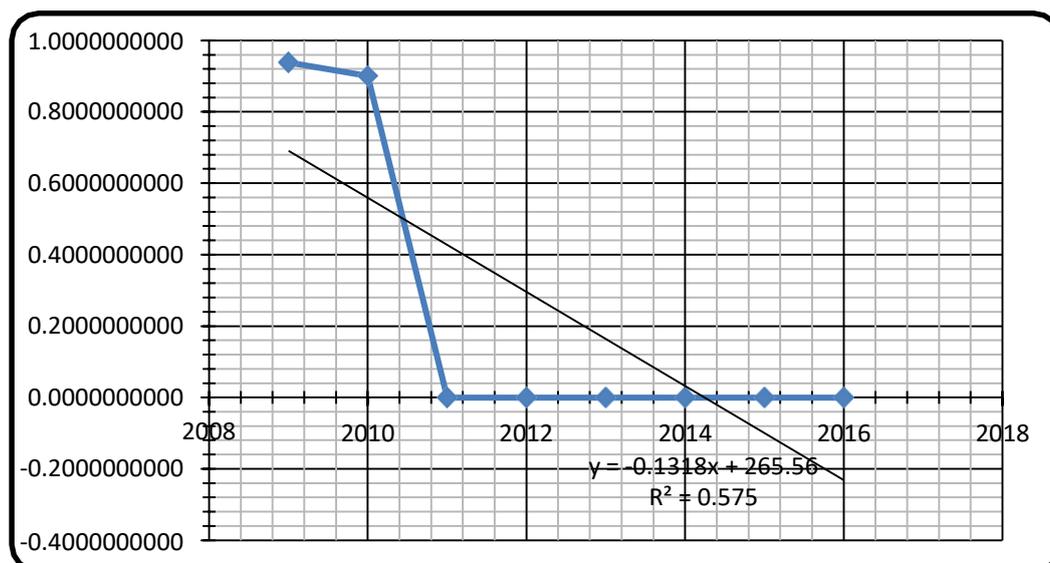
**Tabla 57. Resultado razón de pago de dividendos - Compañía Minera Poderosa S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.4974	0.6265	0.2033	0.4540	1.0770	0.7250	0.2333	0.2640

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 33)

En la Tabla 57, se puede apreciar que en 2009 la empresa pagó el 49,74% de los dividendos. alcanzó el 62,65% en 2010; en 2011 baja a 20,33%; en 2012 de nuevo, aumento a 45.40%; en 2013, subió a 107,70%, que es su pico más alto; luego, la disminución comienza en 72.50% en 2014, a 23.33% en 2015, pero aumenta ligeramente a 26.40% en 2016.

El Gráfico 58 muestra una tendencia a la baja, y para cada sol (S / 1) de utilidad, la distribución promedió fue entre 57% y 47%, lo que se ha considerado que era bajo.



**Gráfico 59: Razón de pago de dividendos - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 58.**

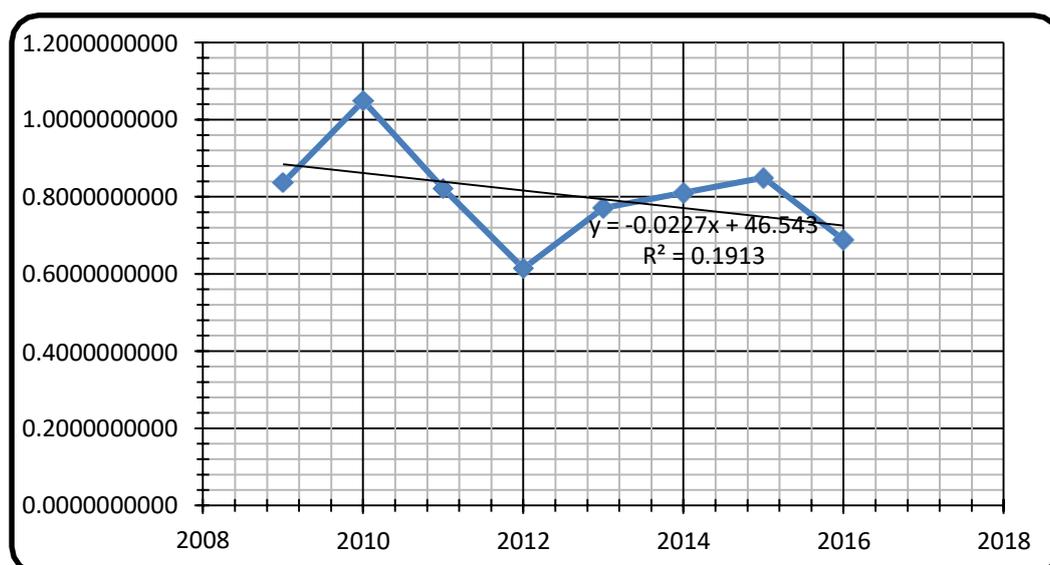
**Tabla 58. Resultado razón de pago de dividendos - Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.9385	0.9009	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 37)*

En la Tabla 58, se puede apreciar que la empresa pagó dividendos: en 2009, 93.85%; en 2010, 90.09%, luego, se puede notar que del 2011 al 2016, la empresa no pagó dividendos.

Se puede concluir que la empresa tiene una tendencia a la baja. Por cada sol (S/ .1) de utilidad, se pagaron dividendos entre 70% y -24% en promedio. En consecuencia, se considera que la empresa pagó dividendos solo en los primeros dos años.



**Gráfico 60: Razón de pago de dividendos - ENEL Generación Perú S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje x se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje y. Según la información de la Tabla 59.**

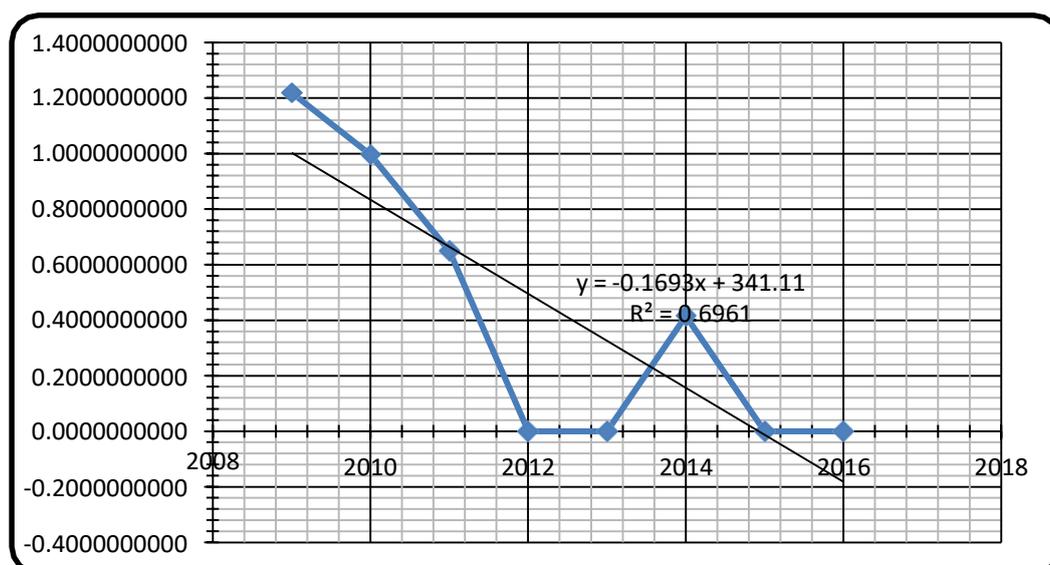
**Tabla 59. Resultado razón de pago de dividendos - ENEL Generación Perú S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.8363	1.0485	0.8211	0.6149	0.7709	0.8103	0.8491	0.6884

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 41)*

En la Tabla 59, se puede apreciar que en 2009 la empresa pagó el 83,63%; en 2010, se pagó el 104.85%; en 2011, bajo a 82.11% y siguió bajando en 2012 a 61.49%. Luego, en 2013, subió a 77,09%; el incremento continúa en 2014 y alcanza a 81.03%; en 2015 subió a 84,91%; pero cae a 68.84% en 2016.

El Gráfico 60 muestra que su tendencia es a la baja y que la empresa pagó en promedio entre 88% y 74% por cada sol (S / .1) de utilidad, que en mi opinión es bajo.



**Gráfico 61: Razón de pago de dividendos - Telefónica del Perú S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 60.**

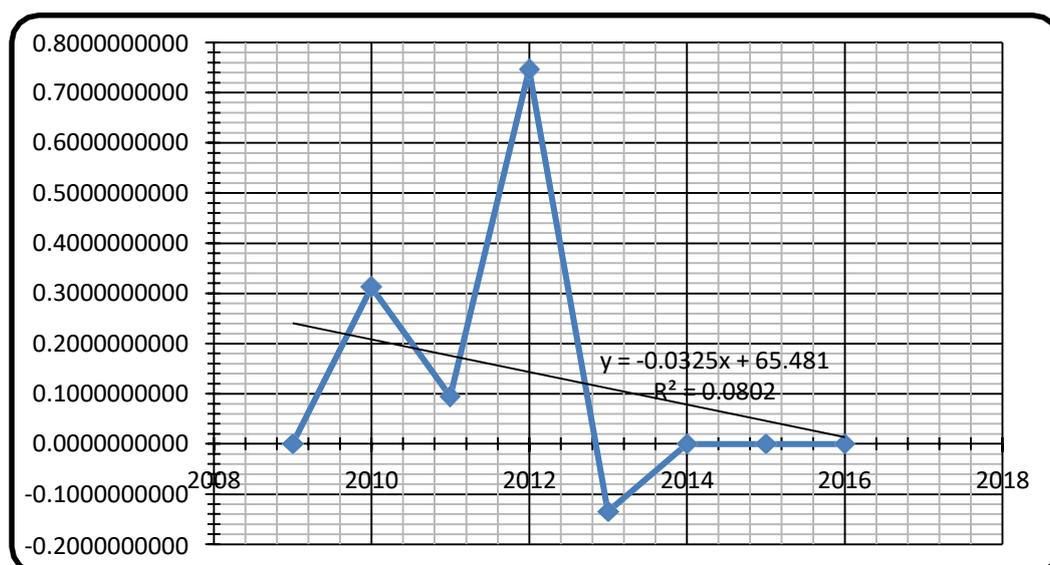
**Tabla 60. Resultado razón de pago de dividendos - Telefónica del Perú S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.2197	0.9966	0.6487	0.0000	0.0000	0.4157	0.0000	0.0000

*Nota: En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 45)*

En la Tabla 60, se puede apreciar que, en 2009, la empresa pagó más dividendos, alcanzando a 121.97%; en 2010, pagó el 99,66%; en 2011, pagó 64.87%; en 2012 y 2013, no pagó, luego, en 2014, se pagó el 41,57%. Finalmente, durante 2015 y 2016, no se pagaron dividendos.

En el Gráfico 61 se puede apreciar una tendencia a la baja, que muestra que, en promedio, la empresa pagó entre el 100% y el -20% por cada sol (S / .1) de utilidad; por lo tanto, se considera que, en total, se ha pagado solo la mitad de veces y que, se considera es bajo.



**Gráfico 62: Razón de pago de dividendos - Refinería La Pampilla S.A.A. Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 61.**

**Tabla 61. Resultado razón de pago de dividendos - Refinería La Pampilla S.A.A.**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.0000	0.3125	0.0945	0.7463	-0.1350	0.0000	0.0000	0.0000

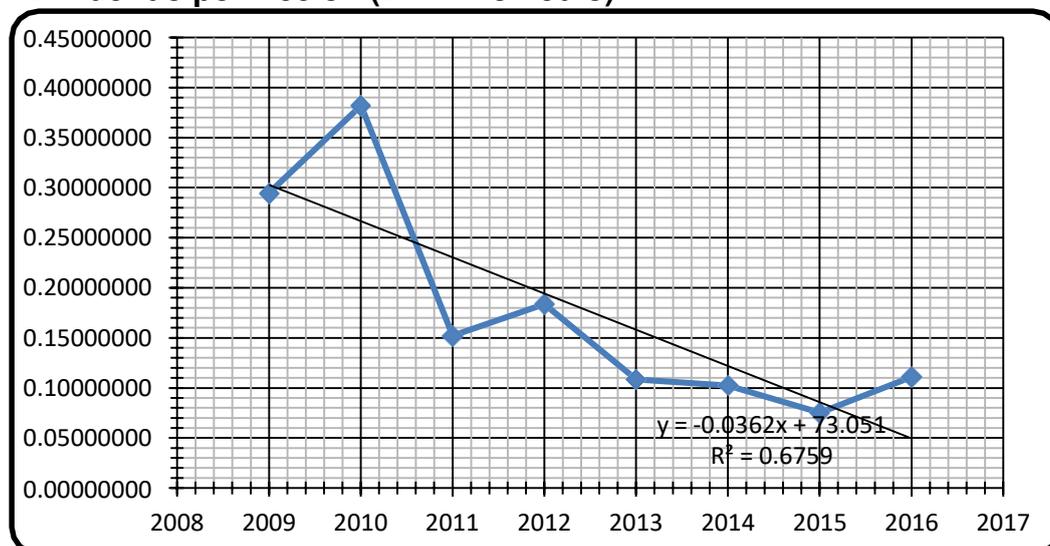
**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Pago Dividendos (Payout) se expresan para cada año de la muestra. (Ver Anexo 49)

En la Tabla 61, se puede apreciar que, en el 2009 la empresa no pagó dividendos; en el 2010, pagó un 31.25%; en el 2011, baja a un 9.45%; en el 2012, sube a 74.63%; el 2013, no pagó dividendos. El indicador muestra incluso que esta es de -13.50% y en los años 2014, 2015 y 2016 tampoco se pagó dividendos.

Visiblemente, la empresa está mostrando una tendencia a la baja, ya que pagó en promedio entre 25% a 2% por cada sol (S / .1) de utilidad; se considera, además del porcentaje mencionado, que al haber pagado 3 veces, según se ha observado, es bajo. (Ver Gráfico 62).

#### 4.1.6 Análisis, interpretación y discusión de resultados integrados de los indicadores.

**Dividendo por Acción (DPA Promedio)**



**Gráfico 63: Razón Dividendo por Acción (DPA Promedio).** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y los resultados de la aplicación de la razón DPA promedio se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 62.

**Tabla 62. Resultados de la Razón Dividendos por Acción**

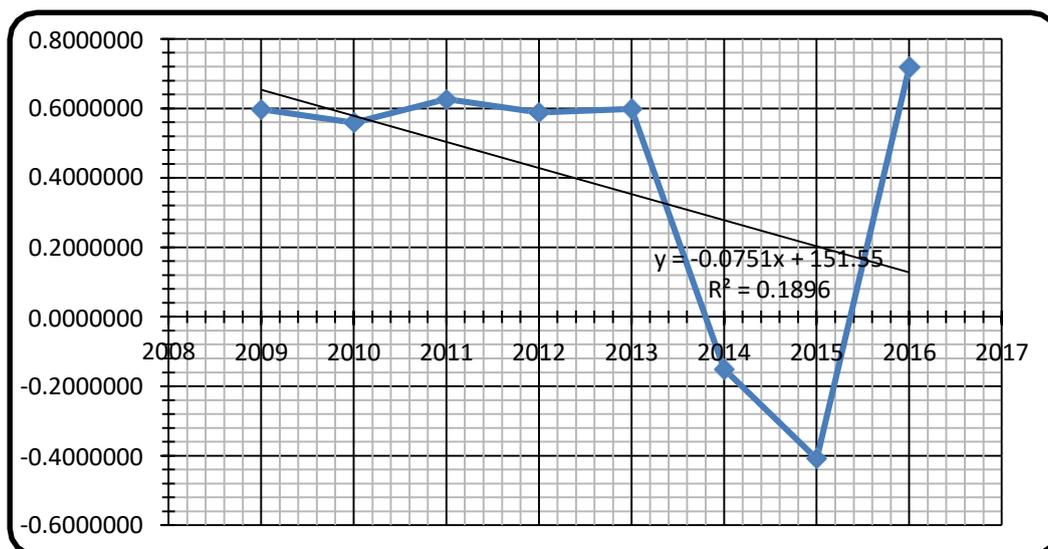
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2944	0.3819	0.1518	0.1835	0.1083	0.1023	0.0752	0.1109

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón DPA promedio se expresan para cada año de la muestra (Ver Anexos 50 y 51)

En la tabla 62, se puede apreciar que las 12 empresas pagaron en promedio DPA: en 2009, S/. 0.29; en 2010, S/. 0.38; en 2011, S/. 0,15; en 2012, S/. 0.18; en 2013, S/. 0.10; en 2014, S/. 0.10; en 2015, S/. 0.07; y en 2016, S/. 0,11.

En el Gráfico 63 se puede apreciar una tendencia decreciente, que indica que, por cada acción correspondió pagar en promedio a las empresas, entre S/. 0.31 a S/. 0.05 DPA. El análisis confirma que las empresas no habrían distribuido todas las utilidades y; además, este resultado ratifica los análisis que se realizaron para cada empresa individualmente. Igualmente, esto refuerza el análisis realizado con la tasa de retención.

### Razón de Retención o Tasa de Retención (Promedio)



**Gráfico 64: Razón de Retención o Tasa de Retención.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y los resultados de la aplicación de la razón de retención promedio se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 63.

**Tabla 63. Resultados de la Razón de Retención o Tasa de Retención**

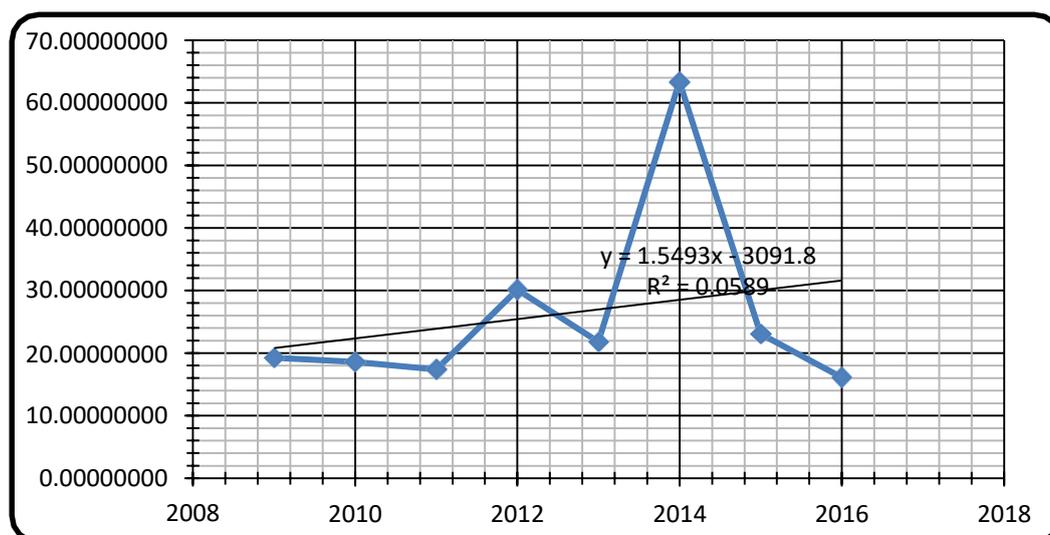
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.5969	0.5589	0.6267	0.5884	0.5980	-0.1512	-0.4089	0.7190

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón de Retención promedio se expresan para cada año de la muestra (Ver Anexos 50 y 51)

En la Tabla 63, se puede apreciar que, en 2009, las empresas retuvieron en promedio el 59,69% de sus utilidades; en 2010, 55,89%; en 2011, 62,67%; en 2012, 58,84%; en 2013, 59,80% y, en 2014 y 2015, sus resultados fueron negativos: -15,12% y -40,89% respectivamente, lo que indica que las utilidades no se habrían retenido, al contrario, se habrían pagado sus utilidades con los resultados acumulados; finalmente, en 2016, se retuvo el 71,90%.

El Gráfico 64 también muestra una tendencia decreciente, lo que indica que se retuvieron por cada sol (S / .1) de utilidad disponible para los accionistas entre un 66% y un 13% y que, a pesar de su tendencia, la retención realizada por las empresas fue alto.

### Razón Precio Utilidad (P-U) (Promedio)



**Gráfico 65: Razón Precio – Utilidad.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y los resultados de la aplicación de la razón Precio-Utilidad promedio se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 64.

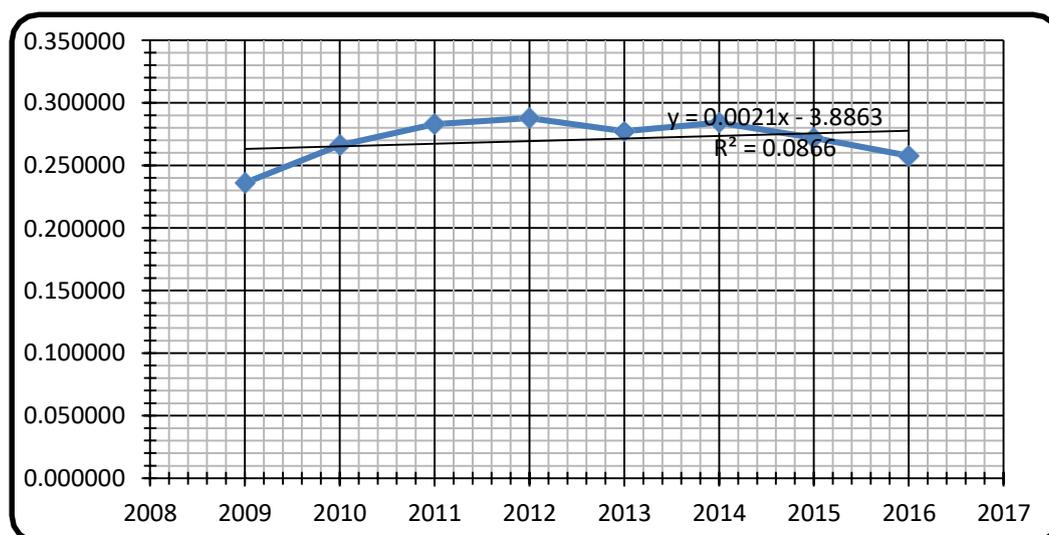
**Tabla 64. Resultados de la Razón Precio – Utilidad**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
19.2379	18.5916	17.3628	30.1292	21.7904	63.3660	23.0716	16.1051

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón Precio-Utilidad promedio se expresan para cada año de la muestra (Ver Anexos 50 y 51)

En la Tabla 64, se puede apreciar que los accionistas tenían altas expectativas de crecimiento de la utilidad neta de sus empresas, hasta el punto de que sus mayores expectativas se reflejaron en 2014, cuando fue posible que las acciones aumentaran 63.36 veces por cada (S/ .1) de su utilidad neta; sin embargo, esto no se habría tenido en cuenta en la distribución de dividendos. (Ver Gráfico 65).

### Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario



**Gráfico 66: Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario promedio se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 65.

**Tabla 65. Resultados del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario**

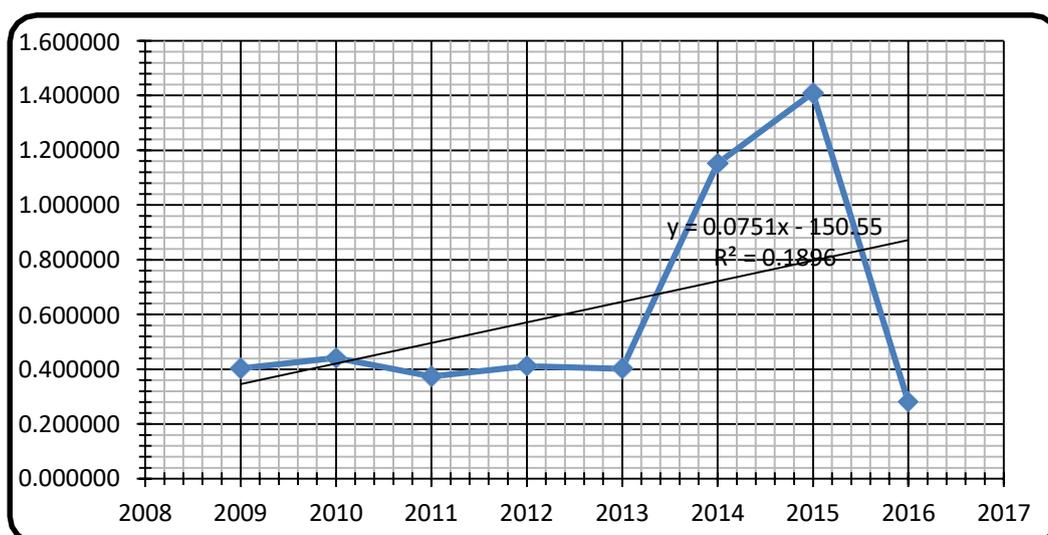
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2360	0.2661	0.2830	0.2878	0.2772	0.2842	0.2718	0.2576

*Nota:* En la segunda fila, los resultados de la aplicación del Porcentaje de Participación del Accionista Minoritario promedio se expresan para cada año de la muestra (Ver Anexos 50 y 51)

En la tabla 65, se puede apreciar que, en 2009, el capital accionario minoritario en el capital de la empresa fue en un promedio de 23.60%; en 2010, 26,61%; en 2011, 28,30%; en 2012, 28,78%; en 2013, 27,72%; en 2014, 28,42%; en 2015, 27,18%; y en 2016, su participación fue del 25.78%.

Además, el Gráfico 66 muestra que su indicador tiene una tendencia homogénea, su participación es claramente inferior al 30% del capital social de las empresas, con lo cual los accionistas minoritarios no tenían la capacidad de decidir y controlar. Con estos resultados se confirma la hipótesis de la investigación.

### Tasa de Pago de Dividendo (Promedio)



**Gráfico 67: Tasa de Pago de Dividendo.** Muestra las estimaciones de los coeficientes de los indicadores obtenidos en el eje de coordenadas, donde en el eje X se representan los años y los resultados de la aplicación de la Razón de Pago de Dividendos (Payout) promedio se expresan en el eje Y. Según la información de la Tabla 66.

**Tabla 66. Tasa de Pago de Dividendo**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.4030	0.4410	0.3732	0.4115	0.4019	1.1512	1.4089	0.2809

**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Tasa de Pago de Dividendo se expresan para cada año de la muestra (Ver Anexos 50 y 51)

En la Tabla 66, se puede apreciar que, en 2009, las empresas pagaron dividendos a una tasa promedio del 40,30%; en 2010, el 44,10%; en 2011, el 37,32%; en 2012, el 41,15%; en 2013, el 40,19%; en 2014 y 2015, el 115,12% y, 140,89%, respectivamente, y como se indicó anteriormente, estos son los únicos años en que las empresas habrían superado el 100% de sus dividendos, lo que se habría hecho con los resultados acumulados; finalmente, en 2016, solo se pagó el 28,09%.

El Gráfico 67 muestra su tendencia ascendente, ya que por cada sol (S/ .1) de utilidad, se pagó un promedio de 35% a 84%; sin embargo, se ha considerado que no es mucho.

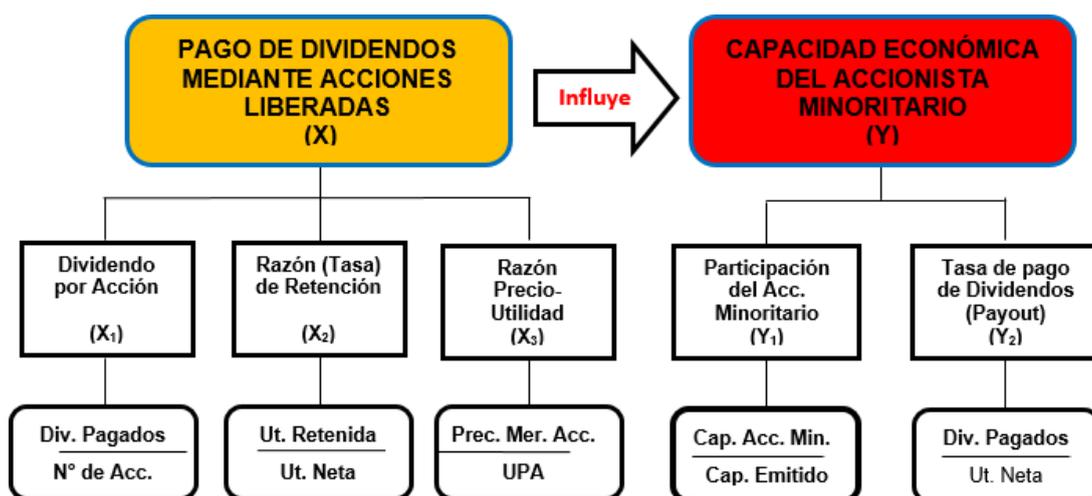
## 4.2 Prueba de hipótesis y presentación de resultados

Para probar las hipótesis definidas en el Capítulo 1, se utilizaron el software EVIEWS y el modelo teórico de investigación que se muestra en el Gráfico 68, que muestran las relaciones y el funcionamiento de las variables que intervienen en las hipótesis del estudio. Específicamente, las variables son las siguientes:

La variable independiente (X): Pago de Dividendos mediante Acciones Liberadas; sus indicadores son: (X<sub>1</sub>): Razón de Dividendo por Acción; (X<sub>2</sub>): Razón de Retención, y; (X<sub>3</sub>): Razón de Precio - Utilidad.

La variable dependiente (Y): Capacidad económica del Accionista Minoritario.

La variable independiente (X): Pago de Dividendos mediante Acciones Liberadas genera efectos directos en la variable dependiente (Y): Capacidad Económica del Accionista Minoritario.



**Gráfico 68: Modelo teórico de la tesis:** Este modelo proporciona una vista panorámica de las variables de investigación; describe las relaciones entre las variables, muestra los indicadores utilizados y los índices que son los instrumentos de medición a través de los cuales se procesan para obtener información estadística.

Fuente: Elaboración Propia.

Para confirmar las hipótesis de la investigación, se ha utilizado los datos de los resultados de los indicadores de la muestra conformada por 12 empresas que cotizan en la BVL (ver Anexo 52), los que sirvieron de insumo del programa informático Eviews; y calculado se muestran en el Anexo 53 de este estudio.

Teniendo el acceso a todos los datos de las variables, se ha procedido a utilizar el Panel de Datos Agrupados (Datos Panel Pooled) en el Programa Eviews, obteniéndose los resultados para la demostración.

#### 4.2.1 Prueba de la Hipótesis General

**El pago de dividendos mediante acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.**

En otras palabras, la hipótesis sostiene que pagar dividendos mediante acciones liberadas realizadas por empresas que cotizan en la BVL influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

##### **Establecer la Hipótesis**

**H<sub>0</sub>** = El pago de dividendos mediante acciones liberadas **influye** en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

**H<sub>1</sub>** = El pago de dividendos mediante acciones liberadas **no influye** en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

En la Tabla 67 se presentan los resultados obtenidos para la demostración de la Hipótesis General.

**Tabla 67. Resultado de EViews para la Hipótesis General**

---

Dependent Variable: Y  
Method: Panel Least Squares  
Date: 11/06/18 Time: 23:29  
Sample: 2009 2016  
Periods included: 8  
Cross-sections included: 12  
Total panel (balanced) observations: 96

---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.211560	0.003825	55.30312	0.0000
X1	-0.261812	0.011802	-22.18280	0.0000
X2	-0.244690	0.003463	-70.66823	0.0000
X3	0.004209	8.83E-05	47.66733	0.0000

---

R-squared	0.995610	Mean dependent var	0.180078
Adjusted R-squared	0.995467	S.D. dependent var	0.155247
S.E. of regression	0.010453	Akaike info criterion	-6.243148
Sum squared resid	0.010052	Schwarz criterion	-6.136301
Log likelihood	303.6711	Hannan-Quinn criter.	-6.199959
F-statistic	6954.781	Durbin-Watson stat	2.026749
Prob(F-statistic)	0.000000		

---

**Fuente: Elaboración propia a partir de cálculos**

## Modelo de Regresión Lineal Múltiple e Interpretación

A continuación, se presenta el modelo de regresión lineal múltiple para estimar la influencia del pago de dividendos mediante acciones liberadas a la capacidad económica de los accionistas minoritarios:

$$Y = 0.211560 - 0.261812 * X_1 - 0.244690 * X_2 + 0.004209 * X_3 + \varepsilon$$

Donde:

Y = Capacidad Económica del Accionista Minoritario

X<sub>1</sub> = Dividendo por Acción

X<sub>2</sub> = Razón de Retención (Tasa)

X<sub>3</sub> = Razón Precio-Utilidad

$\varepsilon$  = Término de error aleatorio

La ecuación de regresión múltiple explica de manera adecuada cómo el pago de dividendos mediante acciones liberadas influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

La influencia de cada variable explicativa es analizada en referencia a los coeficientes de regresión, donde los cuatro parámetros (intercepto y parámetro dependiente) de la ecuación explican lo siguiente:

**C<sub>0</sub> = 0.211560**, el intercepto (la constante), es el valor esperado de la Capacidad Económica del Accionista Minoritario (Y), si X<sub>1</sub>, X<sub>2</sub> y X<sub>3</sub> hubiesen sido cero durante el periodo muestral, es decir, la tasa promedio habría estado cerca al 21.15%.

**X<sub>1</sub> = -0.261812**, es el coeficiente parcial para X<sub>1</sub>, significa que al mantener constante la Capacidad Económica del Accionista Minoritario esperada, la Capacidad Económica del Accionista Minoritario observada en promedio se redujo en

cerca de -26.18% por cada aumento de 1% en el pago de Dividendo por Acción ( $X_1$ ) manteniendo  $X_2$ , y  $X_3$  constantes.

$X_2 = -0.244690$ , es el coeficiente parcial para  $X_2$ , significa que al mantener constante la Capacidad Económica del Accionista Minoritario esperada, la Capacidad Económica del Accionista Minoritario observada en promedio se redujo en cerca de -24.46% por cada aumento de 1% en la Retención de su Utilidad ( $X_2$ ) manteniendo  $X_1$ , y  $X_3$  constantes.

$X_3 = 0.004209$ , es el coeficiente parcial para  $X_3$ , significa que al mantener constante la Capacidad Económica del Accionista Minoritario esperada, la Capacidad Económica del Accionista Minoritario observada en promedio tiene un escaso aumento de 0.42% por cada aumento de 1% de sus expectativas de ganancias expresadas por la razón Precio-Utilidad ( $X_3$ ) manteniendo  $X_1$ , y  $X_2$  constantes.

$\varepsilon$  = Es el error de observación debido a variables no controladas, representa todo lo que no se considera en la propuesta metodológica y podría tener un impacto marginal que no es visible en el comportamiento de las variables financieras especificadas en el modelo propuesto.

#### **Determinación de los Resultados de la Hipótesis General:**

A través del programa Eviews se obtienen los siguientes resultados:

<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	<b>= 0.995467</b>
<b>Prob (F-statistic)</b>	<b>= 0.000000</b>
<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>= 2.026749</b>

### Explicación:

El **R<sup>2</sup> Ajustado**<sup>3</sup>, es alto e indica con un 99.54% de confianza, que las tres variables explicativas en conjunto, son la causa de la influencia en la Capacidad Económica del Accionista Minoritario. Estadísticamente indica una alta correlación, que se considera como muy buena, la explicación de los movimientos entre las variables independientes y la variable dependiente, en el sentido de que el conocimiento de las variables independientes permiten predecir que se cumpla en un 99.54% el valor que toma la variable respuesta; es decir, las variables: Dividendo por Acción ( $X_1$ ); Razón de Retención de Utilidades ( $X_2$ ); y la Razón Precio – Utilidad ( $X_3$ ), todas ellas influyen de alguna manera sobre la Capacidad Económica del Accionista Minoritario (variable Y).

La Prob (F-statistic), la probabilidad del estadístico F, presenta un error menor al límite de 5% (0.00%), de que no se cumpla, igualmente, las probabilidades individuales son menores al 5%.

El estadístico de Durbin-Watson oscila de 0 a 4, y se puede asumir la independencia entre los residuos cuando  $1.5 \leq DW \leq 2.5$ ; en el caso de Durbin-Watson observado, el valor obtenido de 2.02679 indica que está dentro del rango. Por lo tanto, podemos afirmar que los residuos son independientes, que no hay autocorrelación entre las subvariables ( $X_1$ ,  $X_2$  y  $X_3$ ) y la variable general (Y).

Por lo tanto, se puede concluir que hay suficiente evidencia que demuestra que el conjunto de variables exógenas ( $X_1$ ). Razón de Dividendo por Acción; ( $X_2$ ): Razón de Retención de Utilidades, y;

---

<sup>3</sup> El  $R^2$  es una herramienta estadística (un estadístico) utilizada en modelos estadísticos como en una regresión para predecir resultados futuros.  $R^2$  es el cambio porcentual en la variable de respuesta que explica su relación con una o más variables predictoras. En general, cuanto más alto sea el  $R^2$ , mejor se ajustará el modelo a sus datos.  $R^2$  siempre está entre 0 y 100%. El  $R^2$  también se llama coeficiente de determinación o determinación múltiple (en regresión lineal múltiple)

(X<sub>3</sub>): Razón de Precio – Utilidad; explican adecuadamente la influencia que tienen en la Capacidad Económica de los Accionistas Minoritarios de las empresas que cotizan en la BVL.

### **Decisión y conclusión:**

Los resultados expresan que **la Hipótesis General ha quedado demostrada. En consecuencia, la hipótesis no se rechaza.**

## **4.2.2 Pruebas de Hipótesis Específicas**

### **4.2.2.1 Primera Hipótesis Específica**

**El Dividendo por Acción influye en la capacidad económica de los Accionistas minoritarios.**

En otras palabras, la hipótesis sostiene que el Dividendos por Acción repartidas por las empresas que participan en la BVL, influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

#### **Establecer la Hipótesis**

**H<sub>0</sub>** = El Dividendo por Acción **influye** en la capacidad económica de los Accionistas minoritarios.

**H<sub>1</sub>** = El Dividendo por Acción **no influye** en la capacidad económica de los Accionistas minoritarios.

A continuación, en la Tabla 68 se muestra los resultados de los datos que fueron procesados por el software EVIEWS para demostrar la Primera Hipótesis Específica.

**Tabla 68. Resultado de EVIEWS para la Primera Hipótesis Específica**

---

**Dependent Variable: Y**

**Method: Panel EGLS (Period SUR)**

**Date: 11/21/18 Time: 23:14**

**Sample: 2009 2016**

**Periods included: 8**

**Cross-sections included: 12**

**Total panel (balanced) observations: 96**

**Linear estimation after one-step weighting matrix**

**Period SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)**

---

<b>Variable</b>	<b>Coefficient</b>	<b>Std. Error</b>	<b>t-Statistic</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	<b>0.143391</b>	<b>0.019839</b>	<b>7.227674</b>	<b>0</b>
<b>X1</b>	<b>-0.069546</b>	<b>0.015951</b>	<b>-4.359871</b>	<b>0</b>

---

**Weighted Statistics**

---

<b>R-squared</b>	<b>0.158542</b>	<b>Mean dependent var</b>	<b>0.355214</b>
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.14959</b>	<b>S.D. dependent var</b>	<b>1.049516</b>
<b>S.E. of regression</b>	<b>0.957881</b>	<b>Sum squared resid</b>	<b>86.24834</b>
<b>F-statistic</b>	<b>17.71086</b>	<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>2.0112</b>
<b>Prob(F-statistic)</b>	<b>0.000059</b>		

---

*Fuente: Elaboración propia a partir de cálculos*

## Modelo de Regresión Lineal e Interpretación

El modelo de regresión lineal múltiple para estimar la influencia que tiene el Dividendos por Acción a la Capacidad Económica de los Accionistas Minoritarios se presenta a continuación:

$$Y = 0.143391 - 0.069546 * X_1 + \varepsilon$$

Donde:

Y = Capacidad Económica del Accionista Minoritario

X<sub>1</sub> = Dividendo por Acción

ε = Es el error de observación debido a variables no controladas

La ecuación de regresión lineal explica de manera adecuada de cómo el dividendo por acción influye en la capacidad económica del Accionista minoritario.

La influencia de la variable explicativa es analizada en referencia al coeficiente de regresión, donde los dos parámetros de la ecuación explican lo siguiente:

**C<sub>0</sub> = 0.143391**, el intercepto, es el valor esperado de la Capacidad Económica del Accionista Minoritario si X<sub>1</sub> hubiese sido cero durante el periodo muestral, es decir, la tasa promedio de la Capacidad Económica del Accionista Minoritario observada habría estado cerca al 14.33%.

**X<sub>1</sub> = -0.069546**, el coeficiente de regresión parcial para X<sub>1</sub>, significa que al mantener constante la Capacidad Económica del Accionista Minoritario esperada, la

Capacidad Económica del Accionista Minoritario observada en promedio se redujo en cerca de -6.95% por cada aumento de 1% en el pago de Dividendo por Acción ( $X_1$ ).

Estadísticamente se expresa de la siguiente manera: Si hay un aumento de un 1% de sus Dividendos por Acción, la Capacidad Económica de los Accionistas Minoritarios, disminuye en un -6.95%.

$\varepsilon$  = Representa todo aquello no considerado en la propuesta metodológica y que podría ocasionar algún impacto marginal no visible en el comportamiento de las variables financieras especificadas en el modelo propuesto.

### **Determinación de los Resultados de la Primera Hipótesis Específica:**

A través del programa Eviews se obtienen los siguientes resultados:

<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	<b>= 0.149590</b>
<b>Prob (F-statistic)</b>	<b>= 0.000059</b>
<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>= 2.01120</b>

### **Explicación:**

El **R<sup>2</sup> Ajustado**, significa que solo el 14.95% de la variabilidad de los dividendos por acción influyen por su relación de linealidad con la Capacidad Económica del Accionista Minoritario.

La Prob (F-statistic), la probabilidad del estadístico F, presenta un error menor al límite de 5% (0.0059%), de que no se cumpla.

El Durbin-Watson esperado se encuentra dentro del intervalo 1 a 3, de un rango de 0 a 4, en el caso del Durbin-Watson observado el valor obtenido de 2.0112 indica que se encuentra dentro del rango. Por lo tanto, se puede afirmar que los residuos son independientes, que no existe autocorrelación entre las subvariable ( $X_1$ ) y la variable general (Y) (ver anexo 53).

De la lectura de los resultados que se muestran en la Tabla 68 se puede concluir que hay suficiente evidencia que demuestra que la variable ( $X_1$ ). Dividendo por Acción; **explica** adecuadamente la influencia que tiene sobre la Capacidad Económica del Accionista Minoritario.

### **Decisión y conclusión**

Los resultados expresan que **la Primera Hipótesis Específica ha quedado demostrada. En consecuencia, la hipótesis no se rechaza.**

#### **4.2.2.2 Segunda Hipótesis Específica**

**La razón de Retención de Utilidades influye en la capacidad económica de los Accionistas Minoritarios.**

En decir, la hipótesis sostiene que la Retención de Utilidades realizadas por empresas que cotizan en la BVL influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

### Establecer la Hipótesis

**H<sub>0</sub>** = La razón de Retención de Utilidades **influye** en la capacidad económica de los Accionistas minoritarios.

**H<sub>1</sub>** = La razón de Retención de Utilidades **no influye** en la capacidad económica de los Accionistas minoritarios.

En la Tabla 69 se muestra los resultados de los datos procesados por el software EVIEWS para probar la Segunda Hipótesis Específica.

**Tabla 69. Resultado de EVIEWS para la Segunda Hipótesis Específica**

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Period SUR)				
Date: 11/21/18 Time: 23:15				
Sample: 2009 2016				
Periods included: 8				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 96				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Period SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.304677	0.01061	28.71571	0
X2	-0.315029	0.008331	-37.81506	0
Weighted Statistics				
R-squared	0.940102	Mean dependent var	0.133613	
Adjusted R-squared	0.939464	S.D. dependent var	4.100255	
S.E. of regression	0.962477	Sum squared resid	87.07804	
F-statistic	1475.321	Durbin-Watson stat	2.01019	
Prob(F-statistic)	0			

Fuente: Elaboración propia a partir de cálculos

## Modelo de Regresión Lineal e Interpretación

El modelo de regresión lineal múltiple para estimar la influencia que tiene la Retención de Utilidad a la Capacidad Económica del Accionistas Minoritario se presenta a continuación:

$$Y = 0.304677 - 0.315029 * X_2 + \varepsilon$$

Dónde:

Y = Capacidad Económica del Accionista Minoritario

X<sub>2</sub> = Razón de Retención de Utilidades

ε = Es el error de observación debido a variables no controladas

La ecuación de regresión lineal explica de manera adecuada de cómo la retención de utilidades influye en la capacidad económica del Accionista minoritario.

La influencia de la variable explicativa es analizada en referencia al coeficiente de regresión, donde los dos parámetros de la ecuación explican lo siguiente:

**C<sub>0</sub> = 0.304677**, el intercepto, es el valor esperado de la Capacidad Económica del Accionista Minoritario si X<sub>2</sub>, hubiese sido cero durante el periodo muestral, es decir, la tasa promedio de la Capacidad Económica del Accionista Minoritario observada habría estado cerca al 30.46%.

**X<sub>2</sub> = -0.315029**, es el coeficiente parcial para X<sub>2</sub>, significa que al mantener constante la Capacidad Económica del Accionista Minoritario esperada, la Capacidad Económica del Accionista Minoritario observada en

promedio se redujo en cerca de -31.50% por cada aumento de 1% de la Retención de utilidades ( $X_2$ ).

Estadísticamente se expresa de la siguiente manera: Si hay un aumento de un 1% en la Retención de Utilidades, la Capacidad Económica de los Accionistas Minoritarios disminuye en un -31.50%.

### **Determinación de los Resultados de la Segunda Hipótesis Específica:**

A través del programa Eviews se obtienen los siguientes resultados:

<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	<b>= 0.939464</b>
<b>Prob (F-statistic)</b>	<b>= 0.000000</b>
<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>= 2.010190</b>

### **Explicación:**

El **R<sup>2</sup> Ajustado**, significa que con un 93.94% de confianza, la variabilidad de la retención de utilidades influyen por su relación de linealidad con la Capacidad Económica del Accionista Minoritario.

La **Prob (F-statistic)**, la probabilidad del estadístico F, presenta un error menor al límite de 5% (0.00%), de que no se cumpla.

El **Durbin-Watson esperado** se encuentra dentro del intervalo 1 a 3, de un rango de 0 a 4, en el caso del Durbin-Watson observado el valor obtenido de 2.01019 indica que

se encuentra dentro del rango. Por lo tanto, se puede afirmar que los residuos son independientes, que no existe autocorrelación entre las subvariable ( $X_1$ ) y la variable general ( $Y$ ) (ver anexo 53).

De la lectura de los resultados que se muestran en la Tabla 69 se puede concluir que hay suficiente evidencia que demuestra que la variable ( $X_2$ ). Razón de Retención de Utilidades; **explica** adecuadamente la influencia que tiene sobre la Capacidad Económica del Accionista Minoritario.

### **Decisión y conclusión**

Los resultados expresan que **la Segunda Hipótesis Específica ha quedado demostrada. En consecuencia, la hipótesis no se rechaza.**

#### **4.2.2.3 Tercera Hipótesis Específica**

**La razón Precio-Utilidad influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.**

Es decir, la hipótesis sostiene que a través de la Razón Precio - Utilidad realizadas por empresas que cotizan en la BVL influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

### Establecer la Hipótesis

**H<sub>0</sub>** = La razón Precio-Utilidad **influye** en la capacidad económica de los Accionistas minoritarios.

**H<sub>1</sub>** = La razón Precio-Utilidad **no influye** en la capacidad económica de los Accionistas minoritarios.

En la Tabla 70 se muestra los resultados de los datos que fueron procesados por el software EVIEWS para probar la Tercera Hipótesis Específica.

**Tabla 70. Resultado de EVIEWS para la Tercera Hipótesis Específica**

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Period SUR)				
Date: 11/21/18 Time: 23:15				
Sample: 2009 2016				
Periods included: 8				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 96				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Period SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006532	0.009271	-0.704491	0.4829
X3	0.007355	0.000207	35.5716	0
Weighted Statistics				
R-squared	0.922425	Mean dependent var		1.211076
Adjusted R-squared	0.9216	S.D. dependent var		3.512559
S.E. of regression	0.991739	Sum squared resid		92.45343
F-statistic	1117.734	Durbin-Watson stat		1.959337
Prob(F-statistic)	0			

*Fuente: Elaboración propia a partir de cálculos*

## Modelo de Regresión Lineal e Interpretación

El modelo de regresión lineal para estimar la influencia que tiene la Razón Precio-Utilidad a la Capacidad Económica del Accionista Minoritario viene dado por el siguiente modelo especificado:

$$Y = -0.006532 + 0.007355 * X_3 + \varepsilon$$

Dónde:

Y = Capacidad Económica del Accionista Minoritario

X<sub>3</sub> = Razón Precio-Utilidad

ε = Es el error de observación debido a variables no controladas

La ecuación de regresión lineal explica de manera adecuada de cómo la razón Precio-Utilidad influye en la capacidad económica del Accionista minoritario.

La influencia de la variable explicativa es analizada en referencia al coeficiente de regresión, donde los dos parámetros de la ecuación explican lo siguiente:

**C<sub>0</sub> = -0.006532**, el intercepto, es el valor esperado de la Capacidad Económica del Accionista Minoritario si X<sub>3</sub>, hubiese sido cero durante el periodo muestral, es decir, la tasa promedio de la Capacidad Económica del Accionista Minoritario observada habría estado cerca de -0.65%.

**X<sub>3</sub> = 0.007355**, es el coeficiente parcial para X<sub>3</sub>, significa que al mantener constante la Capacidad Económica del Accionista Minoritario esperada, la Capacidad

Económica del Accionista Minoritario observada en promedio se incrementó en cerca de 0.73% por cada aumento de 1% de sus expectativas de ganancias expresadas por la razón Precio-Utilidad ( $X_3$ ).

Estadísticamente se expresa de la siguiente manera: Si hay un aumento de un 1% de sus expectativas de ganancias expresadas en la razón Precio-Utilidad, la Capacidad Económica del Accionista Minoritario aumento escasamente un 0.73%; es decir la influencia de sus expectativas de ganancia en su Capacidad Económica del Accionista Minoritario son muy bajas, no llegan ni al 1%.

### **Determinación de los Resultados de la Tercera Hipótesis Específica:**

A través del programa Eviews se obtienen los siguientes resultados:

<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	<b>= 0.9216</b>
<b>Prob (F-statistic)</b>	<b>= 0.000000</b>
<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>= 1.959337</b>

### **Explicación:**

El **R<sup>2</sup> Ajustado**, significa que con un 92.16% de confianza, la variabilidad de las expectativas de ganancias (razón Precio-Utilidad) influyen por su relación de linealidad con la Capacidad Económica del Accionista Minoritario.

La Prob (F-statistic), la probabilidad del estadístico F, presenta un error menor al límite de 5% (0.00%), de que no se cumpla.

**El Durbin-Watson esperado** se encuentra dentro del intervalo 1 a 3, de un rango de 0 a 4, en el caso del Durbin-Watson observado el valor obtenido de 1.959337 indica que se encuentra dentro del rango, Por lo tanto, se puede afirmar que los residuos son independientes, que no existe autocorrelación entre las subvariable ( $X_3$ ) y la variable general (Y) (ver anexo 53).

De la lectura de los resultados que se muestran en la Tabla 70, se puede concluir que hay suficiente evidencia que demuestra que la variable ( $X_3$ ). Razón Precio-Utilidad; **explica** adecuadamente la influencia que tiene sobre la Capacidad Económica del Accionista Minoritario.

### **Decisión y conclusión**

Los resultados expresan que **la Tercera Hipótesis Específica ha quedado demostrada. En consecuencia, la hipótesis no se rechaza.**

De esta manera, en este capítulo se han presentado los resultados obtenidos después de la estimación mediante el modelo de regresión lineal múltiple utilizado para contrastar los datos y la hipótesis planteada en el Capítulo I. Del mismo modo, se incluyó también el modelo de regresión lineal simple con el fin de respaldar los resultados obtenidos de las empresas de la muestra. Los impacto y las conclusiones sobre los resultados obtenidos se presentan en los siguientes capítulos.

## **CAPÍTULO 5: IMPACTOS**

La principal contribución de esta investigación fue la demostración de la hipótesis. Se espera que los accionistas mayoritarios utilicen los resultados del estudio y, sobre esta base, adopten una política de distribución de dividendos en efectivo en lugar de pagar con acciones liberadas. Tales cambios deben tener impactos socioeconómicos, cuyas consecuencias mejorarán las capacidades económicas de los accionistas minoritarios.

Como impacto indirecto, el objetivo es crear una cultura de pago de dividendos y crear un entorno favorable para que los accionistas minoritarios elijan el método de pago de sus utilidades como compensación por su capital aportado y, para eliminar sus dudas y temores generados por las empresas que no tienen objetivos claros para una política de dividendos racional. Para complementar esta cultura de pago de dividendos es de importancia formular un nuevo marco legal que regulen la distribución de utilidades y pago de dividendos de las sociedades anónimas abiertas que cotizan en la BVL. Agregando una cláusula a la Ley del Mercado de Valores, las empresas pueden brindar a los inversores con previsión y antelación de igualdad de condiciones para todos los inversionistas sin modificaciones posteriores gravosas con el uso de la discrecionalidad por parte de los accionistas mayoritarios que ostentan el control de las empresas, y así, tengan la oportunidad para elegir al momento de adquirir acciones, cómo desean recibir dividendos en forma de efectivo o acciones liberadas. La incorporación de esta regulación a la ley tendrá un impacto socioeconómico y sus consecuencias se reflejarán en la mejora de las capacidades económicas de los accionistas minoritarios.

Si esta cláusula se incluye en la Ley del Mercado de Valores, obligará a la empresa a respetar la elección de los accionistas que elijan distribuir en efectivo o en acciones liberadas, siempre que el inversor elija uno de los métodos de pago. Esto debe ser una condición vinculante para que los accionistas mayoritarios reconozcan los derechos de sus accionistas minoritarios. Por tanto, la discrecionalidad estará enmarcada legalmente, lo que ayudará a atraer más accionistas y aumentar el patrimonio de la empresa, para que tengan más recursos financieros para invertir.

El impacto cuantitativo puede explicarse en base a los resultados obtenidos de la prueba de hipótesis general (p. 174), en la cual se señaló que existe evidencia suficiente para demostrar que el conjunto de indicadores (X1) dividendo por acción; (X2): razón de retención y; (X3): razón precio-utilidad; explican adecuadamente la influencia que ejercen sobre la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la BVL. De todas estas tablas, solo se usa la Tabla 62 para el análisis de impacto en la que se detalla lo indicado:

**Tabla 71. Resultados de la Razón Dividendos por Acción (DPA)**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.2944	0.3819	0.1518	0.1835	0.1083	0.1023	0.0752	0.1109

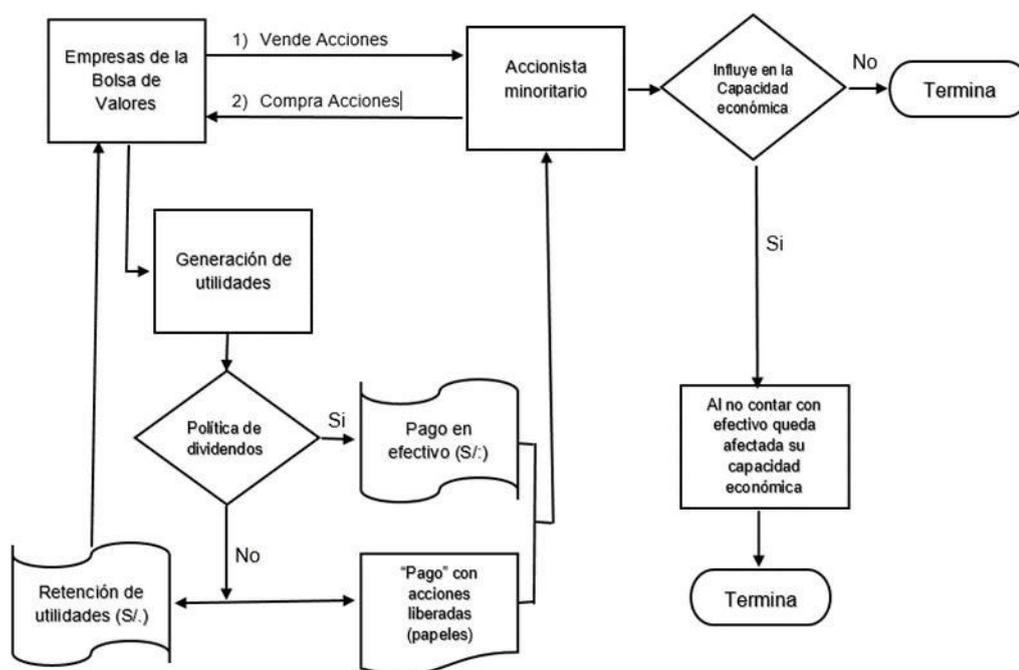
**Nota:** En la segunda fila, los resultados de la aplicación de la Razón DPA promedio se expresan para cada año de la muestra (Ver Anexos 50 y 51)

En la Tabla, podemos apreciar el comportamiento anual y continuo de los coeficientes. La muestra conformada por 12 empresas que cotizan en la BVL, se repartieron en promedio entre 31% a 0.05% observándose una tendencia decreciente de DPA por año, lo cual es evidente que debido a que no repartieron todas las utilidades, estos hechos habrían impactado negativamente en la Capacidad Económica de los Accionistas Minoritarios. Del mismo modo, los otros indicadores también muestran claramente el impacto negativo de la política de dividendos mediante acciones liberadas.

En finanzas, es necesario tener en cuenta el principio económico: es preferible recibir dinero hoy, y no recibir el mismo valor nominal mañana. En este caso,

el principio no se tuvo en cuenta, ya que la distribución se realizó mediante acciones liberadas, que son solo papeles y, por lo tanto, los accionistas minoritarios no pueden realizar muchas actividades económicas. Obviamente, la decisión de retener utilidades y, en cambio otorgarles acciones afectó su capacidad económica, porque su porcentaje de ingresos es demasiado bajo para satisfacer sus necesidades básicas, menos para disfrutarlas y cubrir otros gastos. Como resultado, su actividad económica se contrajo. Por consiguiente, a medida que sus utilidades son retenidas y pagadas con acciones, el impacto en la capacidad económica de los accionistas minoritarios es obviamente negativo. Se puede inferir de esto, que un accionista que no haya logrado su objetivo de liquidez tendrá un impacto negativo en su capacidad económica; no debemos olvidar que una simple influencia en su economía es suficiente para indicar su impacto.

En el gráfico 69, se expresa de manera simplificada el impacto que ejerce la política de dividendos en los accionistas minoritarios.



**Gráfico 69: Diagrama de Flujo. Impacto del pago de dividendos mediante acciones liberadas. En este flujo se puede apreciar de manera objetiva como el pago con acciones liberadas que hacen las empresas que cotizan en la BVL, influye en la capacidad económica del Accionista minoritario.**

**Fuente: Elaboración propia**

Finalmente, el impacto de esta investigación debe verse desde una perspectiva positiva, ya que debe ser la palanca para mejorar la capacidad económica de los accionistas minoritarios y para que los accionistas mayoritarios reflexionen y cambien su política actual de dividendos. Estos efectos van mucho más allá de la posibilidad de medidas cualitativas y cuantitativas y, sin embargo, no considerarlo pensamos que sería perjudicial, por lo que no solo debemos considerarlo, sino también aplicarlo.

Por lo tanto, la tesis puede generar un soporte en la innovación de las políticas de dividendos en la materia de distribución de utilidades.

## CONCLUSIONES

- 1) Hipótesis General.** La conclusión de esta tesis en referencia a la hipótesis general viene a demostrar en merito a los resultados de la prueba de la tesis, que existe evidencia empírica para afirmar que “el pago de dividendos mediante acciones liberadas influyo en la capacidad económica de los accionistas minoritarios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. Período 2009-2016”.

Los resultados obtenidos confirmaron la confiabilidad y validez de la hipótesis de que el modelo de política de dividendos adoptado por las empresas de pago de dividendos mediante acciones liberadas, determinó que las expectativas de los accionistas minoritarios que invirtieron su dinero en acciones para obtener beneficios en efectivo no se cumplieron porque, recibieron acciones liberadas; esta forma de "pago" afectó su capacidad económica; entonces, se puede decir que, los objetivos de los accionistas minoritarios relacionados con sus expectativas de beneficios no se cumplieron.

- 2) Primera hipótesis específica.** La conclusión de esta tesis en referencia a la primera hipótesis específica viene a demostrar en merito a los resultados de la prueba de la tesis, que existe evidencia empírica para afirmar que, “el dividendo por acción influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios”.

Los resultados confirmaron que las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima distribuyeron parcialmente sus utilidades a sus

accionistas, que el índice de Pago de Dividendos por Acción es muy bajo, lo que habría generado un impacto negativo en la capacidad económica de los accionistas minoritarios, quienes creyeron que la empresa les daría sus utilidades en efectivo, y no fue así.

- 3) Segunda hipótesis específica.** La conclusión de esta tesis con referencia a la segunda hipótesis específica viene a demostrar en merito a los resultados de la prueba de la tesis, que existe evidencia empírica para afirmar que, "la razón de retención de utilidades influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios".

Los resultados muestran que las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima tienen altas tasas de retención de utilidades, lo cual tiene un impacto negativo en la capacidad económica de los accionistas minoritarios.

- 4) Tercera hipótesis específica.** La conclusión de esta tesis en referencia a la tercera hipótesis específica viene a demostrar en merito a los resultados de la prueba de la tesis, que existe evidencia empírica para afirmar que, "la razón precio - utilidad influye en la capacidad económica de los accionistas minoritarios".

Los resultados muestran a las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima que, a pesar del aumento de los precios de las acciones, y de sus altas expectativas de crecimiento de las acciones, estos factores no se consideraron en la distribución de dividendos. Las utilidades distribuidos a los accionistas minoritarios fueron muy bajos, lo que afectó a su capacidad económica.

## RECOMENDACIONES

- 1) Hipótesis General.** Decidir sobre una política de distribución de utilidades en efectivo conlleva una gran responsabilidad, que debe basarse en el conocimiento de lo que pretenden los accionistas minoritarios de su inversión, los que deben tenerse en cuenta: 1) que la categoría de su propiedad es temporal y 2) espera recibir utilidades en efectivo. Es decir, sus objetivos son a corto plazo. Por lo tanto, se recomienda que los accionistas mayoritarios cambien su política de dividendos, que aplican, por otro que incluya pago de dividendos en efectivo. Como se ha demostrado en este estudio, la política de dividendos que están aplicando de distribuir dividendos mediante acciones liberadas ha afectado la capacidad económica de los accionistas minoritarios. Un cambio en la política de dividendos creará un entorno seguro para los accionistas minoritarios actuales y potenciales.
  
- 2) Primera hipótesis específica.** Recomendar a los accionistas mayoritarios que poseen el poder político y económico de las empresas que reconozcan la importancia de la participación del capital de los accionistas minoritarios, ya que influyen directamente en sus resultados. También, deben tener en cuenta que los accionistas minoritarios invierten su dinero para obtener utilidades en efectivo y recuperar su inversión a corto plazo. Por lo tanto, se recomienda adoptar políticas de dividendos claras que consistan principalmente en no retenerles sus utilidades y que los dividendos sean en efectivo. El tipo de política de dividendos recomendado debe tener en cuenta que para el accionista minoritario es importante el principio económico: es preferible recibir dinero hoy y no

recibir el mismo valor nominal mañana. Esta política de dividendos recomendada en este estudio es esencial para los intereses de los accionistas minoritarios, por lo tanto, la política de pago de dividendos mediante acciones liberadas debe eliminarse ya que afecta su capacidad económica.

- 3) Segunda hipótesis específica.** Se recomienda que los accionistas mayoritarios adopten una política de dividendos de acuerdo con las buenas prácticas de gobierno corporativo promovidas por la SMV, permitiendo que los accionistas minoritarios participen en las decisiones relacionadas con la política de dividendos, lo que traerían consigo un mayor compromiso de parte de estos accionistas, porque cuando sienten que están representados, considerarán que están seguras sus inversiones y que sus objetivos son factibles.
- 4)** Esta predisposición de los accionistas mayoritarios implicará buscar un método más justo y razonable de distribución de dividendos entre todos los accionistas. La propuesta debe contar con un sólido soporte técnico que debe priorizar la distribución de utilidades a sus accionistas y al desarrollo de la empresa. Con esto, se debe garantizar también, que la tasa de retención de utilidades no sea alta (Gráfico 64), y, que los resultados de la investigación muestran que la proporción fue muy alta, superior al 60%. Esto afectó a los accionistas minoritarios.
- 4) Tercera hipótesis específica.** Debe tenerse en cuenta que, de acuerdo con los datos presentados en el Gráfico 65 (Razón Precio-Utilidad), en el que se puede observar que los accionistas tenían altas expectativas en el crecimiento de la utilidad neta, incluso en 2014, donde sus acciones aumentaron en más de 63 veces por cada Sol (S/. 1) de utilidad neta. Estas no se habrían tomado en cuenta en la distribución de utilidades. La recomendación es que tales omisiones por parte de los accionistas mayoritarios se dejen sin efecto, ya que afectan la capacidad económica de los accionistas minoritarios y, porque otros accionistas potenciales estarían dispuestos para adquirir acciones en una empresa en la que su

Razón de Precio-Utilidad es alto y, que esto se refleje al mismo tiempo con el pago de utilidades en efectivo.

- 5) Propuesta de Ley.** Se recomienda mejorar la Ley del Mercado de Valores, que regule el sistema de pago de dividendos que adoptarán las empresas de la BVL, que estipule que el porcentaje mínimo de dividendos a distribuir a los accionistas debe estar garantizado por la Ley del Mercado de Valores, que puede ser del 30%, como ya es el caso de lo que ocurre en Chile, Colombia, Brasil y Venezuela. Con esta mejora a la Ley, los inversores tendrán garantizados dividendos que recibirán al menos el 30%, evitando así perjudicar la capacidad económica de los accionistas minoritarios que quieren que sus beneficios por su inversión se les paguen en efectivo. Con esta mejora se estaría eliminando o reduciendo el grado de desconfianza en el accionista minoritario, por ello, será necesario introducir reglas que garanticen que recibirá el beneficio especificado, para que al comprar acciones confíen que recibirá una retribución en efectivo por sus acciones. De hecho, con la garantía que les brindará la ley, los inversionistas comprarán acciones a sabiendas y asumirán que eventualmente recibirán sus beneficios, evitando así ser sorprendidos por decisiones distintas a las anunciadas. De esta forma, las empresas ganarán prestigio, evitará generar frustración entre los inversores y mala reputación por incumplimiento de su política de dividendos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arias, F., (1972). Introducción a la técnica de investigación en ciencias de la administración y del comportamiento. México: Editorial Trillas, S-A.
- Bebczuk, Ricardo N., (2000). Información Asimétrica en Mercados Financieros. Introducción y Aplicaciones. Editorial Cambridge, University Press. Madrid. España.
- Bernardo J. & Caldero J. F. (2000). Aprendo a investigar en educación. Madrid: Rialp,
- Besley, S. & Brigham, E., (2001). Fundamentos de Administración Financiera. México, D.F.: Mc Graw Hill.
- Besley, S. y Brigham, E. (2008). Fundamentos de Administración Financiera. México: Ed. Editorial Cengage/Learning.
- Black, F. & Scholes, M. (1974) The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial economics* 1 (1).
- Block, B. & Hirt, A., (1987). Fundamentos de Administración Financiera. México: Compañía Editorial Continental S.A.
- Breley, R., & Myers, C., (2010). *Principios de finanzas corporativas*. 9ª ed. Madrid: Mc. Graw Hill.

Bunge, M., (2002). *Epistemología*. 3a ed. México: Siglo veintiuno editores.

Ceberio, Marcelo y Paul Watzlawick. (1998). *La Construcción del Universo*. Herder. Barcelona.

Corral G., L., (2004). La capacidad económica de contribuir. Cuadernos de Estudios Empresariales, núm. 14 27-43. 2004. Universidad Complutense de Madrid. Disponible en:

Cortés, Fernando y Manuel Gil. 1997. *El Constructivismo Genético y las Ciencias Sociales: Líneas Básicas para una Reorganización Epistemológica*. Editorial Gedisa, Barcelona, España.

Díaz B., R., (2009). *La Regulación de los Conflictos de Interés de los Directores como una Medida de Protección a los Accionistas Minoritarios en la Sociedad Anónima*. (Tesis para optar el grado de Magister en Derecho con Mención en Derecho Económico. Presentada a la Facultad de Derecho). Universidad de Chile.

Esparza A, J., (s/f.) **Política de dividendos**. Disponible en: <http://web.uqroo.mx/archivos/jlesparza/acpef140/3.4%20Dividendos.pdf>

Fabozzi, F., Modigliani, F., y Ferri, M. (1996). *Mercados e Instituciones Financieras*. Primera Edición. México: Ed. Prentice Hall - Hispanoamericana Michael G. Ferri S.A.

Fama, E. (1974). The empirical relationships between the dividend and investment decisions of Firms. *The American Economic Review*, 64 (3), 304-318.

[file:///C:/Documents%20and%20Settings/User/Mis%20documentos/Downloads/10442-10523-1-PB%20\(1\).PDF](file:///C:/Documents%20and%20Settings/User/Mis%20documentos/Downloads/10442-10523-1-PB%20(1).PDF)

- Flórez, L., (2008). *Evolución de la Teoría Financiera en el Siglo XX*. Revista Activa. ISSN: 1657-4206 ISSN electrónico: 2462-8107. Semestral. Economía y Finanzas. Universidad EAFIT. Ecos de Economía No. 27. Medellín, octubre de 2008, pp. 145-168. Colombia.
- Galindo, G., Cea, N., Cancela, R. y Valilla, S. (2010). Investigación ex post-facto. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.
- Gallagher, J., & Andrew, J., (2001) Administración Financiera - Teoría y Práctica. Colombia: Editorial Prentice Hall.
- García G., S., (2012). El contenido informativo de los anuncios de dividendos y la reacción del precio de las acciones: Perú 2001-2010. (Tesis de maestría). Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima.
- García-Borgolla, A. (2003). La relevancia de los dividendos para explicar el valor de mercado de las acciones. (Tesis doctoral). Universidad de Cádiz. Cádiz, España.
- García, M., y Loranca, J. (2016). La política de dividendos como fuente de información y financiamiento. Horizontes de la Contaduría No. 5 julio-diciembre año 2016 pp. 258-275. Universidad Veracruzana, México.
- Gitman, J. (2000). Administración Financiera. México: Pearson Educación.
- Gitman, J. (2007). Principios de Administración Financiera. México: Pearson Educación.
- Gitman, L., & Zutter, C., (2012). *Principios de Administración Financiera*. 10ª México: Pearson Education.
- Gutiérrez, M. & Sáez, M., (2014). *La política de dividendos de las empresas con accionistas de control*. InDRET. REVISTA PARA EL ANÁLISIS DEL DERECHO. WWW.INDRET.COM

Hernández, R. Fernández, C. y Baptista, M. (2010). *Metodología de la investigación*. México: Editorial Mc. Graw Hill.

Hernández, R., Fernández, C. y Baptista, M., (2006). *Metodología de la investigación*. México: Editorial Mc. Graw Hill.

[http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2009/de-diaz\\_r/pdfAmont/de-diaz\\_r.pdf](http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2009/de-diaz_r/pdfAmont/de-diaz_r.pdf)

[https://issuu.com/cengagelatam/docs/martin\\_mato\\_issuu](https://issuu.com/cengagelatam/docs/martin_mato_issuu)

Hurtado, J., (2000). *Metodología de investigación holística*. Caracas: Editorial SYPAL.

Kerlinger, Fred N., (1986). *Investigación del comportamiento*. México: Editorial Interamericana.

Madura, J. (2015). *Mercados e Instituciones Financieras*. México: Thomson/ Learning.

Mardones, J. M., y Ursua, N., (1991), *Filosofía de las Ciencias Humanas y Sociales. Materiales para una fundamentación científica*. Editorial Fontamara, Barcelona. España.

Martín, M. (2011). *Mercado de Capitales: Una perspectiva Global*. Argentina. 1a. Ed. Cengage. Disponible en:

Martín, M., (2010). *Mercado de Capitales: Una perspectiva global*. Argentina: Editorial Cengage/Learning.

Mascareñas, J. (2011). *Monografías sobre Finanzas Corporativas: La Política de Dividendos*. Universidad Complutense de Madrid.

Menéndez, C. y Guerrero, S. (1994). La controversia sobre la Política de Dividendos: Revisión y Síntesis. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Universidad Autónoma de Barcelona. Volumen XXIV

- Nuñez, J., Medina, M. y López, S. (2013). *Política de Dividendos: Aproximación a la Construcción de un Modelo General*. Ponencia. XVIII Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática. México. Universidad Autónoma de Coahuila. Disponible en: <http://congreso.investiga.fca.unam.mx/docs/xviii/docs/11.18.pdf>,
- Núñez, J.; Rositas, J. y Medina, M. (2013). *Modelo de política óptima de dividendos*. InnOvaciONES de la Facultad de Contaduría Pública y Administración Negocios. Revista Universidad Autónoma de Nuevo León, México.
- Pérez S., Constanza. (2007). *Remuneración de Directorio y Gobierno Corporativo*. (Tesis de magister). Pontificia Universidad Católica de Chile. Chile.
- Philipon, G., (2015). Las políticas de dividendos - Análisis de las empresas del CAC 40. Tesis Doctoral - *Investigación en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*. Universidad Pontificia de Comillas Icai – Icade, Madrid.
- Philippatos, G., (1974). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Mc Graw Hill.
- Ramos P., C. (2004). Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima. (*Tesis de maestría*) Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima.
- Ross, S., Westwerfield, R. & Jordan, B. (2014). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. 10ª ed. México: Mc Graw Hill.
- Rubner, A., (1971). *El Accionista en la Trampa*. Salamanca: Ediciones Anaya S. A.
- Sabino, C., (1992). El proceso de investigación. Caracas. Editorial Panapo.

Salkind, N., (1997). *Métodos de investigación*. México: Prentice Hall.

Santos, N., (2008). La política de dividendos y la rentabilidad de los negocios, *Revista de la Facultad de Ingeniería Industrial*. Vol. 11(1), pp. 29-36: UNMSM. Lima.

Saavedra, María & Saavedra Máximo (2012). **Evolución y aportes de la teoría financiera y un panorama de su investigación en México: 2003-2007**. *Ciencia Administrativa*. Número 2 Año 2012. ISSN 1870 - 9427. *Latindex Folio 14318*. *Publicación semestral*, pp. 45-61. Universidad Veracruzana. México.

Van Horne, J. (1997). *Administración Financiera*. México: Prentice Hall Hispanoamericana.

Weston, F., & Copeland, E. (1996). *Finanzas en Administración*. México: Editorial Mc Graw Hill

Wong, A., Blanco, M. y Villalpando, P. (2007). La paradoja de los dividendos. *Ciencia UANL*

## REFERENCIAS WEB

Bolsa de Valores de Lima, disponible en:

[http://www.bvl.com.pe/publi\\_boletindiario.html](http://www.bvl.com.pe/publi_boletindiario.html),

Congreso de la República del Perú. (6 de agosto del 2003). “Ley de Transparencia y Acceso a la información”. (Ley N° 27806 y su modificatoria Ley N° 27927). Recuperado de:

[http://www.reniec.gob.pe/Transparencia/intranet/imagenes/noticias/comunicado/ley\\_27927.pdf](http://www.reniec.gob.pe/Transparencia/intranet/imagenes/noticias/comunicado/ley_27927.pdf). (Consulta: 16 de abril del 2018).

Decreto Legislativo N° 861, Ley de Mercado de Valores. Recuperado de:

<https://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf>.

(Consultada el 18 de abril del 2018).

Deloitte. *La sociedad anónima y el accionista minoritario: problemática e importancia*. Boletín Gobierno Corporativo. Primavera 2012. Disponible en:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/risk/Gobierno-Corporativo/sociedad-anonima-y-accionista-minoritario.pdf>,

eumed.net, Enciclopedia Virtual. *Acciones liberadas*. Disponible en:

<http://www.eumed.net/diccionario/definicion.php?dic=1&def=1006>

Glosario de términos económicos del Banco Central de Reserva del Perú.

Disponible en: <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/c.html>

“La sociedad anónima y el accionista minoritario: problemática e importancia”.

Boletín Gobierno Corporativo | Primavera 2012. Recuperado de:

<https://www2.deloitte.com/.../Deloitte/mx/.../sociedad-anonima-y-accionista-minoritario:problemática-e-importancia>, deloitte.com/mx

“La empresa y el inversionista: las dos caras de la moneda”. Disponible en

página web de Colombia: Recuperado de:

<http://www.gerencie.com/politica-de-dividendos.html>

Mark Kennan. *Cómo calcular la tasa de retención*. Disponible en:

<https://www.cuidatudinero.com/13075398/como-calcular-la-tasa-de-retencion>

Real Academia Española (RAE). **Epistemología**. Disponible en:

<https://dej.rae.es/lema/epistemolog%C3%ADa>

Real Academia Española (RAE). **Capacidad**. Disponible en:

<https://dle.rae.es/?id=7HZdnLt>

Sabino, C. (1992). *El proceso de la investigación*. Libro digital. Caracas. Ed.

Panapo. Recuperado de: <http://paginas.ufm.edu/Sabino/PI.htm>.

## ANEXOS

### *ANEXO 1: Empresas que comprende la muestra de análisis*

<b>SECTOR BURSÁTIL</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>ACTIVIDAD ECONÓMICA</b>
<b>Agrario</b>	<b>Casa Grande Sociedad Anónima Abierta (CASA GRANDE S.A.A.)</b>	<b>Agroindustria</b>
<b>Diversas</b>	<b>FERREYCORP S.A.A.</b>	<b>Comercialización de bienes de capital</b>
<b>Diversas</b>	<b>Graña y Montero S.A A.</b>	<b>Inversiones y operaciones mercantiles</b>
<b>Industriales</b>	<b>Cementos Pacasmayo S.A.A.</b>	<b>Construcción</b>
<b>Industriales</b>	<b>ALICORP S.A.A.</b>	<b>Industria, exportación, importación, distribución y comercialización de productos de consumo.</b>
<b>Industriales</b>	<b>Unión Andina de Cementos S.A.A. - UNACEM S.A.A.</b>	<b>Construcción</b>
<b>Mineras</b>	<b>Compañía Minera MILPO S.A.A.</b>	<b>Minería</b>
<b>Mineras</b>	<b>Compañía Minera PODEROSA S.A.</b>	<b>Minería</b>
<b>Servicios</b>	<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	<b>Servicios</b>
<b>Mineras</b>	<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	<b>Minería</b>
<b>Mineras</b>	<b>Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.</b>	<b>Minería</b>
<b>Servicios</b>	<b>ENEL Generación Perú S.A.A. (antes EDEGEL)</b>	<b>Generación de energía</b>

**Fuente. Elaboración propia**

**ANEXO 2: Estado de Situación Financiera Anual Individual de Casa Grande Sociedad Anónima Abierta (CASA GRANDE S.A.A.)**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S./.)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Activos/</b>								
<b>Activos Corrientes/</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	16,024	52,495	8,674	17,175	36,802	61,613	30,718	14,903
Otros Activos Financieros/	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	43,733	43,862	25,050	20,987	36,873	46,275	2,317	24,244
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			72,179	51,983	83,481	80,490	86,341	98,466
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	6,346	6,438	3,337	4,327	20,708	3,547	25,551	30,823
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	547	52,746	43,792	26,669	25,900	30,668	58,473	43,399
Inventarios/	31,458	40,755	71,730	100,282	91,994	109,708	94,015	86,830
Activos Biológicos/	103,455	133,029	0	0	0	0	141,943	152,270
Activos por Impuestos a las Ganancias /	0	0	0	3,614	7,260	6,019	0	0
Gastos Pagados por Anticipado/	189	370						
Otros Activos/	657	10	812	1,060	2,066	1,826	2,971	784
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	202,409	329,705	153,395	174,114	221,603	259,656	355,988	353,253
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios/	0	0			0	0	0	0
<b>Total Activos Corrientes/</b>	<b>202,409</b>	<b>329,705</b>	<b>153,395</b>	<b>174,114</b>	<b>221,603</b>	<b>259,656</b>	<b>355,988</b>	<b>353,253</b>
<b>Activos No Corrientes/</b>								
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			3,977	4,959	6,212	4,829	4,967	77,835
Otras Cuentas por Cobrar/	0	0	3,977	4,959	6,212	4,829	4,967	4,518
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	756	289	0	0	0	0	0	73,317
Activos Biológicos/	81,423	111,794	355,773	326,528	317,728	263,704	0	0
Propiedades de Inversión/	3,074	2,319	0	0	0	0	0	0
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	1,024,544	1,069,665	1,202,117	1,232,704	1,235,535	1,233,932	1,337,996	1,315,297
Activos intangibles distintos de la plusvalía/			1,253	1,992	1,888	2,007	1,488	1,142
Activos Intangibles (neto)/	1,501	1,064						
Otros Activos/	26,010	25,902	0	0	0	0	0	0
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>1,137,308</b>	<b>1,211,033</b>	<b>1,563,120</b>	<b>1,566,183</b>	<b>1,561,363</b>	<b>1,504,472</b>	<b>1,344,451</b>	<b>1,394,374</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS/</b>	<b>1,339,717</b>	<b>1,540,738</b>	<b>1,716,515</b>	<b>1,740,297</b>	<b>1,782,966</b>	<b>1,764,128</b>	<b>1,700,439</b>	<b>1,747,627</b>

**Pasivos y Patrimonio/**

<b>Pasivos Corrientes/</b>							1,473	
Otros Pasivos Financieros /	22,517	68,193	<b>37,037</b>	<b>2,186</b>	16,549	1,264	70,182	1,440
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			62,565	55,256	95,326	55,666	43,973	63,030
Cuentas por Pagar Comerciales /	47,863	43,337	37,875	41,210	64,447	40,248	9,012	43,929
Otras Cuentas por Pagar/	50,760	57,770	17,493	13,690	17,442	15,101	0	12,975
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	18,630	20,022	7,197	356	13,437	317	17,197	6,126
Ingresos diferidos /			0	0	<b>0</b>	<b>0</b>	19,689	0
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	0	0	8,449	0	<b>0</b>	<b>0</b>	0	6,665
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	31,303	24,451	9,209	13,044	7,291	22,515
Otros Pasivos no financieros/	0	0			0	0	104,367	0
Otras provisiones /			5,363	7,663	<b>8,334</b>	<b>9,482</b>	5,732	14,115
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedidos para la Venta/	139,770	189,322	144,717	89,556	129,418	79,456	0	107,765
Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedidos para la Venta/	0	0	0	0	0	0	104,367	0
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>139,770</b>	<b>189,322</b>	<b>144,717</b>	<b>89,556</b>	<b>129,418</b>	<b>79,456</b>	<b>104,367</b>	<b>107,765</b>
<b>Pasivos No Corrientes/</b>								
Otros Pasivos Financieros /	87,160	90,246	82,104	4,602	3,547	2,528	1,443	0
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			15,971	189,632	202,875	214,647	57,938	6,229
Cuentas por Pagar Comerciales /	3,645	3,437	<b>1,915</b>	<b>1,274</b>	830	304	0	0
Otras Cuentas por Pagar/	110,812	25,377	14,046	12,905	9,742	8,765	7,984	6,229
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	27,691	27,687	10	175,453	192,303	205,578	49,954	0
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	195,899	208,371	251,318	241,801	238,645	213,346	208,582	235,996
Ingresos Diferidos (netos)/	3,145	3,145	0	0	0	0	0	0
Otras provisiones /	5,284	2,794	577	0	0	0		
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>428,352</b>	<b>358,263</b>	<b>354,677</b>	<b>438,829</b>	<b>445,644</b>	<b>430,521</b>	<b>267,963</b>	<b>242,225</b>
<b>Total Pasivos /</b>	<b>568,122</b>	<b>547,585</b>	<b>499,394</b>	<b>528,385</b>	<b>575,062</b>	<b>509,977</b>	<b>372,330</b>	<b>349,990</b>
<b>Patrimonio /</b>								
Capital Emitido/	847,030	847,030	847,030	847,030	<b>847,030</b>	<b>847,030</b>	847,030	847,030
Otras Reservas de Capital/	253,062	238,981	7,052	38,138	47,820	49,419	54,844	64,335
Resultados Acumulados/	-427,025	-328,497	-92,858	363,039	326,744	357,702	426,235	486,272
<b>Total Patrimonio /</b>	<b>771,595</b>	<b>993,153</b>	<b>1,217,121</b>	<b>1,211,912</b>	<b>1,207,904</b>	<b>1,254,151</b>	<b>1,328,109</b>	<b>1,397,637</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/</b>	<b>1,339,717</b>	<b>1,540,738</b>	<b>1,716,515</b>	<b>1,740,297</b>	<b>1,782,966</b>	<b>1,764,128</b>	<b>1,700,439</b>	<b>1,747,627</b>



**ANEXO 4: Datos adicionales tomados de la Memoria**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	84,234,548	84,234,548	84,234,548	84,234,548	84,234,548	84,234,548	84,234,548	84,234,548
<b>Valor nominal de la Acción</b>	10	10	10	10	10	10	10	10
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	0	0	68,559	102,000	20,000	8,000	0	35,450
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	1	1	2	2	2	2	2	2
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	5,344	5,073	4,519	4,499	4,405	4,183	4,072	3,927
<b>Total Accionistas</b>	5,345	5,074	4,521	4,501	4,407	4,185	4,074	3,929
% Capital de Accionista mayoritario	57.09	57.09	62.43	62.43	62.43	62.43	62.43	62.43
% Capital de Accionista minoritario	42.91	42.91	37.57	37.57	37.57	37.57	37.57	37.57
<b>Valor promedio de la Acción al final del período</b>	4.15	6.31	15.12	15.02	14.34	8.06	3.48	7

**ANEXO 5: Cálculo de los indicadores de “Casa Grande S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> $= \frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> $= \frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> $= \frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> $= \frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> $= \frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	$= \frac{0}{84,234,548} = 0.0000$	$= \frac{98,528}{98,528} = 1.0000$	$= \frac{6.31000000}{1.1697} = 5.3946$	$= \frac{42.91}{100} = 0.4291$	$= \frac{0}{98,528} = 0.0000$
<b>2010</b>	$= \frac{0}{84,234,548} = 0.0000$	$= \frac{235,639}{235,639} = 1.0000$	$= \frac{15.12000000}{2.7974} = 5.4049$	$= \frac{42.91}{100} = 0.4291$	$= \frac{0}{235,639} = 0.0000$
<b>2011</b>	$= \frac{68,559}{84,234,548} = 0.8139$	$= \frac{242,300}{310,859} = 0.7794$	$= \frac{15.02000000}{3.6900} = 4.0704$	$= \frac{37.57}{100} = 0.3757$	$= \frac{68,559}{310,859} = 0.2205$
<b>2012</b>	$= \frac{102,000}{84,234,548} = 1.2109$	$= \frac{-5,179}{96,821} = -0.0534$	$= \frac{14.34000000}{1.1500} = 12.4695$	$= \frac{37.57}{100} = 0.3757$	$= \frac{102,000}{96,821} = 1.0534$
<b>2013</b>	$= \frac{20,000}{84,234,548} = 0.2374$	$= \frac{-4,008}{15,992} = -0.2506$	$= \frac{8.06000000}{0.1890} = 42.6455$	$= \frac{37.57}{100} = 0.3757$	$= \frac{20,000}{15,992} = 1.2506$
<b>2014</b>	$= \frac{8,000}{84,234,548} = 0.0949$	$= \frac{46,247}{54,247} = 0.8525$	$= \frac{8.55000000}{0.6440} = 13.2763$	$= \frac{37.57}{100} = 0.3757$	$= \frac{8,000}{54,247} = 0.1474$
<b>2015</b>	$= \frac{0}{84,234,548} = 0.0000$	$= \frac{72,157}{72,157} = 1.0000$	$= \frac{3.48000000}{0.8600} = 4.0465$	$= \frac{37.57}{100} = 0.3757$	$= \frac{0}{72,157} = 0.0000$
<b>2016</b>	$= \frac{35,450}{84,234,548} = 0.4208$	$= \frac{69,528}{104,978} = 0.6623$	$= \frac{7.00000000}{1.2500} = 5.6000$	$= \frac{37.57}{100} = 0.3757$	$= \frac{35,450}{104,978} = 0.3376$

**ANEXO 6: Estado de Situación Financiera Anual Individual "FERREYCORP S.A.A."**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes de efectivo/	93,775	42,683	4,992	15,437	16,455	4,523	76,663	25,047
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			131,621	292,323	195,331	251,951	126,523	161,378
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	291,353	309,719	60,711	114,884	12,097	4,294	3,289	4,439
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	28,609	23,542	15,454	8,774	8,414	10,165	16,276	23,291
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	16,439	27,722	55,456	168,665	174,820	237,492	106,222	132,448
Inventarios/	454,532	679,057	115,816	12,078	2,917	0	0	0
Gastos Pagados por Anticipado/	1,183	2,222						
Otros Activos/	0	0	1,265	682	397	1,073	0	0
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	885,891	1,084,945	253,694	320,520	215,100	257,547	203,186	186,425
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES/</b>	<b>885,891</b>	<b>1,084,945</b>	<b>253,694</b>	<b>320,520</b>	<b>215,100</b>	<b>257,547</b>	<b>203,186</b>	<b>186,425</b>
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>								
Otros Activos Financieros/	1,311	898	1,310	1,303	0	0	0	0
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas/			906,147	1,085,075	1,403,535	1,554,855	1,635,536	1,695,767
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación /	195,153	282,081						
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			16,423	35,132	593,726	525,345	697,743	457,616
Cuentas por Cobrar Comerciales/	30,127	19,936	0	5,372	832	117	54	1,428
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	0	8,945	29,683	6,931	590,021	523,569	696,406	455,301
Otras Cuentas por Cobrar/	0	9,597	5,449	4,120	2,873	1,659	1,283	887
Propiedades de Inversión/	0	0	0	0	346,994	346,233	298,000	291,946
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	397,329	406,776	271,882	275,448	103	0	0	0
Activos Intangibles (neto)/	4,883	4,359						
Activos intangibles distintos de la plusvalía/			0	0	0	0	10	333
Activos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	15,186	19,589	0	0	0	0	0	0
Plusvalía/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Activos/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DE ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>643,989</b>	<b>752,181</b>	<b>1,214,471</b>	<b>1,378,249</b>	<b>2,344,358</b>	<b>2,426,433</b>	<b>2,631,289</b>	<b>2,445,662</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>1,529,880</b>	<b>1,837,126</b>	<b>1,468,165</b>	<b>1,698,769</b>	<b>2,559,458</b>	<b>2,683,980</b>	<b>2,834,475</b>	<b>2,632,087</b>

**PASIVOS Y PATRIMONIO****PASIVOS CORRIENTES**

Otros Pasivos Financieros /	146,431	298,064	297,427	61,029	25,915	41,659	52,572	60,898
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			34,549	181,213	69,745	35,179	52,109	29,662
Cuentas por Pagar Comerciales /	183,924	181,338	1,385	46,300	875	549	2,712	1,368
Otras Cuentas por Pagar/	0	0	25,207	33,454	28,450	33,647	48,461	25,417
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	4,588	5,485	7,957	101,459	40,420	983	936	2,877
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	9,338	16,445	11,337	2,018	0	0	0	0
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos/	117,671	235,701	0	0	0	0	0	0
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedos para la Venta/	461,952	737,033	343,313	244,260	95,660	76,838	104,681	90,560
Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedos para la Venta/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>461,952</b>	<b>737,033</b>	<b>343,313</b>	<b>244,260</b>	<b>95,660</b>	<b>76,838</b>	<b>104,681</b>	<b>90,560</b>

**PASIVOS NO CORRIENTES**

Otros Pasivos Financieros /	434,228	335,872	133,494	159,303	864,581	969,853	1,045,831	714,168
Cuentas por Pagar Comerciales /	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	0	0	45,643	44,289	55,665	41,532	25,889	29,936
Ingresos Diferidos (netos)/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>434,228</b>	<b>335,872</b>	<b>179,137</b>	<b>203,592</b>	<b>920,246</b>	<b>1,011,385</b>	<b>1,071,720</b>	<b>744,104</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>896,180</b>	<b>1,072,905</b>	<b>522,450</b>	<b>447,852</b>	<b>1,015,906</b>	<b>1,088,223</b>	<b>1,176,401</b>	<b>834,664</b>

**PATRIMONIO**

Capital Emitido/	467,298	530,961	623,635	803,235	945,227	1,014,326	1,014,326	1,014,326
Primas de Emisión/	0	0	0	95,702	105,436	73,536	65,418	50,345
Acciones de Inversión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Acciones Propias en Cartera/	0	0	0	0	0	0	-27,048	-50,208
Otras Reservas de Capital/	65,899	94,895	63,692	82,179	99,766	110,099	123,207	139,384
Resultados Acumulados/	80,445	100,503	165,222	175,873	150,745	131,081	238,698	371,040
Otras Reservas de Patrimonio/	0	0	93,166	93,928	242,378	266,715	243,473	272,536
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>633,700</b>	<b>764,221</b>	<b>945,715</b>	<b>1,250,917</b>	<b>1,543,552</b>	<b>1,595,757</b>	<b>1,658,074</b>	<b>1,797,423</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1,529,880</b>	<b>1,837,126</b>	<b>1,468,165</b>	<b>1,698,769</b>	<b>2,559,458</b>	<b>2,683,980</b>	<b>2,834,475</b>	<b>2,632,087</b>



### ANEXO 8: Datos adicionales tomados de la Memoria

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	424,816,167	424,816,167	623,635,177	1,014,326,324	1,014,326,324	1,014,326,324	1,014,326,324	964,117,524
<b>Valor nominal de la Acción</b>	1.1	1.1	1	1	1	1	1	1
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	20,773	0	31,858	41,903	48,194	55,798	60,860	87,354
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	6	4	3	4	4	4	4	5
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	1,432	1,587	2,521	2,734	2,734	2,734	2,405	2,323
<b>Total Accionistas</b>	1,438	1,591	2,524	2,738	2,738	2,738	2,409	2,328
% Capital de Accionista mayoritario	42.42	28.48	24.8	29.29	29.29	29.29	29.43	35.0705
% Capital de Accionista minoritario	57.58	71.52	75.2	70.71	70.71	70.71	70.57	64.9295
<b>Valor promedio de la Acción al final del período</b>	2.20	2.64	4.37	2.32	2.12	1.83	1.56	1.58

**ANEXO 9: Cálculo de los indicadores de “FERREYROSCORP S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> = $\frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> = $\frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> = $\frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> = $\frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> = $\frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	= $\frac{20,773}{424,816,167} = 0.0489$	= $\frac{79,730}{100,503} = 0.7933$	= $\frac{2.640000000}{0.2080} = 12.69230769$	= $\frac{57.58}{100} = 0.5758$	= $\frac{20,773.00}{100,503.00} = 0.2066$
<b>2010</b>	= $\frac{0}{424,816,167} = 0.0000$	= $\frac{138,365}{138,365} = 1.0000$	= $\frac{4.370000000}{0.2870} = 15.22648084$	= $\frac{71.52}{100} = 0.7152$	= $\frac{0}{138,365.00} = 0.0000$
<b>2011</b>	= $\frac{31,858}{623,635,177} = 0.0511$	= $\frac{153,007}{184,865} = 0.8276$	= $\frac{2.320000000}{0.0580} = 40.00000000$	= $\frac{75.20}{100} = 0.7520$	= $\frac{31,858.00}{184,865.00} = 0.1723$
<b>2012</b>	= $\frac{41,903}{1,014,326,324} = 0.0413$	= $\frac{133,970}{175,873} = 0.7617$	= $\frac{2.120000000}{0.1430} = 14.82517483$	= $\frac{70.71}{100} = 0.7071$	= $\frac{41,903.00}{175,873.00} = 0.2382$
<b>2013</b>	= $\frac{48,194}{1,014,326,324} = 0.0475$	= $\frac{51,624}{99,818} = 0.5171$	= $\frac{1.830000000}{0.1060} = 17.26415094$	= $\frac{70.71}{100} = 0.7071$	= $\frac{48,194.00}{99,818.00} = 0.4828$
<b>2014</b>	= $\frac{55,798}{1,014,326,324} = 0.0550$	= $\frac{36,183}{91,981} = 0.3933$	= $\frac{1.560000000}{0.0940} = 16.59574468$	= $\frac{70.71}{100} = 0.7071$	= $\frac{55,798.00}{91,981.00} = 0.6066$
<b>2015</b>	= $\frac{60,860}{1,014,326,324} = 0.0600$	= $\frac{100,906}{161,766} = 0.6237$	= $\frac{1.350000000}{0.1650} = 8.18181818$	= $\frac{70.57}{100} = 0.7057$	= $\frac{60,860.00}{161,766.00} = 0.3762$
<b>2016</b>	= $\frac{87,354}{964,117,524} = 0.0906$	= $\frac{143,081}{230,435} = 0.6209$	= $\frac{1.580000000}{0.2340} = 6.75213675$	= $\frac{64.93}{100} = 0.6493$	= $\frac{87,354.00}{230,435.00} = 0.3790$

**ANEXO 10: Estado de Situación Financiera Anual Individual GRAÑA Y MONTERO S.A.A.**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	28,665	80,324	68,581	46,863	479,384	184,811	32,196	113,791
Otros Activos Financieros/	0	0	5,347	5,005	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar/			123,656	316,506	808,694	455,188	186,114	96,364
Cuentas por Cobrar Comerciales/	0	0	0	0	37,490	14,972	17,686	256
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	23,602	32,946	86,770	283,066	733,681	371,761	132,735	50,543
Otras Cuentas por Cobrar/	20,913	16,733	36,886	33,440	37,523	68,455	35,693	45,565
Anticipos/	1,797	2,037	0	0	0	0	0	0
Otros Activos no Financieros/	0	0	2,221	279	366	1,826	966	471
Activos Corrientes Distintos al Efectivo Pignorados como Garantía Colateral/					1,288,444	641,825	0	0
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	74,977	132,040	199,805	368,653	0	0	219,276	210,626
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios/	1,838	1,547	0	0	0	0	0	0
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios/	1,838	1,547	0	0				
<b>Total Activos Corrientes/</b>	<b>76,815</b>	<b>133,587</b>	<b>199,805</b>	<b>368,653</b>	<b>1,288,444</b>	<b>641,825</b>	<b>219,276</b>	<b>210,626</b>
<b>Activos No Corrientes/</b>								
Otros Activos Financieros/	0	0	0	0	88,333	93,144	120,134	0
Inversiones en Subsidiarias, Negocios Conjuntos y Asociadas/	651,675	709,812	692,021	790,324	1,308,258	1,728,604	2,039,195	2,140,641
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar/			60,852	21,747	59,317	172,635	233,574	684,515
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	0	50,742	60,852	21,747	57,459	171,048	231,987	677,169
Otras Cuentas por Cobrar/	0	0	0	0	1,858	1,587	1,587	7,346
Propiedades de Inversión/	0	0	57,921	67,806	93,085	107,618	114,365	106,562
Propiedades, Planta y Equipo/	40,666	40,799	1,310	1,381	2,067	2,454	4,639	8,485
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía/	0	0	1,244	793	3,135	5,229	10,188	9,420
Plusvalía/	24,133	23,080	0	0	0	0	0	0
Otros Activos no Financieros/	1,583	1,627	0	0	0	0	998	944
Activos no Corrientes Distintos al Efectivo Pignorados como Garantía Colateral/							0	0
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>718,057</b>	<b>826,060</b>	<b>813,348</b>	<b>882,051</b>	<b>1,554,195</b>	<b>2,109,684</b>	<b>2,523,093</b>	<b>2,966,663</b>
<b>TOTAL ACTIVOS/</b>	<b>794,872</b>	<b>959,647</b>	<b>1,013,153</b>	<b>1,250,704</b>	<b>2,842,639</b>	<b>2,751,509</b>	<b>2,742,369</b>	<b>3,177,289</b>

**Pasivos y Patrimonio/****Pasivos Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros/	56,321	581	525	154,916	6,456	632	102,776	932,114
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar/			97,768	11,311	60,096	42,477	55,628	246,337
Cuentas por Pagar Comerciales/	1,695	1,035	981	1,793	3,580	4,724	12,439	6,924
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	43,488	22,473	84,818	271	45,045	20,135	30,029	48,923
Otras Cuentas por Pagar/	13,063	7,849	11,969	9,247	11,471	17,618	13,160	190,490
Total Pasivos Corrientes Distintos de Pasivos Incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	114,567	31,938	98,293	166,227	66,552	43,109	158,404	1,178,451
Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>114,567</b>	<b>31,938</b>	<b>98,293</b>	<b>166,227</b>	<b>66,552</b>	<b>43,109</b>	<b>158,404</b>	<b>1,178,451</b>

**Pasivos No Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros/	14,708	4,497	3,970	3,424	2,837	2,205	0	0
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar/			0	0	0	133	0	0
Cuentas por Pagar Comerciales/	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar/	203	0	0	0	0	133	0	0
Ingresos Diferidos/	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Provisiones/			0	0	0	0	0	0
Pasivos por Impuestos Diferidos/	0	0	1,530	5,310	3,939	10,540	20,468	0
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>14,911</b>	<b>4,497</b>	<b>5,500</b>	<b>8,734</b>	<b>6,776</b>	<b>12,878</b>	<b>20,468</b>	<b>0</b>

**Total Pasivos/**

<b>Total Pasivos/</b>	<b>129,478</b>	<b>36,435</b>	<b>103,793</b>	<b>174,961</b>	<b>73,328</b>	<b>55,987</b>	<b>178,872</b>	<b>1,178,451</b>
-----------------------	----------------	---------------	----------------	----------------	---------------	---------------	----------------	------------------

**Patrimonio/**

Capital Emitido/	390,628	390,518	390,488	558,284	660,054	660,054	660,054	660,054
Primas de Emisión/	0	0	4,880	6,001	1,026,878	898,657	896,878	896,878
Acciones de Inversión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Acciones Propias en Cartera/	4,862	5,091	0	0	0	0	0	0
Otras Reservas de Capital/	41,165	54,605	78,104	107,011	111,657	132,011	161,985	161,985
Resultados Acumulados/	232,522	476,781	435,888	404,447	963,452	1,133,853	1,003,522	462,528
Otras Reservas de Patrimonio/	-3,783	-3,783	0	0	7,270	-129,053	-158,942	-182,607
<b>Total Patrimonio/</b>	<b>665,394</b>	<b>923,212</b>	<b>909,360</b>	<b>1,075,743</b>	<b>2,769,311</b>	<b>2,695,522</b>	<b>2,563,497</b>	<b>1,998,838</b>

**TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO/**

<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO/</b>	<b>794,872</b>	<b>959,647</b>	<b>1,013,153</b>	<b>1,250,704</b>	<b>2,842,639</b>	<b>2,751,509</b>	<b>2,742,369</b>	<b>3,177,289</b>
------------------------------------	----------------	----------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------



**ANEXO 12: Datos adicionales tomados de la Memoria**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
<b>Número de Acciones</b>	558,284,190	558,284,190	558,284,190	558,284,190	660,053,790	660,053,790	660,053,790	660,053,790	
<b>Valor nominal de la Acción</b>	0.7	0.7	0.7	0.7	1	1	1	1	
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	29,438	26,880	55,016	86,723	86,986	112,127	104,911	30,854	
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	6	6	4	6	5	5	5	5	
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	1,024	1,071	1,231	1,147	1,373	1,849	1,814	1,995	
<b>Total Accionistas</b>	1,030	1,077	1,235	1,153	1,378	1,854	1,819	2,000	
% Capital de Accionista mayoritario	77.31	64.98	69.99	65.08%	74.87	73.17	73.17	74.52	
% Capital de Accionista minoritario	22.69	35.02	30.01	34.92	25.13	26.83	26.83	25.48	
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	2.07	2.96	2.96	6.46	9.7	11.29	7.25	2.03	4.67

**ANEXO 13: Cálculo de los indicadores de “Graña y Montero S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> $= \frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> $= \frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> $= \frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> $= \frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> $= \frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	$= \frac{29,438}{558,284,190} = 0.0527$	$= \frac{104,961}{134,399} = 0.7809$	$= \frac{2.960000}{0.2630} = 11.2547$	$= \frac{22.69}{100} = 0.2269$	$= \frac{29,438.00}{134,399.00} = 0.2190$
<b>2010</b>	$= \frac{26,880}{558,284,190} = 0.0481$	$= \frac{248,200}{275,080} = 0.9022$	$= \frac{2.960000}{0.4930} = 6.0040$	$= \frac{35.02}{100} = 0.3502$	$= \frac{26,880.00}{275,080.00} = 0.0977$
<b>2011</b>	$= \frac{55,016}{558,284,190} = 0.0985$	$= \frac{69,932}{124,948} = 0.5596$	$= \frac{6.460000}{0.2240} = 28.8392$	$= \frac{30.01}{100} = 0.3001$	$= \frac{55,016.00}{124,948.00} = 0.4403$
<b>2012</b>	$= \frac{86,723}{558,284,190} = 0.1553$	$= \frac{163,802}{250,525} = 0.6538$	$= \frac{9.700000}{0.4490} = 21.6035$	$= \frac{34.92}{2a} = 0.3492$	$= \frac{86,723.00}{250,525.00} = 0.3461$
<b>2013</b>	$= \frac{86,986}{660,053,790} = 0.1317$	$= \frac{234,430}{321,416} = 0.7293$	$= \frac{11.290000}{0.5350} = 21.1028$	$= \frac{25.13}{100} = 0.2513$	$= \frac{86,986.00}{321,416.00} = 0.2706$
<b>2014</b>	$= \frac{112,127}{660,053,790} = 0.1698$	$= \frac{190,755}{302,882} = 0.6297$	$= \frac{7.250000}{0.5050} = 14.3564$	$= \frac{26.83}{100} = 0.2683$	$= \frac{112,127.00}{302,882.00} = 0.3702$
<b>2015</b>	$= \frac{104,911}{660,053,790} = 0.1589$	$= \frac{-97,437}{7,474} = -13.0367$	$= \frac{2.030000}{0.0000} = 0.0000$	$= \frac{26.83}{100} = 0.2683$	$= \frac{104,911.00}{7,474.00} = 14.0367$
<b>2016</b>	$= \frac{30,854}{660,053,790} = 0.0467$	$= \frac{-539,875}{-509,021} = 1.0606$	$= \frac{4.670000}{0.0000} = 0.0000$	$= \frac{25.48}{100} = 0.2548$	$= \frac{30,854.00}{-509,021.00} = -0.0606$

**ANEXO 14: Estado de Situación Financiera Anual Individual CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S./)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	90,798	120,029	330,316	11,377	904,730	525,643	101,084	43,004
Otros Activos Financieros/	0	0	0	403,950	0	0	0	0
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			85,649	153,189	148,080	175,767	147,632	89,136
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	6,426	4,836	8,245	6,269	4,792	13,209	9,085	14,153
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	2,944	2,513	33,118	18,457	11,795	45,558	31,827	8,453
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	44,970	22,055	44,286	128,463	131,493	117,000	106,720	66,530
Inventarios/	100,728	115,752	167,571	238,243	290,202	278,875	252,650	299,383
Activos por Impuestos a las Ganancias /	0	0	0	13,807	15,402	0	29,890	38,554
Gastos Pagados por Anticipado/	6,663	7,469	0	0	0	0	0	0
Otros Activos no financieros/	0	0	9,697	5,493	7,957	1,578	3,001	4,346
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	252,529	272,654	593,233	826,059	1,366,371	981,863	534,257	474,423
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios/	0	0	0	0	0	0	0	234,195
<b>Total Activos Corrientes/</b>	<b>252,529</b>	<b>272,654</b>	<b>593,233</b>	<b>826,059</b>	<b>1,366,371</b>	<b>981,863</b>	<b>534,257</b>	<b>708,618</b>
<b>Activos No Corrientes/</b>								
Otros Activos Financieros/	18,296	30,813	22,074	34,887	36,058	12,995	125,206	70,569
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación /	306,724	358,864	196,328	275,269	491,018	548,652	648,765	426,942
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			11,247	29,795	34,723	35,286	4,278	7,899
Otras Cuentas por Cobrar/	430	235	1,167	970	0	0	0	5,639
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	12,213	15,327	10,080	28,825	34,723	35,286	4,278	2,260
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	647,424	686,893	867,966	958,158	1,034,918	1,510,526	1,915,531	1,925,840
Activos Intangibles (neto)/	3,904	6,833	5,447	6,966	7,199	6,994	7,872	7,811
Activos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	0	0	0	0	0	0	0	0
Plusvalía/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Activos no financieros/	472	151	393	0	0	0	0	724
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>989,463</b>	<b>1,099,116</b>	<b>1,103,455</b>	<b>1,305,075</b>	<b>1,603,916</b>	<b>2,114,453</b>	<b>2,701,652</b>	<b>2,439,785</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS/</b>	<b>1,241,992</b>	<b>1,371,770</b>	<b>1,696,688</b>	<b>2,131,134</b>	<b>2,970,287</b>	<b>3,096,316</b>	<b>3,235,909</b>	<b>3,148,403</b>

**Pasivos y Patrimonio/****Pasivos Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	65,047	121,585	125,381	22,884	0	0	0	0
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			92,541	92,529	87,349	93,884	121,819	114,720
Cuentas por Pagar Comerciales /	25,623	23,957	42,023	43,724	<b>32,916</b>	38,774	<b>53,486</b>	<b>45,574</b>
Otras Cuentas por Pagar/	26,631	33,523	<b>32,036</b>	37,179	45,993	49,216	64,362	68,556
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	5,844	5,567	18,482	11,626	<b>8,440</b>	5,894	<b>3,971</b>	<b>590</b>
Provisiones /	15,559	20,008						
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Otras provisiones /</b>			23,626	<b>19,770</b>	23,030	48,553	21,728	22,335
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	<b>4,954</b>	12,577	11,077	0	0	6,838	0	0
Otros Pasivos no financieros/	0	0	0	0	0	0	0	0
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	143,658	217,217	252,625	135,183	110,379	149,275	143,547	137,055
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>143,658</b>	<b>217,217</b>	<b>252,625</b>	<b>135,183</b>	<b>110,379</b>	<b>149,275</b>	<b>143,547</b>	<b>137,055</b>

**Pasivos No Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	220,652	185,670	424,213	192,571	824,022	883,564	1,012,406	998,148
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			0	0	0	0	0	0
Otras provisiones /			10,909	16,578	20,497	657	<b>32,638</b>	<b>22,042</b>
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	99,800	107,303	81,415	81,001	84,549	70,280	<b>104,264</b>	<b>123,718</b>
Ingresos Diferidos (netos)/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos no financieros/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>320,452</b>	<b>292,973</b>	<b>516,537</b>	<b>290,150</b>	<b>929,068</b>	<b>954,501</b>	<b>1,149,308</b>	<b>1,143,908</b>
<b>Total Pasivos /</b>	<b>464,110</b>	<b>510,190</b>	<b>769,162</b>	<b>425,333</b>	<b>1,039,447</b>	<b>1,103,776</b>	<b>1,292,855</b>	<b>1,280,963</b>

**Patrimonio /**

Capital Emitido/	419,977	419,977	419,977	531,461	531,461	531,461	531,461	531,461
Primas de Emisión/	0	0	0	561,191	556,294	553,791	553,466	545,165
Acciones de Inversión/	49,575	49,575	49,575	50,503	50,503	50,503	50,503	50,503
Acciones Propias en Cartera/	0	0	0	0	0	0	-108,248	-108,248
Otras Reservas de Capital/	53,384	74,145	90,451	105,221	119,833	154,905	176,458	188,075
Resultados Acumulados/	<b>18,726</b>	248,335	302,509	439,199	653,704	696,736	727,765	677,086
Otras Reservas de Patrimonio/	6,611	15,374	9,257	18,226	19,045	5,144	11,649	-16,602
<b>Total Patrimonio /</b>	<b>777,882</b>	<b>861,580</b>	<b>927,526</b>	<b>1,705,801</b>	<b>1,930,840</b>	<b>1,992,540</b>	<b>1,943,054</b>	<b>1,867,440</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/</b>	<b>1,241,992</b>	<b>1,371,770</b>	<b>1,696,688</b>	<b>2,131,134</b>	<b>2,970,287</b>	<b>3,096,316</b>	<b>3,235,909</b>	<b>3,148,403</b>

**ANEXO 15: Estado de Resultados Anual Individual CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
<b>Ingresos de Actividades Ordinarias/</b>	550,849	623,677	656,659	784,576	829,307	822,496	818,875	821,426
Costo de Ventas /	-269,156	-297,147	-326,669	-416,507	-416,054	-422,292	-412,651	-462,131
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta/</b>	281,693	326,530	329,990	368,069	413,253	400,204	406,224	359,295
Gastos de Ventas y Distribución/	-8,229	-8,083	-11,115	-12,202	-6,575	-7,403	-7,228	-7,940
Gastos de Administración/	-104,101	-111,898	-149,709	-149,417	-154,015	-147,390	-142,873	-157,290
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado/	0	0	87,120	0	0	0		
Otros Ingresos Operativos/	15,802	16,469	19,526	12,099	15,997	11,113	15,139	9,464
Otros Gastos Operativos/	0	0	-95,994	0	0	0	0	0
Otras ganancias (pérdidas)/			0	0	0	10,537	0	0
<b>Ganancia (Pérdida) Operativa/</b>	185,165	223,018	179,818	218,549	268,660	267,061	271,262	203,529
Ingresos Financieros/	4,114	4,522	3,474	24,850	30,574	15,473	6,787	2,157
Gastos Financieros/	-15,516	-13,354	-18,467	-27,047	-36,124	-30,539	-36,346	-75,422
Diferencias de Cambio neto/	9,528	1,858	2,699	-345	-48,342	-14,612	12,370	-1,294
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas/			33,815	0	9,491	20,785	40,325	47,330
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias/</b>	183,291	216,044	201,339	216,007	224,259	258,168	294,398	176,853
Gasto por Impuesto a las Ganancias/	-55,790	-68,109	-38,276	-68,304	-68,625	-65,341	-71,062	-54,372
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas/	127,501	147,935	163,063	147,703	155,634	192,827	223,336	122,481
Ganancia (Pérdida) Neta del Impuesto a las Ganancias Procedente de Operaciones Discontinuas /	0	0	0	0	0	0	-7,804	-6,307
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio/</b>	127,501	147,935	163,063	147,703	155,634	192,827	215,532	116,174
<b>Ganancias (pérdida) básica por acción: /</b>								
Básica por Acción Común en Operaciones Continuas/	0.3	0.35	0.39	0.26	0.27	0.33	0.39	0.22
Básica por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0	0.35	0	0	0.27	0.33		
Básica por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0	0		
Básica por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0	0	0.38	0.21
Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Común/	0.3	0.35	0.39	0.26	0.27	0.33		
Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Inversión/	0.3	0.35	0	0	0.27	0.33	0.38	0.21
<b>Ganancias (pérdida) diluida por acción: /</b>								
Diluida por Acción Común en Operaciones Continuas/	0.3	0.35	0	0	0.27	0.33	0.39	0.22
Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0.3	0.35	0	0	0	0		
Diluida por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0.27	0.33	-0.01	-0.01

Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuadas/	0	0	0	0	0.27	0.33		
Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Común/	0.3	0.35	0.39	0	0	0	0.38	0.21
Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Inversión/	0.3	0.35	0.39	0.26	0.27	0.33	0.38	0.21

### ***ANEXO 16: Datos adicionales tomados de la Memoria***

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	419,977,479	419,977,479	419,977,479	531,461,479	531,461,479	531,461,479	531,461,479	531,461,479
<b>Valor nominal de la Acción (S/.)</b>	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	25,000	73,000	91,000	52,000	58,196	116,393	162,950	155,236
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	3	3	3	2	2	2	2	2
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	7,992	7,692	7,409	7,479	7,323	7,310	7,111	7,046
<b>Total Accionistas</b>	7,995	7,695	7,412	7,481	7,325	7,312	7,113	7,048
% Capital de Accionista mayoritario	85.16	84.56	78.34	72.15	72.76	72.48	68.25	67.79
% Capital de Accionista minoritario	14.84	15.44	21.66	27.85	27.24	27.52	31.75	32.21
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	1.71	3.00	7.51	5.15	6.53	5.99	5.32	6.20

**ANEXO 17: Cálculo de los indicadores de “Cementos Pacasmayo S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> $= \frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> $= \frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> $= \frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> $= \frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> $= \frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	$= \frac{25,000}{419,977,479} = 0.0595$	$= \frac{102,501}{127,501} = 0.8039$	$= \frac{3.000000}{0.3000} = 10.0000$	$= \frac{14.84}{100} = 0.1484$	$= \frac{25,000.00}{127,501.00} = 0.1960$
<b>2010</b>	$= \frac{73,000}{419,977,479} = 0.1738$	$= \frac{74,935}{147,935} = 0.5065$	$= \frac{7.510000}{0.3500} = 21.4571$	$= \frac{15.44}{100} = 0.1544$	$= \frac{73,000.00}{147,935.00} = 0.4934$
<b>2011</b>	$= \frac{91,000}{419,977,479} = 0.2166$	$= \frac{72,063}{163,063} = 0.4419$	$= \frac{5.150000}{0.3900} = 13.2051$	$= \frac{21.66}{100} = 0.2166$	$= \frac{91,000.00}{163,063.00} = 0.5580$
<b>2012</b>	$= \frac{52,000}{531,461,479} = 0.0978$	$= \frac{95,703}{147,703} = 0.6479$	$= \frac{6.530000}{0.2600} = 25.1153$	$= \frac{27.85}{100} = 0.2785$	$= \frac{52,000.00}{147,703.00} = 0.3520$
<b>2013</b>	$= \frac{58,196}{531,461,479} = 0.1095$	$= \frac{97,438}{155,634} = 0.6260$	$= \frac{5.990000}{0.2700} = 22.1851$	$= \frac{27.24}{100} = 0.2724$	$= \frac{58,196.00}{155,634.00} = 0.3739$
<b>2014</b>	$= \frac{116,393}{531,461,479} = 0.2190$	$= \frac{76,434}{192,827} = 0.3963$	$= \frac{5.320000}{0.3300} = 16.1212$	$= \frac{27.52}{100} = 0.2752$	$= \frac{116,393.00}{192,827.00} = 0.6036$
<b>2015</b>	$= \frac{162,950}{531,461,479} = 0.3066$	$= \frac{52,582}{215,532} = 0.2439$	$= \frac{4.660000}{0.3900} = 11.9487$	$= \frac{31.75}{100} = 0.3175$	$= \frac{162,950.00}{215,532.00} = 0.7560$
<b>2016</b>	$= \frac{155,236}{531,461,479} = 0.2920$	$= \frac{-39,062}{116,174} = -0.3362$	$= \frac{6.200000}{0.2200} = 28.1818$	$= \frac{32.21}{100} = 0.3221$	$= \frac{155,236.00}{116,174.00} = 1.3362$

**ANEXO 18: Estado de Situación Financiera Anual Individual ALICORP S.A.A.**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	65,321	103,659	68,754	427,363	39,334	16,617	15,175	155,058
Otros Activos Financieros/	4,110	8,573	419	426	16,119	282,289	25,816	10,716
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			464,775	649,691	678,788	549,452	603,344	668,068
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	382,693	401,469	423,426	534,953	549,152	486,745	482,166	518,231
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	23,960	16,007	19,949	43,955	26,292	11,491	12,213	8,017
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	8,645	194	1,047	42,553	75,458	18,352	98,546	139,039
Inventarios/	387,957	523,268	612,590	541,394	518,660	508,323	522,384	374,300
Gastos Pagados por Anticipado/	14,030	6,769	20,353	28,230	27,886	32,864	10,419	2,781
Activos por Impuestos a las Ganancias /	0	0	0	0	34,824	81,674	76,580	0
Otros Activos/	0	0	10,922	34,262	9,852	16,651	27,225	17,316
T. Activos Cotes. Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para Venta o Distribuir a los Propietarios/	886,716	1,059,939	1,157,460	1,653,136	1,297,577	1,455,006	1,270,524	1,225,458
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	6,483	6,696	21,834	9,473	9,019	14,953		
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios/	6,483	6,696	21,834	9,473	9,019	14,953	24,087	35,248
<b>Total Activos Corrientes/</b>	<b>893,199</b>	<b>1,066,635</b>	<b>1,179,294</b>	<b>1,662,609</b>	<b>1,306,596</b>	<b>1,469,959</b>	<b>1,294,611</b>	<b>1,260,706</b>
<b>Activos No Corrientes/</b>								
Otros Activos Financieros/	5,505	5,702	0	0	53,229	77,966	14,093	14,586
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación /	659,831	486,214	471,137	691,246	1,552,930	2,234,232	2,311,073	2,387,302
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			0	0	0	0	1,078	168,886
Otras Cuentas por Cobrar/	0	0	0	0	0	0	1,078	3,127
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	0	0	0	0	0	0	0	165,759
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	609,254	736,889	853,393	956,395	1,173,307	1,238,538	1,201,554	1,128,195
Activos Intangibles (neto)/	75,340	81,189	78,505	80,640	115,322	114,201	117,519	117,246
Plusvalía/	267,787	249,830	246,651	291,172	154,740	154,739	154,739	154,739
Otros Activos/	8,582	10,061	4,368	2,282	0	0	0	0
Activos no Corrientes Distintos al Efectivo Pignorados como Garantía Colateral/							0	0
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>1,626,299</b>	<b>1,569,885</b>	<b>1,654,054</b>	<b>2,021,735</b>	<b>3,049,528</b>	<b>3,819,676</b>	<b>3,800,056</b>	<b>3,970,954</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS/</b>	<b>2,519,498</b>	<b>2,636,520</b>	<b>2,833,348</b>	<b>3,684,344</b>	<b>4,356,124</b>	<b>5,289,635</b>	<b>5,094,667</b>	<b>5,231,660</b>

**Pasivos y Patrimonio/****Pasivos Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	268,349	166,404	12,967	387,559	76,118	762,439	356,660	148,946
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			412,699	475,086	636,621	809,176	1,138,076	1,053,060
Cuentas por Pagar Comerciales /	237,435	312,039	382,666	444,546	543,885	725,496	1,064,767	971,072
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	28,290	11,127	2,442	2,274	21,513	9,762	<b>10,172</b>	<b>12,816</b>
Otras Cuentas por Pagar/	57,519	54,149	27,591	28,266	<b>71,223</b>	<b>73,918</b>	<b>63,137</b>	<b>69,172</b>
Provisiones /	47,310	62,459	0	0				
Provisión por Beneficios a los Empleados/	<b>9,075</b>	9,416	<b>75,646</b>	<b>76,420</b>	62,738	34,431	45,108	72,526
<b>Otras provisiones /</b>			<b>6,045</b>	<b>6,045</b>	6,045	6,045	11,461	12,304
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	<b>43,920</b>	24,428	23,016	3,987	0	0	0	13,489
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	691,898	640,022	530,373	949,097	781,522	1,612,091	1,551,305	1,300,325
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>691,898</b>	<b>640,022</b>	<b>530,373</b>	<b>949,097</b>	<b>781,522</b>	<b>1,612,091</b>	<b>1,551,305</b>	<b>1,300,325</b>

**Pasivos No Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	309,601	229,671	321,289	633,840	1,300,664	1,499,832	1,264,508	1,287,621
Cuentas por Pagar Comerciales /	0	0	0	0	0	0	13,867	11,209
Otras Cuentas por Pagar/			0	0	18,625	6,519	13,867	11,209
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	2,972	5,679	5,831	4,082	1,687	2,277
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	42,673	52,605	86,560	73,181	81,697	80,246	<b>63,091</b>	<b>74,133</b>
Ingresos Diferidos (netos)/	330	124	0	0	0	0	<b>0</b>	<b>0</b>
Otros Pasivos/	0	0	0	0	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>352,604</b>	<b>282,400</b>	<b>410,821</b>	<b>712,700</b>	<b>1,406,817</b>	<b>1,590,679</b>	<b>1,343,153</b>	<b>1,375,240</b>
<b>Total Pasivos /</b>	<b>1,044,502</b>	<b>922,422</b>	<b>941,194</b>	<b>1,661,797</b>	<b>2,188,339</b>	<b>3,202,770</b>	<b>2,894,458</b>	<b>2,675,565</b>

**Patrimonio /**

Capital Emitido/	847,192	847,192	847,192	847,192	<b>847,192</b>	<b>847,192</b>	847,192	847,192
Primas de Emisión/	<b>0</b>	0	0	0	0	0	0	0
Acciones de Inversión/	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388
Acciones Propias en Cartera/	0	0	<b>0</b>	<b>0</b>	0	0	0	0
Otras Reservas de Capital/	46,250	68,526	97,091	129,342	160,903	169,438	169,438	169,438
Resultados Acumulados/	418,316	422,218	576,821	823,159	944,151	1,101,904	1,048,526	1,305,034
Otras Reservas de Patrimonio/	151,948	214,171	117,324	94,474	50,398	61,607	127,665	227,043
<b>Total Patrimonio /</b>	<b>1,474,996</b>	<b>1,714,098</b>	<b>1,892,154</b>	<b>2,022,547</b>	<b>2,167,785</b>	<b>2,086,865</b>	<b>2,200,209</b>	<b>2,556,095</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/</b>	<b>2,519,498</b>	<b>2,636,520</b>	<b>2,833,348</b>	<b>3,684,344</b>	<b>4,356,124</b>	<b>5,289,635</b>	<b>5,094,667</b>	<b>5,231,660</b>

**ANEXO 19: Estado de Resultados Anual Individual ALICORP S.A.A.**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Ingresos de Actividades Ordinarias/</b>	3,033,743	3,221,839	<b>3,687,483</b>	<b>3,681,343</b>	3,853,298	3,926,549	3,913,878	4,040,731
<b>Costo de Ventas /</b>	-2,147,555	-2,254,300	-2,730,362	-2,737,443	-2,852,471	-2,884,767	-2,828,731	-2,783,686
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta/</b>	886,188	967,539	957,121	943,900	1,000,827	1,041,782	1,085,147	1,257,045
Gastos de Ventas y Distribución/	-364,722	-373,392	-348,180	-367,903	-438,354	-524,385	-596,447	-621,803
Gastos de Administración/	-122,545	-135,713	-158,551	-174,198	-173,424	-207,552	-211,687	-245,460
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado/	310	3	0	171	0	0		
Otros Ingresos Operativos/	0	0	1,805	14,775	17,698	3,809	33,175	44,717
Otros Gastos Operativos/	-50,641	-45,646	0	0	0	0	-10,669	-20,425
Otras ganancias (pérdidas)/			0	0	-3,513	-171,928	-8,631	-413
<b>Ganancia (Pérdida) Operativa/</b>	348,590	412,791	452,195	416,745	403,234	141,726	290,888	413,661
Ingresos Financieros/	2,990	1,631	4,174	6,348	2,994	4,423	50,588	8,764
Gastos Financieros/	-42,866	-24,920	-22,474	-21,915	-80,505	-120,513	-259,065	-105,483
Diferencias de Cambio neto/	48,276	9,038	6,693	20,371	-117,019	-57,603	-13,339	-12,700
Participación en los Resultados Netos de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación /	22,877	26,556						
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas/	0		0	0	119,678	60,244	110,266	104,305
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la Diferencia entre el Valor Libro Anterior y el Valor Justo de Activos Financieros Reclasificados Medidos a Valor Razonable/	-44,532	-2,450	-8,913	-14,194	0	0	0	0
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias/</b>	335,335	422,646	431,675	407,355	328,382	28,277	179,338	408,547
Gasto por Impuesto a las Ganancias/	-113,240	-141,796	-131,543	-149,342	-73,894	-17,524	-25,750	-106,056
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas/	222,095	280,850	300,132	258,013	254,488	10,753	153,588	302,491
Ganancia (Pérdida) Neta del Impuesto a las Ganancias Procedente de Operaciones Discontinuas /	665	4,797	22,378	57,600	63,419	-332	0	0
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio/</b>	222,760	285,647	322,510	315,613	317,907	10,421	153,588	302,491
<b>Ganancias (pérdida) básica por acción: /</b>								
Básica por Acción Común en Operaciones Continuas/	0.259888	0.328641	0.351	0.302	0.298	0.012	0.18	0.354
Básica por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0.000778	0.005613	0.026	0.067	0.074	0.000	0	0
Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Común/	0.260666	0.334254	0.377	0.369	0.372	0.012	0.18	0.354
Básica por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0.259888	0.328641	0.351	0.302	0.298	0.012	0.18	0.354
Básica por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/	0.000778	0.005613	0.026	0.067	0.074	0.000	0	0
Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Inversión/	0.260666	0.334254	0.377	0.369	0.372	0.012	0.18	0.354

**Ganancias (pérdida) diluida por acción: /**

Diluida por Acción Común en Operaciones Continuas/	0.259888	0.328641	0.351	0.302	0.298	0.012	0.18	0.354
Diluida por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0.000778	0.005613	0.026	0.067	0.074	0.000	0	0
Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Común/	0.260666	0.334254	0.377	0.369	0.372	0.012	0.18	0.354
Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0.259888	0.328641	0.351	0.302	0.298	0.012	0.18	0.354
Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/	0.000778	0.005613	0.026	0.067	0.074	0.000	0	0
Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Inversión/	0.260666	0.334254	0.377	0.369	0.372	0.012	0.18	0.354

**ANEXO 20: Datos adicionales tomados de la Memoria**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	847,191,731	847,191,731	847,191,731	847,191,731	847,191,731	847,191,731	847,191,731	847,191,731
<b>Valor nominal de la Acción</b>	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	95,000	110,000	145,279	162,370	102,549	102,550	0	46,147
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	7	7	6	6	6	6	6	6
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	1,042	1,125	1,113	1,156	1,444	1,525	1,443	1,554
<b>Total Accionistas</b>	1,049	1,132	1,119	1,162	1,450	1,531	1,449	1,560
% Capital de Accionista mayoritario	59.85	57.91	52.3	50.62	52.95	50.16	50.03	50.21
% Capital de Accionista minoritario	40.15	42.09	47.7	49.38	47.05	49.84	49.97	49.79
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	1.48	2.62	6.19	8.10	9.10	7.21	5.85	7.24

**ANEXO 21: Cálculo de los indicadores de "ALICORP S.A.A."**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> = $\frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> = $\frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> = $\frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> = $\frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> = $\frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	$= \frac{95,000}{847,191,731} = 0.1121$	$= \frac{127,760}{222,760} = 0.5735$	$= \frac{2.620000000}{0.259888} = 10.0812$	$= \frac{40.15}{100} = 0.4015$	$= \frac{95,000.00}{222,760.00} = 0.4264$
<b>2010</b>	$= \frac{110,000}{847,191,731} = 0.1298$	$= \frac{175,647}{285,647} = 0.6149$	$= \frac{6.190000000}{0.328641} = 18.8351$	$= \frac{42.09}{100} = 0.4209$	$= \frac{110,000.00}{285,647.00} = 0.3850$
<b>2011</b>	$= \frac{145,279}{847,191,731} = 0.1714$	$= \frac{177,231}{322,510} = 0.5495$	$= \frac{5.860000000}{0.35100} = 16.6951$	$= \frac{47.70}{100} = 0.4770$	$= \frac{145,279.00}{322,510.00} = 0.4504$
<b>2012</b>	$= \frac{162,370}{847,191,731} = 0.1916$	$= \frac{153,243}{315,613} = 0.4855$	$= \frac{8.100000000}{0.302000} = 26.8211$	$= \frac{49.38}{100} = 0.4938$	$= \frac{162,370.00}{315,613.00} = 0.5144$
<b>2013</b>	$= \frac{102,549}{847,191,731} = 0.1210$	$= \frac{215,358}{317,907} = 0.6774$	$= \frac{9.100000000}{0.29800} = 30.5369$	$= \frac{47.05}{100} = 0.4705$	$= \frac{102,549.00}{317,907.00} = 0.3225$
<b>2014</b>	$= \frac{102,550}{847,191,731} = 0.1210$	$= \frac{-92,129}{10,421} = -8.8407$	$= \frac{7.210000000}{0.0120} = 600.8333$	$= \frac{49.84}{100} = 0.4984$	$= \frac{102,550.00}{10,421.00} = 9.8407$
<b>2015</b>	$= \frac{0}{847,191,731} = 0.0000$	$= \frac{153,588}{153,588} = 1.0000$	$= \frac{5.850000000}{0.18000} = 32.5000$	$= \frac{49.97}{100} = 0.4997$	$= \frac{0}{153,588.00} = 0.0000$
<b>2016</b>	$= \frac{46,147}{847,191,731} = 0.0544$	$= \frac{256,344}{302,491} = 0.8474$	$= \frac{7.240000000}{0.35400} = 20.4519$	$= \frac{49.79}{100} = 0.4979$	$= \frac{46,147.00}{302,491.00} = 0.1525$

**ANEXO 22: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Unión Andina de Cementos -UNACEM S.A.A.”**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S./.)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	60,250	222,500	63,473	74,189	196,750	60,951	131,043	54,481
Otros Activos Financieros/	0	0	170	33	0	0	0	0
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			141,606	160,012	234,857	268,994	227,468	320,125
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	46,143	46,865	67,645	73,373	48,879	62,965	72,198	64,509
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	12,684	39,156	33,650	29,177	105,707	103,360	23,998	27,666
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	15,962	14,859	26,464	42,982	66,506	84,137	116,367	219,803
Inventarios/	215,113	214,786	353,114	419,775	497,835	602,529	666,608	685,629
Gastos Pagados por Anticipado/	18,761	3,549	13,847	14,480	13,765	18,532	14,905	8,147
Activos por Impuestos a las Ganancias /	0	0	0	0	0	0	62,211	1,469
Otros Activos no financieros/	13,957	12,306	35,578	37,169	11,204	8,053	7,878	7,173
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	382,870	554,021	593,941	691,178	940,646	940,527	1,095,208	1,068,877
<b>Total Activos Corrientes/</b>	<b>382,870</b>	<b>554,021</b>	<b>593,941</b>	<b>691,178</b>	<b>940,646</b>	<b>940,527</b>	<b>1,095,208</b>	<b>1,068,877</b>
<b>Activos No Corrientes/</b>								
Otros Activos Financieros/	123	11,110	0	0	0	0	0	0
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación /	858,459	1,176,682	1,503,326	1,558,675	1,645,786	3,257,994	3,260,757	3,262,977
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			11,700	7,474	29,170	48,456	47,069	53,546
Cuentas por Cobrar Comerciales/	0	0	0	454	344	222	85	0
Otras Cuentas por Cobrar/	0	0	0	0	24,146	45,894	46,984	53,546
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Anticipos/			11,700	7,020	4,680	2,340	0	0
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	764,508	902,776	3,346,367	3,605,739	3,706,550	3,905,181	4,025,405	3,989,548
Activos Intangibles (neto)/	53,213	52,837	63,164	67,247	68,072	68,849	70,190	69,423
Plusvalía/	9,745	9,745	9,745	9,745	9,745	9,745	9,745	9,745
Otros Activos no financieros/	186,541	221,222	104,476	122,567	142,815	135,952	131,663	127,132
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>1,872,589</b>	<b>2,374,372</b>	<b>5,038,778</b>	<b>5,371,447</b>	<b>5,602,138</b>	<b>7,426,177</b>	<b>7,544,829</b>	<b>7,512,371</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS/</b>	<b>2,255,459</b>	<b>2,928,393</b>	<b>5,632,719</b>	<b>6,062,625</b>	<b>6,542,784</b>	<b>8,366,704</b>	<b>8,640,037</b>	<b>8,581,248</b>

**Pasivos y Patrimonio/****Pasivos Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	220,294	546,009	537,070	873,485	693,406	573,293	486,154	750,098
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			283,403	241,868	219,080	332,553	342,309	246,449
Cuentas por Pagar Comerciales /	54,676	43,057	106,195	164,776	121,109	93,135	126,591	90,304
Otras Cuentas por Pagar/	40,992	63,646	45,496	36,777	43,052	76,166	<b>79,879</b>	<b>68,946</b>
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	18,097	34,128	59,539	33,053	44,987	64,527	46,320	70,890
Ingresos diferidos /			72,173	7,262	9,932	98,725	89,519	16,309
<b>Otras provisiones /</b>			<b>37,321</b>	<b>25,604</b>	<b>15,814</b>	<b>20,671</b>	<b>1,562</b>	<b>16,356</b>
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	0	19,929	14,499	0	0	0	0	0
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	334,059	706,769	872,293	1,140,957	928,300	926,517	830,025	1,012,903
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>334,059</b>	<b>706,769</b>	<b>872,293</b>	<b>1,140,957</b>	<b>928,300</b>	<b>926,517</b>	<b>830,025</b>	<b>1,012,903</b>

**Pasivos No Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	754,187	926,151	1,228,313	1,069,495	1,627,954	3,313,373	3,633,384	3,112,633
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			0	12,755	11,883	9,714	7,679	4,200
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	0	0	0	12,755	11,883	9,714	7,679	4,200
Provisiones /	8,070	10,294						
Otras provisiones /			10,590	11,062	13,663	13,492	13,044	13,023
Ingresos Diferidos (netos)/	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	37,169	52,734	488,646	518,634	537,303	472,536	479,660	531,844
Otros Pasivos no financieros/	0	0	9,328	7,159	5,557	6,940	6,650	10,492
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>799,426</b>	<b>989,179</b>	<b>1,736,877</b>	<b>1,619,105</b>	<b>2,196,360</b>	<b>3,816,055</b>	<b>4,140,417</b>	<b>3,672,192</b>
<b>Total Pasivos /</b>	<b>1,133,485</b>	<b>1,695,948</b>	<b>2,609,170</b>	<b>2,760,062</b>	<b>3,124,660</b>	<b>4,742,572</b>	<b>4,970,442</b>	<b>4,685,095</b>

**Patrimonio /**

Capital Emitido/	756,996	756,996	1,499,023	1,646,503	1,646,503	1,646,503	<b>1,646,503</b>	<b>1,646,503</b>
Primas de Emisión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Acciones de Inversión/	97,787	97,787	0	0	0	0	0	0
Acciones Propias en Cartera/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Reservas de Capital/	0	0	213,749	249,728	<b>270,203</b>	<b>299,214</b>	312,273	329,301
Resultados Acumulados/	101,718	218,779	339,483	1,317,306	1,411,343	<b>1,503,096</b>	<b>1,678,579</b>	1,710,488
Otras Reservas de Patrimonio/	48,412	38,179	-6,529	-5,011	-1,678	-164	331	279
<b>Total Patrimonio /</b>	<b>1,121,974</b>	<b>1,232,445</b>	<b>3,023,549</b>	<b>3,302,563</b>	<b>3,418,124</b>	<b>3,624,132</b>	<b>3,669,595</b>	<b>3,896,153</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/</b>	<b>2,255,459</b>	<b>2,928,393</b>	<b>5,632,719</b>	<b>6,062,625</b>	<b>6,542,784</b>	<b>8,366,704</b>	<b>8,640,037</b>	<b>8,581,248</b>

**ANEXO 23: Estado de Resultados Anual Individual “Unión Andina de Cementos -UNACEM S.A.A.”**  
**Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)**

	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
<b>Ingresos de Actividades Ordinarias/</b>	945,156	1,092,370	1,513,521	1,725,896	1,775,193	1,882,982	1,949,355	1,865,100
<b>Costo de Ventas /</b>	-500,782	-555,551	-851,849	-988,604	-1,011,756	-1,052,473	-1,109,774	-1,083,335
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta/</b>	444,374	536,819	661,672	737,292	763,437	830,509	839,581	781,765
Gastos de Ventas y Distribución/	-62,202	-71,694	-79,950	-82,517	-89,889	-106,098	-93,629	-96,859
Gastos de Administración/	-115,468	-125,264	-160,334	-171,125	-158,536	-175,645	-154,422	-197,299
Otros Ingresos Operativos/	3,153	9,923	55,753	26,269	32,866	55,883	181,364	256,913
Otros Gastos Operativos/	-7,152	-10,738	-20,398	-19,639	-24,982	-13,260	-21,784	-30,121
<b>Ganancia (Pérdida) Operativa/</b>	262,705	339,046	456,743	490,280	522,896	591,389	751,110	714,399
Ingresos Financieros/	2,974	4,176	10,212	16,956	7,638	3,610	9,359	2,550
Gastos Financieros/	-46,333	-59,145	-64,838	-67,125	-90,835	-153,060	-230,179	-228,356
Diferencias de Cambio neto/	33,071	12,437	34,770	75,973	-138,260	-122,393	-379,372	-17,639
Participación en los Resultados Netos de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación /	16,291	-25,090						
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias/</b>	268,708	271,424	436,887	516,084	301,439	319,546	150,918	470,954
Ingreso (Gasto) por Impuesto/							-20,332	-158,726
Gasto por Impuesto a las Ganancias/	-78,159	-93,642	-128,506	-156,290	-96,697	-29,433		
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas/	190,549	177,782	308,381	359,794	204,742	290,113	130,586	312,228
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio/</b>	190,549	177,782	308,381	359,794	204,742	290,113	130,586	312,228
<b>Ganancias (pérdida) básica por acción: /</b>								
Básica por Acción Común en Operaciones Continuas/	2.229	2.08	0.187	0.219	0.124	0.176	0.079	0.189
Básica por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Común/	2.229	2.08	0.187	0.219	0.124	0.176	0.079	0.189
Básica por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0	0.208	0	0	0	0	0	0
Básica por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Inversión/	0.223	0.208	0	0	0	0	0	0
<b>Ganancias (pérdida) diluida por acción: /</b>								
Diluida por Acción Común en Operaciones Continuas/	2.229	2.08	0	0	0.124	0.176	0.079	0.189
Diluida por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Común/	2.229	2.08	0	0	0.124	0.176	0.079	0.189
Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0.223	0.208	0	0	0	0	0	0
Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Inversión/	0.223	0.208	0	0	0	0	0	0

**ANEXO 24: Datos adicionales tomados de la Memoria**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
<b>Número de Acciones</b>	75,699,590	75,699,590	1,185,703,408	1,643,503,408	1,643,503,408	1,643,503,408	1,643,503,408	1,643,503,408	
<b>Valor nominal de la Acción (S/.)</b>	10	10	1	1	1	1	1	1	
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	56,416	59,835	58,348	84,471	83,971	85,619	85,618	85,618	
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	1	1	1	2	2	2	3	3	
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	835	861	2,627	2,730	2,606	2,600	2,385	2,488	
<b>Total Accionistas</b>	836	862	2,628	2,732	2,608	2,602	2,388	2,491	
% Capital de Accionista mayoritario	68.03	68.03	60.24	67.68	67.68	67.68	67.68	67.68	
% Capital de Accionista minoritario	31.97	31.97	39.76	32.32	32.32	32.32	32.32	32.32	
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	21.61	28.23	46.45	2.04	3.19	3.7	2.93	1.62	2.52

**ANEXO 25: Cálculo de los indicadores de “Unión Andina de Cementos -UNACEM S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> = $\frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> = $\frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> = $\frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> = $\frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> = $\frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	= $\frac{56,416}{75,699,590} = 0.7452$	= $\frac{134,133}{190,549} = 0.7039$	= $\frac{28.23000000}{2.22900000} = 12.6648$	= $\frac{31.97}{100} = 0.3197$	= $\frac{56,416.00}{190,549.00} = 0.2960$
<b>2010</b>	= $\frac{59,835}{75,699,590} = 0.7904$	= $\frac{117,947}{177,782} = 0.6634$	= $\frac{46.45000000}{2.08000000} = 22.3317$	= $\frac{31.97}{100} = 0.3197$	= $\frac{59,835.00}{177,782.00} = 0.3365$
<b>2011</b>	= $\frac{58,348}{1,185,703,408} = 0.0492$	= $\frac{250,033}{308,381} = 0.8107$	= $\frac{2.04000000}{0.18700} = 10.9090$	= $\frac{39.76}{100} = 0.3976$	= $\frac{58,348.00}{308,381.00} = 0.1892$
<b>2012</b>	= $\frac{84,471}{1,643,503,408} = 0.0513$	= $\frac{275,323}{359,794} = 0.7652$	= $\frac{3.19000000}{0.21900} = 14.5662$	= $\frac{32.32}{100} = 0.3232$	= $\frac{84,471.00}{359,794.00} = 0.2347$
<b>2013</b>	= $\frac{83,971}{1,643,503,408} = 0.0510$	= $\frac{120,771}{204,742} = 0.5898$	= $\frac{3.70000000}{0.12400} = 29.8387$	= $\frac{32.32}{100} = 0.3232$	= $\frac{83,971.00}{204,742.00} = 0.4101$
<b>2014</b>	= $\frac{85,619}{1,643,503,408} = 0.0520$	= $\frac{204,494}{290,113} = 0.7048$	= $\frac{2.93000000}{0.1760000} = 16.6477$	= $\frac{32.32}{100} = 0.3232$	= $\frac{85,619.00}{290,113.00} = 0.2951$
<b>2015</b>	= $\frac{85,618}{1,643,503,408} = 0.0520$	= $\frac{44,968}{130,586} = 0.3443$	= $\frac{1.62000000}{0.0790000} = 20.5063$	= $\frac{32.32}{100} = 0.3232$	= $\frac{85,618.00}{130,586.00} = 0.6556$
<b>2016</b>	= $\frac{85,618}{1,643,503,408} = 0.0520$	= $\frac{226,610}{312,228} = 0.7257$	= $\frac{2.52000000}{0.18900} = 13.3333$	= $\frac{32.32}{100} = 0.3232$	= $\frac{85,618.00}{312,228.00} = 0.2742$

**ANEXO 26: Estado de Situación Financiera Anual Individual COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S./.)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	95,845	131,609	151,205	87,598	246,602	308,972	341,266	376,094
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			112,060	127,323	157,394	155,226	120,510	169,440
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	34,884	40,903	56,943	84,392	78,999	66,753	965	7,092
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/							105,177	155,709
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	2,381	4,470	1,827	16,962	13,593	15,677	14,368	6,639
Activos Biológicos/	0	0	0	0	0	0	0	0
Inventarios/	20,031	27,842	35,502	44,897	34,245	32,055	25,153	21,494
Gastos Pagados por Anticipado/	1,566	2,793	994	2,602	3,787	3,685	0	0
Otros Activos/	0	0	0	0	0	0	3,892	912
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	210,492	282,651	298,767	259,818	438,241	496,253	490,821	567,940
<b>Total Activos Corrientes/</b>	<b>210,492</b>	<b>282,651</b>	<b>298,767</b>	<b>259,818</b>	<b>438,241</b>	<b>496,253</b>	<b>490,821</b>	<b>567,940</b>
<b>Activos No Corrientes/</b>								
Otros Activos Financieros/	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación /	161,614	153,584	119,733	97,563	208,739	216,603	274,603	234,603
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			1,236	0	0	0	3,544	7,944
Cuentas por Cobrar Comerciales/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Cobrar/	6,198	1,579	1,236	0	0	0	3,544	7,944
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	205,591	228,392	247,330	382,026	288,284	282,321	252,648	218,632
Activos Intangibles (neto)/	60,281	69,352	84,960	106,597	109,169	109,520	142,274	197,198
Activos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	0	0	9,020	11,782	8,089	8,341	0	4,754
Otros Activos/	0	0	0	0	0	53,000	0	0
Activos no Corrientes Distintos al Efectivo Pignorados como Garantía Colateral/	0						0	0
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>433,684</b>	<b>452,907</b>	<b>462,279</b>	<b>597,968</b>	<b>614,281</b>	<b>669,785</b>	<b>673,069</b>	<b>663,131</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS/</b>	<b>644,176</b>	<b>735,558</b>	<b>761,046</b>	<b>857,786</b>	<b>1,052,522</b>	<b>1,166,038</b>	<b>1,163,890</b>	<b>1,231,071</b>

**Pasivos y Patrimonio/****Pasivos Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	34,523	26,880	51,090	59,670	8,935	7,518	6,313	4,332
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			68,921	94,583	72,593	97,359	79,086	85,267
Cuentas por Pagar Comerciales /	15,669	23,488	48,553	63,260	45,344	57,026	63,819	63,286
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	3,208	3,392	3,120	5,709	7,659	755	230	91
Otras Cuentas por Pagar/	24,815	17,572	17,248	25,614	19,590	39,578	15,037	21,890
Provisión por Beneficios a los Empleados/	15,447	25,352	7,544	10,364	8,929	7,778	4,265	5,786
Otras provisiones /			38,354	33,448	20,547	16,706	<b>10,008</b>	<b>14,983</b>
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	6,985	13,025	0	0	6,866	4,887	<b>1,669</b>	<b>11,981</b>
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	100,647	109,709	165,909	198,065	117,870	134,248	101,341	122,349
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>100,647</b>	<b>109,709</b>	<b>165,909</b>	<b>198,065</b>	<b>117,870</b>	<b>134,248</b>	<b>101,341</b>	<b>122,349</b>

**Pasivos No Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	93,835	51,766	82,036	119,508	353,566	350,536	344,459	341,180
Cuentas por Pagar Comerciales /	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	0	0	0	0	0	0	1,878	0
Provisiones /	18,188	27,813						
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras provisiones /			29,760	54,301	29,002	32,286	32,392	31,885
Otros Pasivos/	940	258	0	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>112,963</b>	<b>79,837</b>	<b>111,796</b>	<b>173,809</b>	<b>382,568</b>	<b>382,822</b>	<b>378,729</b>	<b>373,065</b>
<b>Total Pasivos /</b>	<b>213,610</b>	<b>189,546</b>	<b>277,705</b>	<b>371,874</b>	<b>500,438</b>	<b>517,070</b>	<b>480,070</b>	<b>495,414</b>

**Patrimonio /**

Capital Emitido/	285,247	327,460	347,233	347,233	347,024	423,830	423,830	423,830
Primas de Emisión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Acciones de Inversión/	4,501	5,128	5,686	3,296	<b>3,296</b>	<b>4,551</b>	<b>4,551</b>	<b>4,551</b>
Acciones Propias en Cartera/	0	0	0	0	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4,543</b>	<b>-15,166</b>
Otras Reservas de Capital/	74,352	87,317	63,285	65,291	<b>65,291</b>	<b>71,838</b>	<b>79,347</b>	<b>65,418</b>
Resultados Acumulados/	25,927	66,466	67,137	70,092	<b>133,951</b>	<b>146,857</b>	<b>175,866</b>	<b>265,562</b>
Otras Reservas de Patrimonio/	0	0	0	0	2,522	1,892	4,769	-8,538
<b>Total Patrimonio /</b>	<b>430,566</b>	<b>546,012</b>	<b>483,341</b>	<b>485,912</b>	<b>552,084</b>	<b>648,968</b>	<b>683,820</b>	<b>735,657</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/</b>	<b>644,176</b>	<b>735,558</b>	<b>761,046</b>	<b>857,786</b>	<b>1,052,522</b>	<b>1,166,038</b>	<b>1,163,890</b>	<b>1,231,071</b>

**ANEXO 27: Estado de Resultados Anual Individual COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
<b>Ingresos de Actividades Ordinarias/</b>	<b>259,198</b>	<b>382,354</b>	<b>492,354</b>	<b>520,493</b>	<b>476,991</b>	<b>502,787</b>	<b>424,781</b>	<b>481,906</b>
<b>Costo de Ventas /</b>	<b>-108,199</b>	<b>-134,211</b>	<b>-209,115</b>	<b>-254,570</b>	<b>-226,731</b>	<b>-257,943</b>	<b>-252,541</b>	<b>-267,197</b>
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta/</b>	<b>150,999</b>	<b>248,143</b>	<b>283,239</b>	<b>265,923</b>	<b>250,260</b>	<b>244,844</b>	<b>172,240</b>	<b>214,709</b>
Gastos de Ventas y Distribución/	-16,371	-13,893	-14,520	-17,472	-14,744	-16,773	-13,489	-13,155
Gastos de Administración/	-9,542	-13,173	-22,733	-34,717	-30,368	-27,938	-21,158	-21,352
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado/	-20,653	-23,453	0	0	0	0		
Otros Ingresos Operativos/	1,143	1,315	0	0	8,275	1,591	0	0
Otros Gastos Operativos/	-2,017	-10,904	-20,858	-58,431	-43,423	-24,893	-6,894	-15,324
<b>Ganancia (Pérdida) Operativa/</b>	<b>103,559</b>	<b>188,035</b>	<b>225,128</b>	<b>155,303</b>	<b>170,000</b>	<b>176,831</b>	<b>130,699</b>	<b>164,878</b>
Ingresos Financieros/	762	1,097	1,346	2,020	1,731	2,115	2,520	3,977
Gastos Financieros/	-8,172	-5,915	-4,478	-5,634	-15,163	-17,728	-17,671	-17,394
Diferencias de Cambio neto/	0	0	0	0	0	0	1,244	-2,187
Participación en los Resultados Netos de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación /	-7,270	-10,080						
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas/	0		-41,647	-93,822	-57,179	-11,436	-4,809	1,072
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias/</b>	<b>88,879</b>	<b>173,137</b>	<b>180,349</b>	<b>57,867</b>	<b>99,389</b>	<b>149,782</b>	<b>111,983</b>	<b>150,346</b>
Gasto por Impuesto a las Ganancias/	-27,679	-43,486	-46,734	-37,809	-51,989	-52,189	-44,982	-37,200
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas/	61,200	129,651	133,615	20,058	47,400	97,593	67,001	113,146
Ganancia (Pérdida) Neta del Impuesto a Ganan. Procedente de Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	18,081	10,955	0	0
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio/</b>	<b>61,200</b>	<b>129,651</b>	<b>133,615</b>	<b>20,058</b>	<b>65,481</b>	<b>108,548</b>	<b>67,001</b>	<b>113,146</b>
<b>Ganancias (Pérdida) por Acción: /</b>								
Básica por Acción Común en Operaciones Continuas/	0.072	0.128	0.12	0.018	0.0360	0.074	0.051	0.089
Básica por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0.0140	0.008	0	0
Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Común/	0.072	0.128	0.12	0.018	0.0500	0.082	0.051	0.089
Básica por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0	0	0.12	0.018	0.0360	0.074	0.051	0.089
Básica por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0.0140	0.008	0	0
Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Inversión/	0	0	0.12	0.018	0.0500	0.082	0.051	0.089
<b>Ganancias (pérdida) diluida por acción: /</b>								
Diluida por Acción Común en Operaciones Continuas/	0.072	0.128	0	0	0.0360	0.074	0.051	0.089

Diluida por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0.0140	0,008	0	0
Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Común/	0.072	0.128	0	0	0.0500	0.082	0.051	0.089
Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0	0	0	0	0.0360	0.074	0.051	0.089
Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0.0140	0.008	0	0
Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Inversión/	0	0	0	0	0.0500	0.082	0.051	0.089

### **ANEXO 28: Datos adicionales tomados de la Memoria**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	946,189,170	1,104,163,227	1,098,962,569	1,098,962,569	1,098,962,569	1,309,748,288	1,309,748,288	1,309,748,288
<b>Valor nominal de la Acción (S/.)</b>	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	0	12,240	90,918	7,699	0	0	0	0
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	6	4	3	3	3	3	2	1
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	2,134	1,981	2,013	1,951	2,057	2,261	1,974	1,349
<b>Total Accionistas</b>	2,140	1,985	2,016	1,954	2,060	2,264	1,976	1,350
% Capital de Accionista mayoritario	69.86	68.77	65.35	65.33	65.31	63.27	67.20	80.06
% Capital de Accionista minoritario	30.14	31.23	34.65	34.67	34.69	36.73	32.8	19.94
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	6.18	7.54	7.39	4.71	3.14	2.14	2.42	3.22

**ANEXO 29: Cálculo de los indicadores de “Compañía Minera Milpo S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> $= \frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> $= \frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> $= \frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> $= \frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> $= \frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	$= \frac{0}{946,189,170} = 0$	$= \frac{61,200}{61,200} = 1.0000$	$= \frac{7.5400}{0.0720} = 104.7222$	$= \frac{30.14}{100} = 0.3014$	$= \frac{0}{61,200.00} = 0.0000$
<b>2010</b>	$= \frac{12,240}{1,104,163.227} = 0.0110$	$= \frac{117,411}{129,651} = 0.9055$	$= \frac{7.3900}{0.1280} = 57.7343$	$= \frac{31.23}{100} = 0.3123$	$= \frac{12,240.00}{129,651.00} = 0.0944$
<b>2011</b>	$= \frac{90,918}{1,098,962,569} = 0.0827$	$= \frac{42,697}{133,615} = 0.3195$	$= \frac{4.7100}{0.1200} = 39.2500$	$= \frac{34.65}{100} = 0.3465$	$= \frac{90,918.00}{133,615.00} = 0.6804$
<b>2012</b>	$= \frac{7,699}{1,098,962,569} = 0.0070$	$= \frac{12,359}{20,058} = 0.6161$	$= \frac{3.1400}{0.0180} = 174.4444$	$= \frac{34.67}{100} = 0.3467$	$= \frac{7,699.00}{20,058.00} = 0.3838$
<b>2013</b>	$= \frac{0}{1,098,962,569} = 0$	$= \frac{65,481}{65,481} = 1.0000$	$= \frac{2.1400}{0.0360} = 59.4444$	$= \frac{34.69}{100} = 0.3469$	$= \frac{0}{65,481.00} = 0.0000$
<b>2014</b>	$= \frac{0}{1,309,748,288} = 0$	$= \frac{108,548}{108,548} = 1.0000$	$= \frac{2.4200}{0.0740} = 32.7027$	$= \frac{36.73}{100} = 0.3673$	$= \frac{0}{108,548.00} = 0.0000$
<b>2015</b>	$= \frac{0}{1,309,748,288} = 0$	$= \frac{67,001}{67,001} = 1.0000$	$= \frac{1.6700}{0.0510} = 32.7450$	$= \frac{32.80}{100} = 0.3280$	$= \frac{0}{67,001.00} = 0.0000$
<b>2016</b>	$= \frac{0}{1,309,748,288} = 0$	$= \frac{113,146}{113,146} = 1.0000$	$= \frac{3.2200}{0.0890} = 36.1797$	$= \frac{19.94}{100} = 0.1994$	$= \frac{0}{113,146.00} = 0.0000$

**ANEXO 30: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Compañía Minera Poderosa S.A.”**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S./.)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes de efectivo/	15,894	18,247	73,139	46,451	48,661	22,275	21,718	46,543
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/					35,499	36,808	34,970	33,887
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	9,276	12,133	11,682	14,099	7,122	3,048	3,271	4,000
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	24,381	6,278	7,803	19,056	28,377	33,760	31,699	29,887
Gastos Contratados por Anticipado/	813	1,603	5,271	9,838	0	0	0	0
Existencias (neto)/	9,773	10,151	20,164	21,460	19,525	25,409	26,855	25,371
Otros Activos/	0	0	0	0	9,150	9,809	10,780	5,049
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	60,137	48,412	118,059	110,904	112,835	94,301	94,323	110,850
<b>Total Activo Corriente/</b>	<b>60,137</b>	<b>48,412</b>	<b>118,059</b>	<b>110,904</b>	<b>112,835</b>	<b>94,301</b>	<b>94,323</b>	<b>110,850</b>
<b>Activo No Corriente/</b>								
Otros Activos Financieros/			0	0	0	0	0	0
Inversiones Financieras/	88	88			1	1	1	1
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/					0	0	0	0
Cuentas por Cobrar Comerciales/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Cobrar/	0	0	0	2	0	0	0	0
Otras Cuentas por Cobrar a Partes Relacionadas/	4,532	4,556	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones Financieras/	88	88						
Activos Biológicos/	0	0	0	0	0	0	0	0
Propiedades de Inversión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Inmuebles, Maquinaria y Equipo (neto)/	145,791	156,604	201,322	229,630	257,290	294,373	333,697	392,901
Activos Intangibles (neto)/	128,571	140,463			234,936	239,872	260,162	304,372
Activo por Impuesto a la Renta y Participaciones Diferidos/	0	0	173,552	207,499	0	0	0	0
Plusvalía/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Activos/	0	0	12,011	12,011	12,011	12,011	12,011	12,011
<b>Total Activo No Corriente/</b>	<b>278,982</b>	<b>301,711</b>	<b>386,885</b>	<b>449,142</b>	<b>504,238</b>	<b>546,257</b>	<b>605,871</b>	<b>709,285</b>
<b>TOTAL ACTIVO/</b>	<b>339,119</b>	<b>350,123</b>	<b>504,944</b>	<b>560,046</b>	<b>617,073</b>	<b>640,558</b>	<b>700,194</b>	<b>820,135</b>

**Pasivo y Patrimonio/****Pasivo Corriente/**

Otros Pasivos Financieros /	<b>28,662</b>	23,345	18,721	13,687	44,112	62,204	87,680	66,612
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /					69,389	78,226	119,640	110,498
Cuentas por Pagar Comerciales /	20,786	26,424	27,432	30,165	28,411	40,961	45,655	43,578
Otras Cuentas por Pagar/	14,383	20,290	25,412	30,402	40,978	37,265	73,985	66,920
Impuesto a la Renta y Participaciones Corrientes/	13,277	10,474						
Provisiones /	0	0	2,730	2,474				
Provisión por Beneficios a los Empleados/			12,679	13,402	0	0	0	0
Otras provisiones /			912	0	3,221	3,319	1,186	2,890
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /					0	0	4,898	11,680
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedidos para la Venta/	77,108	80,533	87,886	90,130	116,722	143,749	213,404	191,680
<b>Total Pasivo Corriente/</b>	<b>77,108</b>	<b>80,533</b>	<b>87,886</b>	<b>90,130</b>	<b>116,722</b>	<b>143,749</b>	<b>213,404</b>	<b>191,680</b>

**Otros Pasivos Financieros /**

Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /	29,476	11,849	<b>39,806</b>	<b>29,279</b>	60,998	42,718	26,451	37,054
Cuentas por Pagar Comerciales /					9,399	8,379	<b>8,270</b>	<b>7,439</b>
Ingresos Diferidos (netos)/	17,059	13,566	10,189	8,691	9,399	8,379	7,808	7,011
Provisiones /	0	0	0	0	0	0	462	428
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	21,685	22,992				
Pasivo por Impuesto a la Renta y Participaciones Diferidos/			0	0	26,562	30,709	28,114	29,655
Otros pasivos no financieros/	11,664	12,549	23,831	25,144	25,325	24,988	20,238	20,789
<b>Total Pasivo No Corriente/</b>	<b>58,199</b>	<b>37,964</b>	<b>95,511</b>	<b>86,106</b>	<b>122,284</b>	<b>106,794</b>	<b>83,073</b>	<b>94,937</b>
<b>Total Pasivo/</b>	<b>135,307</b>	<b>118,497</b>	<b>183,397</b>	<b>176,236</b>	<b>239,006</b>	<b>250,543</b>	<b>296,477</b>	<b>286,617</b>

**Patrimonio Neto/**

Capital/	<b>130,584</b>	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	135,000	150,000
Primas de Emisión/			0	0	0	0	0	0
Acciones de Inversión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Reservas de Capital/	9,439	15,600	23,629	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
Otras Reservas/	0	0						
Resultados Acumulados/	59,753	63,789	66,026	147,918	202,881	198,067	210,015	238,717
Otras Reservas de Patrimonio/			0	929	0	0	0	0
<b>Total Patrimonio Neto/</b>	<b>203,812</b>	<b>231,626</b>	<b>321,547</b>	<b>383,810</b>	<b>378,067</b>	<b>390,015</b>	<b>403,717</b>	<b>533,518</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO/</b>	<b>339,119</b>	<b>350,123</b>	<b>504,944</b>	<b>560,046</b>	<b>617,073</b>	<b>640,558</b>	<b>700,194</b>	<b>820,135</b>

**ANEXO 31: Estado de Resultados Anual Individual “Compañía Minera Poderosa S.A.”**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
<b>Ingresos Operacionales/</b>	319,313	407,805	499,861	565,200	554,987	568,607	702,621	945,456
<b>Costo de Ventas (Operacionales)/</b>	-186,437	-233,489	-295,536	-346,070	-392,618	-429,997	-497,517	-595,358
<b>Utilidad Bruta/</b>	132,876	174,316	204,325	219,130	162,369	138,610	205,104	350,098
Gastos de Ventas/	-7,667	-9,933	-12,715	-14,677	-12,468	-14,453	-14,370	-15,263
Gastos de Administración/	-29,450	-35,699	-43,851	-50,719	-44,881	-45,123	-51,988	-73,617
Otros Ingresos/	11,176	11,689	3,869	3,233	3,712	869	2,184	2,745
Otros Gastos/	-12,114	-11,855	-11	-495	-291	-1,402	-1,168	-448
<b>Utilidad Operativa/</b>	94,821	128,518	151,617	156,472	108,441	78,501	139,762	263,515
Ingresos Financieros/	9,308	3,200	374	2,511	3,300	5,910	7,504	7,279
Gastos Financieros/	-5,175	-3,500	-2,769	-2,514	-15,638	-5,420	-4,433	-18,157
Diferencias de Cambio neto/					-5,717	-10,071	-15,580	257
Participación en los Resultados de Partes Relacionadas por el Método de Participación/	0	0	1,961	2,700				
<b>Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta/</b>	98,954	128,218	151,183	159,169	90,386	68,920	127,253	252,894
Participación de los trabajadores /	-8,392	-10,361	-49,674	-46,835				
Impuesto a la Renta/	-29,175	-37,564	101,509	112,334	-27,806	-25,472	-34,156	-76,518
Utilidad (Pérdida) Neta de Actividades Continúas/	61,387	80,293	0	0	62,580	43,448	93,097	176,376
<b>Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio/</b>	61,387	80,293	101,509	112,334	62,580	43,448	93,097	176,376
<b>Ganancias (pérdida) básica por acción: /</b>								
Utilidad (pérdida) básica por acción común/	0.47	0.535	0.677	0.749	0.417	0.29	0.69	1.176
Utilidad (pérdida) básica por acción de inversión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad (pérdida) diluida por acción común/	0.47	0.535	0.677	0.749	0.417	0.29	0.69	1.176
Utilidad (pérdida) diluida por acción de inversión/	0	0			0	0	0	0
Básica por Acción Común en Operaciones Discontinuas/			0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (Pérdida) Neta de Actividades Continúas/</b>								
Utilidad (Pérdida) Básica por Acción de Inversión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad (Pérdida) Básica por Acción Común/	0.47	0.535	0	0	0	0	0	0
Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Diluida por Acción Común en Operaciones Discontinuas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad (Pérdida) Diluida por Acción Común/	0.47	0.535	0	0	0	0	0	0

**ANEXO 32: Datos adicionales tomados de la Memoria**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	130,584,352	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000	135,000,000	150,000,000
<b>Valor nominal de la Acción</b>	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	30,534	50,305	20,646	51,000	67,400	31,500	21,720	46,575
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	5	5	5	5	5	5	4	4
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	247	229	202	196	196	187	181	164
<b>Total Accionistas</b>	252	234	207	201	201	192	185	168
<b>% Capital de Accionista mayoritario</b>	94.12	94.11	94.11	94.12	94.12	94.12	93.31	93.31
<b>% Capital de Accionista minoritario</b>	5.88	5.89	5.89	5.88	5.88	5.88	6.69	6.69
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	3.02	4.17	4.45	2.78	3.8	3	2.01	1.78

**ANEXO 33: Cálculo de los indicadores de “Compañía Minera Poderosa S.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> = $\frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> = $\frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> = $\frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> = $\frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> = $\frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	= $\frac{30,534}{130,584,352} = 0.2338$	= $\frac{30,853}{61,387} = 0.5025$	= $\frac{4.1700}{0.4700} = 8.8723$	= $\frac{5.88}{100} = 0.0588$	= $\frac{30,534.00}{61,387.00} = 0.4974$
<b>2010</b>	= $\frac{50,305}{150,000,000} = 0.3354$	= $\frac{29,988}{80,293} = 0.3734$	= $\frac{4.4500}{0.5350} = 8.3177$	= $\frac{5.89}{100} = 0.589$	= $\frac{50,305.00}{80,293.00} = 0.6265$
<b>2011</b>	= $\frac{20,646}{150,000,000} = 0.1376$	= $\frac{80,863}{101,509} = 0.7966$	= $\frac{2.7800}{0.6770} = 4.1063$	= $\frac{5.89}{100} = 0.0589$	= $\frac{20,646.00}{101,509.00} = 0.2033$
<b>2012</b>	= $\frac{51,000}{150,000,000} = 0.3400$	= $\frac{61,334}{112,334} = 0.5459$	= $\frac{3.8000}{0.7490} = 5.0734$	= $\frac{5.88}{100} = 0.0588$	= $\frac{51,000.00}{112,334.00} = 0.4540$
<b>2013</b>	= $\frac{67,400}{150,000,000} = 0.4493$	= $\frac{-4,820}{62,580} = -0.0770$	= $\frac{3.0000}{0.4170} = 7.1942$	= $\frac{5.88}{100} = 0.0588$	= $\frac{67,400.00}{62,580.00} = 1.0770$
<b>2014</b>	= $\frac{31,500}{150,000,000} = 0.2100$	= $\frac{11,948}{43,448} = 0.2749$	= $\frac{2.0100}{0.2900} = 6.9310$	= $\frac{5.88}{100} = 0.0588$	= $\frac{31,500.00}{43,448.00} = 0.7250$
<b>2015</b>	= $\frac{21,720}{150,000,000} = 0.1609$	= $\frac{71,377}{93,097} = 0.7666$	= $\frac{1.7800}{0.6900} = 2.5797$	= $\frac{6.69}{100} = 0.0669$	= $\frac{21,720.00}{93,097.00} = 0.2333$
<b>2016</b>	= $\frac{46,575}{150,000,000} = 0.3105$	= $\frac{129,801}{176,376} = 0.7359$	= $\frac{7.0300}{1.1760} = 5.9778$	= $\frac{6.69}{100} = 0.0669$	= $\frac{46,575.00}{176,376.00} = 0.2640$

**ANEXO 34: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.”**  
**Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)**

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	203,391	388,113	1,383,636	1,427,528	854,570	19,574	5,952	29,951
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			269,343	362,593	381,816	425,536	223,407	451,984
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	24,792	27,593	44,053	4,054	7,604	2,374	13,948	1,162
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	216,562	290,709	199,331	318,562	308,486	187,940	199,368	375,306
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	75,323	155,410	25,959	39,977	65,726	235,222	2,771	70,043
Inventarios/	156,319	165,094	175,837	194,909	217,000	232,542	394,867	425,566
Gastos Pagados por Anticipado/		4,178	6,056	0	0	0	0	7,320
Otros Activos/	0	0	0	0	0	0	432,299	311,007
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	680,565	1,032,975	1,828,816	1,985,030	1,453,386	677,652	1,056,525	1,218,508
<b>Activos No Corrientes/</b>								
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			0	63,964	322,791	253,184	0	39
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Cobrar/	0	0	0	63,964	322,791	253,184	0	0
Anticipos/			0	0	0	0	0	39
Propiedades de Inversión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	1,082,051	1,109,953	1,220,591	1,799,709	2,831,779	4,544,406	6,077,289	5,807,740
Activos Intangibles (neto)/	9,779	8,149	6,519	5,078	3,448	9,028	16,905	12,198
Activos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	0	0	0	0	0	0	0	0
Activos por Impuestos Corrientes, no Corrientes/							0	0
Otros Activos/	140,770	134,088	140,671	188,990	216,797	287,714	701,973	597,138
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>1,232,600</b>	<b>1,252,190</b>	<b>1,367,781</b>	<b>2,057,741</b>	<b>3,374,815</b>	<b>5,094,332</b>	<b>6,796,167</b>	<b>6,417,115</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS/</b>	<b>1,913,165</b>	<b>2,285,165</b>	<b>3,196,597</b>	<b>4,042,771</b>	<b>4,828,201</b>	<b>5,771,984</b>	<b>7,852,692</b>	<b>7,635,623</b>

**Pasivos y Patrimonio/****Pasivos Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	0	0	0	0	4,577	50,163	43,169	161
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			77,020	167,926	276,801	436,762	446,572	199,110
Cuentas por Pagar Comerciales /	39,798	67,376	55,950	146,354	268,508	398,070	432,418	168,357
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	2,719	3,851	3,415	8,081	8,293	11,910	12,042	27,134
Otras Cuentas por Pagar/	76,516	133,057	17,655	13,491	0	26,782	2,112	3,619
Provisión por Beneficios a los Empleados/	48,254	110,065	126,731	83,355	56,570	39,095	20,536	48,039
Otras provisiones /			75,257	0	36,626	11,060	33,509	24,458
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	83,792	174,275	56,920	21,187	52,740	15,492	4,731	21,863
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedidos para la Venta/	251,079	488,624	335,928	272,468	427,314	552,572	548,517	293,631
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>251,079</b>	<b>488,624</b>	<b>335,928</b>	<b>272,468</b>	<b>427,314</b>	<b>552,572</b>	<b>548,517</b>	<b>293,631</b>

**Pasivos No Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	0	0	0	0	1,326	402,686	2,381,995	1,995,843
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			1,298	540	5,539	10,960	6,850	7,132
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	0	0	0	0	3,980	5,643	6,850	7,132
Otras Cuentas por Pagar/	39,310	2,204	1,298	540	1,559	5,317	0	0
Provisiones /	18,642	12,106						
Otras provisiones /			7,061	79,812	48,479	119,948	163,803	164,622
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	122,525	179,643	174,672	240,243	258,059	220,728	253,153	335,114
Pasivos por Impuestos Corrientes, no Corriente/							0	0
Otros Pasivos/	35,515	52,071	0	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>215,992</b>	<b>246,024</b>	<b>183,031</b>	<b>320,595</b>	<b>313,403</b>	<b>754,322</b>	<b>2,805,801</b>	<b>2,502,711</b>

**Total Pasivos /****Patrimonio /**

Capital Emitido/	990,659	990,659	990,659	990,659	990,659	990,659	990,659	990,659
Primas de Emisión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Reservas de Capital/	198,132	198,132	198,132	198,132	198,132	198,132	198,132	198,132
Resultados Acumulados/	-78,390	257,303	361,726	1,488,847	2,260,917	2,898,693	3,276,299	3,650,490
Otras Reservas de Patrimonio/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Patrimonio /</b>	<b>1,446,094</b>	<b>1,550,517</b>	<b>2,677,638</b>	<b>3,449,708</b>	<b>4,087,484</b>	<b>4,465,090</b>	<b>4,498,374</b>	<b>4,839,281</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/</b>	<b>1,913,165</b>	<b>2,285,165</b>	<b>3,196,597</b>	<b>4,042,771</b>	<b>4,828,201</b>	<b>5,771,984</b>	<b>7,852,692</b>	<b>7,635,623</b>



**ANEXO 36: Datos adicionales tomados de la Memoria**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	350,056,012	350,056,012	350,056,012	350,056,012	350,056,012	350,056,012	350,056,012	350,056,012
<b>Valor nominal de la Acción (US\$)</b>	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	665,000	950,000	0	0	0	0	0	0
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	3,876	3,876	3,876	3,876	3,876	3,876	3,876	3,876
<b>Total Accionistas</b>	3,879	3,879	3,879	3,879	3,879	3,879	3,879	3,879
% Capital de Accionista mayoritario	93.82	93.82	93.91	94.14	94.14	94.14	94.14	94.14
% Capital de Accionista minoritario	6.18	6.18	6.09	5.86	5.86	5.86	5.86	5.86
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	9.29	23.1	48.88	35.86	39.15	24.12	24.13	14.55

**ANEXO 37: Cálculo de los indicadores de “Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> = $\frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> = $\frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> = $\frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> = $\frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> = $\frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	= $\frac{665,000}{350,056,012} = 1.8997$	= $\frac{43,528}{708,528} = 0.0614$	= $\frac{23.1000}{2.0200} = 11.4356$	= $\frac{6.18}{100} = 0.0618$	= $\frac{665,000.00}{708,528.00} = 0.9385$
<b>2010</b>	= $\frac{950,000}{350,056,012} = 2.7139$	= $\frac{104,423}{1,054,423} = 0.0990$	= $\frac{48.8800}{3.0100} = 16.2392$	= $\frac{6.18}{100} = 0.0618$	= $\frac{950,000.00}{1,054,423.00} = 0.9009$
<b>2011</b>	= $\frac{0}{350,056,012} = 0.0000$	= $\frac{1,078,399}{1,078,399} = 1.0000$	= $\frac{35.8600}{3.0810} = 11.6390$	= $\frac{6.09}{100} = 0.0609$	= $\frac{0}{1,078,399.00} = 0.0000$
<b>2012</b>	= $\frac{0}{350,056,012} = 0.0000$	= $\frac{772,070}{772,070} = 1.0000$	= $\frac{39.1500}{2.2060} = 17.7470$	= $\frac{5.86}{100} = 0.0586$	= $\frac{0}{772,070.00} = 0.0000$
<b>2013</b>	= $\frac{0}{350,056,012} = 0.0000$	= $\frac{613,262}{613,262} = 1.0000$	= $\frac{24.1200}{1.7500} = 13.7828$	= $\frac{5.86}{100} = 0.0586$	= $\frac{0}{613,262.00} = 0.0000$
<b>2014</b>	= $\frac{0}{350,056,012} = 0.0000$	= $\frac{377,606}{377,606} = 1.0000$	= $\frac{24.1300}{1.0800} = 22.3425$	= $\frac{5.86}{100} = 0.0586$	= $\frac{0}{377,606.00} = 0.0000$
<b>2015</b>	= $\frac{0}{350,056,012} = 0.0000$	= $\frac{33,284}{33,284} = 1.0000$	= $\frac{14.5500}{0.0950} = 153.1578$	= $\frac{5.86}{100} = 0.0586$	= $\frac{0}{33,284.00} = 0.0000$
<b>2016</b>	= $\frac{0}{350,056,012} = 0.0000$	= $\frac{340,907}{340,907} = 1.0000$	= $\frac{19.3100}{0.9740} = 19.8254$	= $\frac{5.86}{100} = 0.0586$	= $\frac{0}{340,907.00} = 0.0000$

**ANEXO 38: Estado de Situación Financiera Anual Individual “ENEL Generación Perú S.A.A.”**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

<u>CUENTA</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	111,365	62,412	125,892	164,017	150,537	200,771	79,052	534,068
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/			172,481	157,471	282,074	240,476	349,898	249,810
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	97,854	97,700	123,961	133,452	143,132	162,331	317,596	226,181
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	5,259	30,551	30,495	99	27,721	7,879	3,969	12,764
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	1,820	1,936	8,954	8,293	110,008	70,145	28,184	10,684
Gastos Pagados por Anticipado/	9,393	10,375	9,071	15,627	1,213	121	149	181
Inventarios/	62,572	66,030	65,622	68,731	67,844	71,126	74,954	70,513
Activos por Impuestos a las Ganancias /	0	0	0	0	0	4,267	0	0
Otros Activos/	0	0	0	0	19,893	21,171	0	0
Activos Corrientes Distintos al Efectivo Pignorados como Garantía Colateral/ Total, Activos Cotes. Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/							24,679	24,731
	288,263	269,004	363,995	390,219	520,348	537,811	528,583	879,122
<b>Total Activos Corrientes/</b>	<b>288,263</b>	<b>269,004</b>	<b>363,995</b>	<b>390,219</b>	<b>520,348</b>	<b>537,811</b>	<b>528,583</b>	<b>879,122</b>
<b>Activos No Corrientes/</b>								
Otros Activos Financieros/	389,418	389,418	360,511	360,511	360,511	360,511	360,511	360,511
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación /	0	0						
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	72,417	72,417	0	0	0	0	6,140	0
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	3,661,041	3,540,053	3,311,869	3,237,108	3,201,601	3,136,765	3,061,717	2,848,355
Activos Intangibles (neto)/	2,602	1,778	2,170	51,688	52,059	52,367	52,307	53,237
Activos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	17,378	10,017	0	0	0	0	0	0
Activos por Impuestos Corrientes, no Corrientes/							0	0
Plusvalía/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Activos/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>4,144,866</b>	<b>4,013,683</b>	<b>3,674,550</b>	<b>3,649,307</b>	<b>3,614,171</b>	<b>3,549,643</b>	<b>3,480,675</b>	<b>3,262,103</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS/</b>	<b>4,433,129</b>	<b>4,282,687</b>	<b>4,038,545</b>	<b>4,039,526</b>	<b>4,134,519</b>	<b>4,087,454</b>	<b>4,009,258</b>	<b>4,141,225</b>

**Pasivos y Patrimonio/****Pasivos Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	135,012	119,020	107,461	117,348	117,703	103,011	243,657	152,250
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			133,042	246,351	357,819	301,173	302,594	344,905
Cuentas por Pagar Comerciales /	103,050	87,135	91,481	188,096	286,513	201,971	173,126	189,571
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	1,368	1,016	73	4,873	4,385	15,124	30,131	26,340
Otras Cuentas por Pagar/	15,594	14,726	41,488	53,382	66,921	84,078	<b>92,806</b>	<b>124,815</b>
Provisiones /	19,901	18,580						
Provisión por Beneficios a los Empleados/	<b>0</b>							
Otras provisiones /			71,952	18,509	18,537	13,212	<b>18,294</b>	<b>154,919</b>
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	<b>41,371</b>	3,537	<b>57,250</b>	<b>654</b>	30,337	0	671	4,176
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	316,296	244,014	369,705	382,862	524,396	417,396	565,216	656,250
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>316,296</b>	<b>244,014</b>	<b>369,705</b>	<b>382,862</b>	<b>524,396</b>	<b>417,396</b>	<b>565,216</b>	<b>656,250</b>

**Pasivos No Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	940,186	868,123	744,873	603,148	537,457	579,607	256,569	178,238
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			0	0	0	0	89,736	86,447
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	808,568	802,260	667,367	656,888	617,301	562,571	540,375	592,709
Provisiones /	59,668	64,510						
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	0	3,586	3,394	3,910	3,653	4,315
Otras provisiones /			8,557	13,788	14,309	15,040	15,809	16,450
Ingresos Diferidos (netos)/	0	0	0	0	0	0	89,736	86,447
Otros Pasivos/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>1,808,422</b>	<b>1,734,893</b>	<b>1,420,797</b>	<b>1,277,410</b>	<b>1,172,461</b>	<b>1,161,128</b>	<b>906,142</b>	<b>878,159</b>
<b>Total Pasivos /</b>	<b>2,124,718</b>	<b>1,978,907</b>	<b>1,790,502</b>	<b>1,660,272</b>	<b>1,696,857</b>	<b>1,578,524</b>	<b>1,471,358</b>	<b>1,534,409</b>

**Patrimonio /**

Capital Emitido/	2,018,429	2,018,429	2,018,429	2,018,429	2,018,429	2,018,429	<b>2,302,144</b>	<b>2,545,960</b>
Primas de Emisión/	<b>0</b>							
Otras Reservas de Capital/	175,916	199,249	139,902	159,949	<b>190,692</b>	<b>234,575</b>	3,713	3,744
Resultados Acumulados/	20,735	98,165	89,217	34,324	132,627	258,684	272,736	95,445
Otras Reservas de Patrimonio/	15,901	-3,115	55,388	68,249	26,176	-2,758	-40,693	-38,333
<b>Total Patrimonio /</b>	<b>2,308,411</b>	<b>2,303,780</b>	<b>2,248,043</b>	<b>2,379,254</b>	<b>2,437,662</b>	<b>2,508,930</b>	<b>2,537,900</b>	<b>2,606,816</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/</b>	<b>4,433,129</b>	<b>4,282,687</b>	<b>4,038,545</b>	<b>4,039,526</b>	<b>4,134,519</b>	<b>4,087,454</b>	<b>4,009,258</b>	<b>4,141,225</b>



**ANEXO 40: Datos adicionales tomados de la Memoria:**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	2,293,668,594	2,293,668,594	2,293,668,594	2,293,668,594	2,293,668,594	2,293,668,594	2,293,668,594	2,293,668,594
<b>Valor nominal de la Acción (S/.)</b>	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	195,152	216,148	234,747	188,982	338,259	428,141	376,414	147,002
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	2	2	2	2	2	2	2	2
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	1294	1294	1294	1,475	1,511	1,475	1,399	1480
<b>Total Accionistas</b>	1,296	1,296	1,296	1,477	1,513	1,477	1,401	1,482
<b>% Capital de Accionista mayoritario</b>	83.597	83.597	83.597	83.597	83.597	83.597	83.60	83.60
<b>% Capital de Accionista minoritario</b>	16.403	16.403	16.403	16.403	16.403	16.403	16.40	16.40
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	1.09	1.32	1.76	2.20	2.43	3.58	2.68	2.46

**ANEXO 41: Cálculo de los indicadores de “ENEL Generación Perú S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> = $\frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> = $\frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> = $\frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> = $\frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> = $\frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	= $\frac{195,152}{2,293,668,594} = 0.0851$	= $\frac{38,177}{233,329} = 0.1636$	= $\frac{1.3200}{0.1017} = 12.9755$	= $\frac{16.40}{100} = 0.1640$	= $\frac{195,152.00}{233,329.00} = 0.8363$
<b>2010</b>	= $\frac{216,148}{2,293,668,594} = 0.0942$	= $\frac{-10,008}{206,140} = -0.0485$	= $\frac{2.0100}{0.0899} = 22.3656$	= $\frac{16.40}{100} = 0.1640$	= $\frac{216,148.00}{206,140.00} = 1.0485$
<b>2011</b>	= $\frac{234,747}{2,293,668,594} = 0.1023$	= $\frac{51,119}{285,866} = 0.1788$	= $\frac{1.7600}{0.1250} = 14.0800$	= $\frac{16.40}{100} = 0.1640$	= $\frac{234,747.00}{285,866.00} = 0.8211$
<b>2012</b>	= $\frac{188,982}{2,293,668,594} = 0.0824$	= $\frac{118,350}{307,332} = 0.3850$	= $\frac{2.2000}{0.1340} = 16.4179$	= $\frac{16.40}{100} = 0.1640$	= $\frac{188,982.00}{307,332.00} = 0.6149$
<b>2013</b>	= $\frac{338,259}{2,293,668,594} = 0.1475$	= $\frac{100,471}{438,730} = 0.2290$	= $\frac{2.4300}{0.1910} = 12.7225$	= $\frac{16.40}{100} = 0.1640$	= $\frac{338,259.00}{438,730.00} = 0.7709$
<b>2014</b>	= $\frac{428,141}{2,293,668,594} = 0.1867$	= $\frac{100,193}{528,334} = 0.1896$	= $\frac{3.5800}{0.2300} = 15.5652$	= $\frac{16.40}{100} = 0.1640$	= $\frac{428,141.00}{528,334.00} = 0.8103$
<b>2015</b>	= $\frac{376,414}{2,293,668,594} = 0.1641$	= $\frac{66,885}{443,299} = 0.1508$	= $\frac{2.6800}{0.1870} = 14.3315$	= $\frac{16.40}{100} = 0.1640$	= $\frac{376,414.00}{443,299.00} = 0.8491$
<b>2016</b>	= $\frac{147,002}{2,293,668,594} = 0.0641$	= $\frac{66,525}{213,527} = 0.3115$	= $\frac{2.4600}{0.0780} = 31.5384$	= $\frac{16.40}{100} = 0.1640$	= $\frac{147,002.00}{213,527.00} = 0.6884$

**ANEXO 42: Estado de Situación Financiera Anual Individual “Telefónica del Perú S.A.A.”**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes de efectivo/	176,551	327,354	285,059	191,614	633,855	489,032	825,888	526,919
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar/			1,160,568	1,199,107	1,332,266	1,261,944	1,688,939	1,608,540
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/							122,997	13,184
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	961,295	888,162	1,092,013	1,163,353	1,150,302	1,112,173	1,322,913	1,529,544
Otras Cuentas por Cobrar a Partes Relacionadas (neto)/	24,572	4,381	3,180	2,050	68,851	61,439		
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	112,992	85,086	65,375	33,704	113,113	88,332	243,029	65,812
Gastos Contratados por Anticipado/	50,857	51,202	0	0	0	0	0	0
Activos por Impuestos a las Ganancias /			57,029	0	0	113,795	14,577	235,420
Existencias (neto)/	67,842	93,409	57,147	39,290	357,187	332,397	219,815	299,763
Otros Activos no financieros/			63,224	38,824	107,637	98,588	86,551	101,699
<b>Total Activo Corriente/</b>	<b>1,394,109</b>	<b>1,449,594</b>	<b>1,623,027</b>	<b>1,468,835</b>	<b>2,430,945</b>	<b>2,295,756</b>	<b>2,835,770</b>	<b>2,772,341</b>
<b>Activo No Corriente/</b>								
Otras Inversiones Financieras/	1,393	1,393	1,393	1,393	373	0	0	0
Inversiones en Subsidiarias, Negocios Conjuntos y Asociadas/			1,295,925	1,293,924	369,992	416,591	501,293	583,083
Inversiones Financieras/	1,276,269	1,244,103						
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar/			30,094	16,974	228,028	226,202	303,404	471,143
Cuentas por Cobrar Comerciales/	0	0	0	0	0	0	0	30,937
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/			0	0	0	0	0	122,695
Otras Cuentas por Cobrar/	53,162	44,935	30,094	16,974	228,028	226,202	303,404	317,511
Propiedades, Planta y Equipo/							6,071,518	6,180,426
Inversiones al Método de Participación /	1,274,876	1,242,710	1,381,740	1,292,069				
Activos Intangibles (neto)/	1,555,291	1,493,933	3,130,938	3,162,265	5,365,254	5,723,440	1,567,829	2,583,402
Activos por Impuestos Diferidos/	0	0	0	0	244,226	255,520	273,657	10,309
Inversiones Inmobiliarias/	0	0	1,224,379	1,224,379	1,744,857	1,673,062		
Plusvalía/	3,389,388	3,211,823			1,224,379	1,224,379	1,224,379	1,224,379
Crédito Mercantil/	1,224,379	1,224,379					0	0
Otros Activos/	65,523	77,228	103,795	122,730	112,115	95,262	88,282	81,786
<b>Total Activo No Corriente/</b>	<b>7,564,012</b>	<b>7,296,401</b>	<b>7,168,264</b>	<b>7,113,734</b>	<b>9,289,224</b>	<b>9,614,456</b>	<b>10,030,362</b>	<b>11,134,528</b>
<b>TOTAL ACTIVO/</b>	<b>8,958,121</b>	<b>8,745,995</b>	<b>8,791,291</b>	<b>8,582,569</b>	<b>11,720,169</b>	<b>11,910,212</b>	<b>12,866,132</b>	<b>13,906,869</b>

**PASIVOS Y PATRIMONIO/****Pasivo Corriente/**

Sobregiros Bancarios /	0	100						
Obligaciones Financieras/	637,687	680,846						
Otros Pasivos Financieros/			565,728	306,152	619,566	432,172	661,129	857,640
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar/			1,364,402	1,453,422	2,807,927	3,025,370	2,869,017	3,006,905
Cuentas por Pagar Comerciales /	666,669	784,454	1,202,766	1,199,564	2,261,249	2,234,094	2,269,329	2,364,357
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/			45	74,519			4,006	158
Otras Cuentas por Pagar/	148,986	157,126	123,683	139,004	361,364	569,438	360,826	408,810
Ingresos Diferidos/			37,908	40,335	185,314	221,838	234,856	233,580
Provisiones /	464,815	642,935						
Otras Provisiones/			681,551	562,222	656,602	124,576	1,787,147	1,807,964
Impuesto a la Renta y Participaciones Corrientes/	79,732	104,409						
Pasivos por Impuestos a las Ganancias/			0	8,980	11,480	0	0	0
Total, Pasivos Cotes. Distintos de Pasivos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/			2,611,681	2,330,776			5,317,293	5,672,509
<b>Total Pasivo Corriente/</b>	<b>1,997,889</b>	<b>2,369,870</b>	<b>2,611,681</b>	<b>2,330,776</b>	<b>4,095,575</b>	<b>3,582,118</b>	<b>5,317,293</b>	<b>5,672,509</b>

**Pasivo No Corriente/**

Obligaciones Financieras/	2,849,458	2,489,957	2,079,127	1,788,854	1,879,903	1,498,946	1,077,675	982,086
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar/			258,052	167,144	140,466	97,719	265,645	254,738
Cuentas por Pagar a Partes Relacionadas/	0	0	140,000	70,000	0	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar/	57,580	41,619	41,907	37,904	37,811	39,150	45,061	50,596
Ingresos Diferidos (netos)/	134,278	105,855	76,145	59,240	102,655	58,569	220,584	204,142
Otras Provisiones/			0	0	172,172	748,324	717,733	597,077
Pasivos por Impuestos Diferidos/	368,270	181,277	97,640	33,782	0	0	0	0
<b>Total Pasivo No Corriente/</b>	<b>3,409,586</b>	<b>2,818,708</b>	<b>2,434,819</b>	<b>1,989,780</b>	<b>2,192,541</b>	<b>2,344,989</b>	<b>2,061,053</b>	<b>1,833,901</b>
<b>Total Pasivo/</b>	<b>5,407,475</b>	<b>5,188,578</b>	<b>5,046,500</b>	<b>4,320,556</b>	<b>6,288,116</b>	<b>5,927,107</b>	<b>7,378,346</b>	<b>7,506,410</b>

**Patrimonio/**

Capital Emitido/	2,878,643	2,878,643	2,878,643	2,878,643	2,878,643	2,876,152	2,876,152	2,876,152
Primas de Emisión/			83,403	83,403	83,403	77,899	77,899	77,899
Capital Adicional/	83,403	83,403						
Reservas Legales/	149,626	230,791						
Otras Reservas/	-12,643	-8,746	331,091	363,291	427,847	445,090	540,510	545,435
Resultados Acumulados/	451,617	373,326	462,052	955,513	2,051,111	2,591,219	1,996,288	2,907,767
Otras Reservas de Patrimonio/			-10,398	-18,837	-8,951	-7,255	-3,063	-6,794
<b>Total Patrimonio Neto/</b>	<b>3,550,646</b>	<b>3,557,417</b>	<b>3,744,791</b>	<b>4,262,013</b>	<b>5,432,053</b>	<b>5,983,105</b>	<b>5,487,786</b>	<b>6,400,459</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO/</b>	<b>8,958,121</b>	<b>8,745,995</b>	<b>8,791,291</b>	<b>8,582,569</b>	<b>11,720,169</b>	<b>11,910,212</b>	<b>12,866,132</b>	<b>13,906,869</b>



**ANEXO 44: Datos adicionales tomados de la Memoria:**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	3,347,258,949	3,347,258,949	3,347,258,949	3,347,258,949	3,347,258,949	3,347,258,949	3,344,363,158	3,344,363,158
<b>Valor nominal de la Acción (S/.)</b>	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	990,000	854,000	287,000	0	0	400,010	0	0
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	2	2	2	2	2	2	2	2
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	85,695	84,688	83,873	83,115	82,419	81,747	81,337	80,892
<b>Total Accionistas</b>	85,697	84,690	83,875	83,117	82,421	81,749	81,339	80,894
<b>% Capital de Accionista mayoritario</b>	98.24	98.24	98.24	98.49	98.49	98.49	98.57	98.57
<b>% Capital de Accionista minoritario</b>	1.76	1.76	1.76	1.51	1.51	1.51	1.43	1.43
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	3.21	3.31	3.32	2.51	2.30	2.79	2.60	1.90

**ANEXO 45: Cálculo de los indicadores de “Telefónica del Perú S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> = $\frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> = $\frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> = $\frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> = $\frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> = $\frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	$= \frac{990,000}{3,347,258,949} = 0.2957$	$= \frac{-178,350}{811,650} = -0.2197$	$= \frac{3.3100}{0.2425} = 13.6521$	$= \frac{1.760}{100} = 0.0176$	$= \frac{990,000.00}{811,650.00} = 1.2197$
<b>2010</b>	$= \frac{854,000}{3,347,258,949} = 0.2551$	$= \frac{2,874}{856,874} = 0.0033$	$= \frac{3.3200}{0.2560} = 12.9691$	$= \frac{1.760}{100} = 0.0176$	$= \frac{854,000.00}{856,874.00} = 0.9966$
<b>2011</b>	$= \frac{287,000}{3,347,258,949} = 0.0857$	$= \frac{155,356}{442,356} = 0.3512$	$= \frac{2.5100}{0.1320} = 19.0151$	$= \frac{1.760}{100} = 0.0176$	$= \frac{287,000.00}{442,356.00} = 0.6487$
<b>2012</b>	$= \frac{0}{3,347,258,949} = 0.000$	$= \frac{537,697}{537,697} = 1.0000$	$= \frac{2.3000}{0.1610} = 14.2857$	$= \frac{1.510}{100} = 0.0151$	$= \frac{0}{537,697.00} = 0.0000$
<b>2013</b>	$= \frac{0}{3,347,258,949} = 0.0000$	$= \frac{817,446}{817,446} = 1.0000$	$= \frac{2.7900}{0.2440} = 11.4344$	$= \frac{1.510}{100} = 0.0151$	$= \frac{0}{817,446.00} = 0.0000$
<b>2014</b>	$= \frac{400,010}{3,347,258,949} = 0.1195$	$= \frac{562,134}{962,144} = 0.5842$	$= \frac{2.6000}{0.2870} = 9.0592$	$= \frac{1.510}{100} = 0.0151$	$= \frac{400,010.00}{962,144.00} = 0.4157$
<b>2015</b>	$= \frac{0}{3,344,363,158} = 0.0000$	$= \frac{-498,717}{-498,717} = 1.0000$	$= \frac{1.3900}{-0.1490} = -9.3288$	$= \frac{1.430}{100} = 0.0143$	$= \frac{0}{-498,717.00} = 0.0000$
<b>2016</b>	$= \frac{0}{3,344,363,158} = 0.0000$	$= \frac{911,479}{911,479} = 1.0000$	$= \frac{1.9000}{0.2730} = 6.9597$	$= \frac{1.430}{100} = 0.0143$	$= \frac{0}{911,479.00} = 0.0000$

**ANEXO 46: Estado de Situación Financiera Anual Individual "Refinería la Pampilla S.A.A."**  
 Periodo 2009-2016 (En miles de S/.)

<b>CUENTA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>ACTIVO</b>								
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo/	4,884	3,811	7,128	34,681	3,492	9,568	18,858	51,013
Otros Activos Financieros/			259,006	282,889	0	0	0	0
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/					254,476	180,317	194,647	207,923
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/	161,793	151,340	155,984	212,957	219,769	177,363	131,732	151,973
Otras Cuentas por Cobrar (neto)/	59,689	118,110	103,022	69,932	34,703	2,954	14,034	128
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/	0	0	0	0	4	0	48,881	55,822
Gastos Pagados por Anticipado/	1,954	2,288	0	0	0	0	0	0
Inventarios/	284,526	329,376	497,349	498,380	447,580	360,112	235,367	298,602
Activos Biológicos/	0	0	0	0	0	0	0	0
Activos por Impuestos a las Ganancias /	0	0	18,565	14,247	25,548	32,579	25,184	30,616
Otros Activos no financieros/	0	0	1,754	2,031	1,611	1,924	1,499	1,483
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/	512,846	604,925	783,802	832,228	732,707	584,500	475,555	589,637
<b>Total Activos Corrientes/</b>	<b>512,846</b>	<b>604,925</b>	<b>783,802</b>	<b>832,228</b>	<b>732,707</b>	<b>584,500</b>	<b>475,555</b>	<b>589,637</b>
<b>Activos No Corrientes/</b>							0	0
Otros Activos Financieros/	80,611	80,611	0	0	0	0	80,611	80,611
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas/			80,611	80,611	80,611	80,611	282	871
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación /	0	0	2,136	1,316			0	0
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar/					1,057	715	0	0
Cuentas por Cobrar Comerciales/	0	0	0	0	0	0	282	871
Otras Cuentas por Cobrar/	2,867	3,645	2,136	1,316	1,057	715	0	0
Propiedades de Inversión/	0	0	0	0	0	0	728,133	880,617
Propiedades, Planta y Equipo (neto)/	217,691	213,455	381,976	382,871	418,943	527,906	2,298	3,350
Activos intangibles distintos de la plusvalía/			644	424	287	1,737	0	0
Activos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	5,211	0	0	0	0	0	0	0
Plusvalía/	0	0	0	0	0	0	0	1
Otros Activos no financieros/	424	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Activos No Corrientes/</b>	<b>306,804</b>	<b>297,711</b>	<b>465,367</b>	<b>465,222</b>	<b>500,898</b>	<b>610,969</b>	<b>811,324</b>	<b>965,450</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS/</b>	<b>819,650</b>	<b>902,636</b>	<b>1,249,169</b>	<b>1,297,450</b>	<b>1,233,605</b>	<b>1,195,469</b>	<b>1,286,879</b>	<b>1,555,087</b>

**PASIVOS Y PATRIMONIO/****Pasivos Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	206,467	149,658	155,285	115,200	205,107	447,698	384,487	172,665
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			90,938	287,348	216,895	207,337	199,367	301,398
Cuentas por Pagar Comerciales /	59,703	35,477	59,789	232,653	179,505	183,350	137,685	251,282
Otras Cuentas por Pagar/	37,165	59,244	30,959	54,636	37,390	23,847	61,682	50,116
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/	12,890	0	190	59	0	140	0	0
Ingresos diferidos /			0	0	0	0	0	0
Otras provisiones /			0	0	674	448	397	0
Pasivos por Impuestos a las Ganancias /	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	13,152	3,184	3,561	6,096	4,676	6,154
Otros Pasivos no financieros/	0	0	0	0	0	0	0	0
Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/	316,225	244,379	259,375	405,732	426,237	661,579	588,927	480,217
<b>Total Pasivos Corrientes/</b>	<b>316,225</b>	<b>244,379</b>	<b>259,375</b>	<b>405,732</b>	<b>426,237</b>	<b>661,579</b>	<b>588,927</b>	<b>480,217</b>

**Pasivos No Corrientes/**

Otros Pasivos Financieros /	257,780	379,351	464,817	365,193	349,930	167,913	177,799	479,728
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar /			0	0	0	168	147	155
Otras Cuentas por Pagar/	364	2,046	0	0	0	168	147	155
Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/	0	6,120	46,902	42,958	29,646	2,742	28,643	58,149
Provisión por Beneficios a los Empleados/	0	0	118	124	148	146	209	271
Otras provisiones /			2,912	916	899	737	1,708	2,602
<b>Total Pasivos No Corrientes/</b>	<b>258,144</b>	<b>387,517</b>	<b>514,749</b>	<b>409,191</b>	<b>380,623</b>	<b>171,706</b>	<b>208,506</b>	<b>540,905</b>
<b>Total Pasivos /</b>	<b>574,369</b>	<b>631,896</b>	<b>774,124</b>	<b>814,923</b>	<b>806,860</b>	<b>833,285</b>	<b>797,433</b>	<b>1,021,122</b>

**Patrimonio /**

Capital Emitido/	147,020	147,020	231,403	298,939	431,249	431,249	321,374	827,167
Primas de Emisión/	0	0	0	0	0	0	96,506	-409,287
Acciones de Inversión/	0	0	0	0	0	0	0	0
Acciones Propias en Cartera/	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Reservas de Capital/	35,824	35,824	29,404	38,396	41,347	41,347	41,347	41,347
Resultados Acumulados/	62,437	87,896	214,238	145,192	-45,851	-110,412	30,219	74,738
Otras Reservas de Patrimonio/	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Patrimonio /</b>	<b>245,281</b>	<b>270,740</b>	<b>475,045</b>	<b>482,527</b>	<b>426,745</b>	<b>362,184</b>	<b>489,446</b>	<b>533,965</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/</b>	<b>819,650</b>	<b>902,636</b>	<b>1,249,169</b>	<b>1,297,450</b>	<b>1,233,605</b>	<b>1,195,469</b>	<b>1,286,879</b>	<b>1,555,087</b>



**ANEXO 48: Datos adicionales tomados de la Memoria:**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Número de Acciones</b>	360,640,000	360,640,000	721,280,000	901,600,000	1,244,680,000	1,244,680,000	3,534,890,001	3,534,890,001
<b>Valor nominal de la Acción (S/.)</b>	1.35	1.35	1.00	1.00	1.00	1.00	0.73	0.73
<b>Dividendos declarados y Participaciones acordados durante el período/</b>	0	11,573	9,258	22,021	6,638	0	0	0
<b>No de Accionistas mayoritarios</b>	9	10	10	7	8	8	4	2
<b>No de Accionistas minoritarios</b>	1,604	2,213	1,487	2,737	2,699	2,660	2,568	2,624
<b>Total Accionistas</b>	1,613	2,223	2,497	2,744	2,707	2,668	2,572	2,626
% Capital de Accionista mayoritario	87.3	81.01	77.06	71.6	71.61	70.04	85.94	83.39
% Capital de Accionista minoritario	12.7	18.99	22.94	28.4	28.39	29.96	14.06	16.61
<b>Valor de la Acción al final del período</b>	11.82	2.19	1.67	0.89	0.60	0.30	0.13	0.24

**ANEXO 49: Cálculo de los indicadores de “Refinería la Pampilla S.A.A.”**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> $= \frac{\text{Dividendo pagado}}{\text{Número de Acciones}}$	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> $= \frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad Neta}}$	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> $= \frac{\text{Precio de mercado por Acción Común}}{\text{UPA}}$	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> $= \frac{\text{Capital del Accionista minoritario}}{\text{Capital emitido}}$	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> $= \frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Utilidad Neta}}$
<b>2009</b>	$= \frac{0}{360,640,000} = 0.0000$	$= \frac{46,292}{46,292} = 1.0000$	$= \frac{2.1900}{0.1280} = 17.1093$	$= \frac{12.70}{100.00} = 0.1270$	$= \frac{0}{46,292.00} = 0.0000$
<b>2010</b>	$= \frac{11,573}{360,640,000} = 0.0320$	$= \frac{25,459}{37,032} = 0.6874$	$= \frac{1.6700}{0.1030} = 16.2135$	$= \frac{18.99}{100} = 0.1899$	$= \frac{11,573.00}{37,032.00} = 0.3125$
<b>2011</b>	$= \frac{9,258}{721,280,000} = 0.0128$	$= \frac{88,616}{97,874} = 0.9054$	$= \frac{0.8900}{0.1360} = 6.5441$	$= \frac{22.94}{100} = 0.2294$	$= \frac{9,258.00}{97,874.00} = 0.0945$
<b>2012</b>	$= \frac{22,021}{901,600,000} = 0.0244$	$= \frac{7,482}{29,503} = 0.2536$	$= \frac{0.6000}{0.0330} = 18.1818$	$= \frac{28.40}{100} = 0.2840$	$= \frac{22,021.00}{29,503.00} = 0.7463$
<b>2013</b>	$= \frac{6,638}{1,244,680,000} = 0.0053$	$= \frac{-55,782}{-49,144} = 1.1350$	$= \frac{0.3000}{-0.0450} = -6.6666$	$= \frac{28.39}{100} = 0.2839$	$= \frac{6,638.00}{-49,144.00} = -0.1350$
<b>2014</b>	$= \frac{0}{1,244,680,000} = 0.0000$	$= \frac{-64,561}{-64,561} = 1.0000$	$= \frac{0.2100}{-0.0520} = -4.0384$	$= \frac{29.96}{100} = 0.2996$	$= \frac{0}{-64,561.00} = 0.0000$
<b>2015</b>	$= \frac{0}{3,534,890,001} = 0.0000$	$= \frac{30,756}{30,756} = 1.0000$	$= \frac{0.1300}{0.0210} = 6.1904$	$= \frac{14.06}{100} = 0.1406$	$= \frac{0}{30,756.00} = 0.0000$
<b>2016</b>	$= \frac{0}{3,534,890,001} = 0.0000$	$= \frac{44,519}{44,519} = 1.0000$	$= \frac{0.2400}{0.0130} = 18.4615$	$= \frac{16.61}{100} = 0.1661$	$= \frac{0}{44,519.00} = 0.0000$

**ANEXO 50: RESULTADOS INTEGRADOS ACUMULADOS DE LAS EMPRESAS POR AÑOS**

	X	X1	X2	X3	Y	Y1	Y2
2009	10.3975459478	3.5329211882	7.1635734784	230.8550438100	0.7095993079	2.8320300000	4.8364265216
2010	21.6169215248	4.5839986038	6.7075675955	223.0992143006	0.7510407699	3.1940300000	5.2924324045
2011	11.5314148637	1.8221997298	7.5206666109	208.3538211628	1.1711378574	3.3963300000	4.4793333891
2012	8.8424402377	2.2022741930	7.0616439671	361.5514623229	1.5857292871	3.4547300000	4.9383560329
2013	4.9795035509	1.3005136418	7.1763426151	261.4850837850	1.4169037179	3.3275300000	4.8236573849
2014	-636.4116462915	1.2281721439	-1.8148556263	760.3931696476	5.9316130038	3.4113300000	13.8148556263
2015	2.2409398734	0.9026446002	-4.9071223891	276.8592477256	4.6383816613	3.2625000000	16.9071223891
2016	2.6169047015	1.3314468789	8.6283182142	193.2621010778	1.0831201543	3.0922950000	3.3716817858
<b>TOTAL</b>	<b>-574.1859755916</b>	<b>16.9041709796</b>	<b>37.5361344659</b>	<b>2515.8591438322</b>	<b>17.2875257596</b>	<b>25.9707750000</b>	<b>58.4638655341</b>

**ANEXO 51: Cálculo de los resultados integrados promedio (12 empresas) de los indicadores por años**

	<b>Razón Dividendo por Acción</b> <i>Dividendo pagado</i> <i>Número de Acciones</i>	<b>Razón de Retención o Tasa de Retención</b> <i>Utilidad Retenida</i> <i>Utilidad Neta</i>	<b>Razón Precio-Utilidad (P-U)</b> <i>Precio de mercado por Acción Común</i> <i>UPA</i>	<b>Porcentaje de Participación de Accionista Minoritario</b> <i>Capital del Accionista minoritario</i> <i>Capital emitido</i>	<b>Tasa de Pago de Dividendos</b> <i>Dividendos Pagados</i> <i>Utilidad Neta</i>
<b>2009</b>	$= \frac{3.53292118}{12} = 0.2944$	$= \frac{7.16357347}{12} = 0.5969$	$= \frac{230.8550438100}{12} = 19.2379$	$= \frac{2.83203000}{12} = 0.2360$	$= \frac{4.83642652}{12} = 0.4030$
<b>2010</b>	$= \frac{4.58399860}{12} = 0.3819$	$= \frac{6.70756759}{12} = 0.5589$	$= \frac{223.0992143006}{12} = 18.5916$	$= \frac{3.19403000}{12} = 0.2661$	$= \frac{5.29243240}{12} = 0.4410$
<b>2011</b>	$= \frac{1.82219972}{12} = 0.1518$	$= \frac{7.52066661}{12} = 0.6267$	$= \frac{208.3538211628}{12} = 17.3628$	$= \frac{3.39633000}{12} = 0.2830$	$= \frac{4.47933338}{12} = 0.3732$
<b>2012</b>	$= \frac{2.20227419}{12} = 0.1835$	$= \frac{7.06164396}{12} = 0.5884$	$= \frac{361.5514623229}{12} = 30.1292$	$= \frac{3.45473000}{100} = 0.2878$	$= \frac{4.93835603}{12} = 0.4115$
<b>2013</b>	$= \frac{1.30051364}{12} = 0.1083$	$= \frac{7.17634261}{12} = 0.5980$	$= \frac{261.4850837850}{12} = 21.7904$	$= \frac{3.32753000}{12} = 0.2772$	$= \frac{4.82365738}{12} = 0.4019$
<b>2014</b>	$= \frac{1.22817214}{12} = 0.1023$	$= \frac{-1.81485}{12} = -0.1512$	$= \frac{760.3931696476}{12} = 63.3660$	$= \frac{3.41133000}{12} = 0.2842$	$= \frac{13.81485562}{12} = 1.1512$
<b>2015</b>	$= \frac{0.90264460}{12} = 0.0752$	$= \frac{-4.90712}{12} = -0.4089$	$= \frac{276.8592477256}{12} = 23.0716$	$= \frac{3.26250000}{12} = 0.2718$	$= \frac{16.90712238}{12} = 1.4089$
<b>2016</b>	$= \frac{1.33144687}{12} = 0.1109$	$= \frac{8.62831821}{12} = 0.7190$	$= \frac{193.2621010778}{12} = 16.1051$	$= \frac{3.09229500}{12} = 0.2576$	$= \frac{3.37168178}{12} = 0.2809$

**ANEXO 52: DATOS DE PANEL DE LOS RESULTADOS DE LOS INDICADORES DE LAS EMPRESAS**

id	t	X	X1	X2	X3	Y	Y1	Y2
CASA GRANDE SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA (CASA GRANDE S.A.A.)	2009	0.000000000	0.000000000	1.000000000	5.39461018	0.00000000	0.429100000	0.00000000
"FERREYCORP S.A.A."	2009	0.4923585856	0.0488987981	0.7933096524	12.69230769	0.11901230	0.575800000	0.20669035
GRAÑA Y MONTERO S.A.A.	2009	0.4634691769	0.0527294173	0.7809656322	11.25475285	0.04969890	0.226900000	0.21903437
CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	2009	0.4785513192	0.0595270014	0.8039231065	10.00000000	0.02909781	0.148400000	0.19607689
ALICORP S.A.A	2009	0.6483576737	0.1121351832	0.5735320524	10.08126578	0.17122688	0.401500000	0.42646795
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. -UNACEM S.A.A.	2009	6.6441363609	0.7452616322	0.7039291731	12.66487214	0.09465384	0.319700000	0.29607083
COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	2009	0.000000000	0.000000000	1.000000000	104.72222222	0.00000000	0.301400000	0.00000000
COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.	2009	1.0426816952	0.2338258722	0.5025982700	8.87234043	0.02924722	0.058800000	0.49740173
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.	2009	1.3346162556	1.8996959835	0.0614344105	11.43564356	0.05800335	0.061800000	0.93856559
ENEL GENERACIÓN PERÚ S.A.A.	2009	0.1806343345	0.0850829106	0.1636187529	12.97552344	0.13719162	0.164030000	0.83638125
<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	2009	-0.8872594538	0.2957643896	-0.2197375716	13.6521305160	0.0214673813	0.017600000	1.2197375716
<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	2009	0.000000000	0.000000000	1.000000000	17.1093750000	0.000000000	0.127000000	0.000000000
CASA GRANDE SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA (CASA GRANDE S.A.A.)	2010	0.000000000	0.000000000	1.000000000	5.40498996	0.00000000	0.429100000	0.00000000
"FERREYCORP S.A.A."	2010	0.000000000	0.000000000	1.000000000	15.22648084	0.00000000	0.715200000	0.00000000
GRAÑA Y MONTERO S.A.A.	2010	0.2608323705	0.0481475214	0.9022829722	6.00405680	0.03422050	0.350200000	0.09771703
CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	2010	1.8892199632	0.1738188442	0.5065400345	21.45714286	0.07619022	0.154400000	0.49345997
ALICORP S.A.A	2010	1.5038030173	0.1298407385	0.6149093111	18.83514230	0.16208467	0.420900000	0.38509069
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. -UNACEM S.A.A.	2010	11.7107109833	0.7904270023	0.6634361184	22.33173077	0.10759947	0.319700000	0.33656388
COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	2010	0.5795828464	0.0110853176	0.9055927066	57.73437500	0.02948340	0.312300000	0.09440729
COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.	2010	1.0418277968	0.3353666667	0.3734821217	8.31775701	0.03690190	0.058900000	0.62651788
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.	2010	4.3644755169	2.7138514050	0.0990333102	16.23920266	0.05567974	0.061800000	0.90096669
ENEL GENERACIÓN PERÚ S.A.A.	2010	-0.1023262112	0.0942368050	-0.0485495294	22.36563926	0.17199358	0.164030000	1.04854953
<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	2010	0.0110980928	0.2551341300	0.0033540521	12.9691046240	0.0175409687	0.017600000	0.9966459479
<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	2010	0.3576971489	0.0320901730	0.6874864982	16.2135922330	0.0593463140	0.189900000	0.3125135018
CASA GRANDE SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA (CASA GRANDE S.A.A.)	2011	2.5823063287	0.8139059522	0.7794530639	4.07046070	0.08285948	0.375700000	0.22054694
"FERREYCORP S.A.A."	2011	1.6912371116	0.051084353762	0.8276688394	40.00000000	0.12959303	0.752000000	0.17233116
GRAÑA Y MONTERO S.A.A.	2011	1.5906140772	0.0985447931	0.5596888306	28.83928571	0.13213738	0.300100000	0.44031117
CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	2011	1.2644886104	0.2166782853	0.4419334858	13.20512821	0.12087721	0.216600000	0.55806651
ALICORP S.A.A	2011	1.5732876583	0.1714830241	0.5495364485	16.69515670	0.21487111	0.477000000	0.45046355
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. -UNACEM S.A.A.	2011	0.4352594274	0.0492096081	0.8107924937	10.90909091	0.07522890	0.397600000	0.18920751

COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	2011	1.0376449569	0.0827307522	0.3195524455	39.25000000	0.23577508	0.346500000	0.68044755
COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.	2011	0.4502420896	0.1376400000	0.7966091677	4.10635155	0.01197972	0.058900000	0.20339083
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.	2011	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	11.63907822	0.00000000	0.060900000	0.00000000
ENEL GENERACIÓN PERÚ S.A.A.	2011	0.2576866278	0.1023456486	0.1788215458	14.08000000	0.13469790	0.164030000	0.82117845
<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	2011	0.5725962298	0.0857417978	0.3512012949	19.0151515152	0.0114188572	0.0176000000	0.6487987051
<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	2011	0.0760517461	0.0128355146	0.9054089952	6.5441176471	0.0216991765	0.2294000000	0.0945910048
CASA GRANDE SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA (CASA GRANDE S.A.A.)	2012	-0.8076767477	1.2109045804	-0.0534904618	12.46956522	0.39579637	0.3757000000	1.05349046
"FERREYCORP S.A.A."	2012	0.4665257605	0.0413111629	0.7617428485	14.82517483	0.16847163	0.7071000000	0.23825715
GRAÑA Y MONTERO S.A.A.	2012	2.1941811829	0.1553384487	0.6538349466	21.60356347	0.12088084	0.3492000000	0.34616505
CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	2012	1.5922366659	0.0978434036	0.6479421542	25.11538462	0.09804811	0.2785000000	0.35205785
ALICORP S.A.A	2012	2.4959042498	0.1916567337	0.4855408364	26.82119205	0.25403993	0.4938000000	0.51445916
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. -UNACEM S.A.A.	2012	0.5728912264	0.0513969120	0.7652239893	14.56621005	0.07587961	0.3232000000	0.23477601
COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	2012	0.7530161097	0.0070056981	0.6161631269	174.44444444	0.13307624	0.3467000000	0.38383687
COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.	2012	0.9418261862	0.3400000000	0.5459967597	5.07343124	0.02669539	0.0588000000	0.45400324
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.	2012	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	17.74705349	0.00000000	0.0586000000	0.00000000
ENEL GENERACIÓN PERÚ S.A.A.	2012	0.5209165257	0.0823928969	0.3850884386	16.41791045	0.10086394	0.1640300000	0.61491156
<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	2012	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	14.2857142857	0.0000000000	0.0151000000	0.0000000000
<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	2012	0.1126190784	0.0244243567	0.2536013287	18.1818181818	0.2119772227	0.2840000000	0.7463986713
CASA GRANDE SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA (CASA GRANDE S.A.A.)	2013	-2.5376861840	0.2374322707	-0.2506253127	42.64550265	0.46985993	0.3757000000	1.25062531
"FERREYCORP S.A.A."	2013	0.4242318682	0.0475133089	0.5171812699	17.26415094	0.34140112	0.7071000000	0.48281873
GRAÑA Y MONTERO S.A.A.	2013	2.0284106722	0.1317862291	0.7293663041	21.10280374	0.06801025	0.2513000000	0.27063370
CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	2013	1.5209266971	0.1095018215	0.6260714240	22.18518519	0.10185814	0.2724000000	0.37392858
ALICORP S.A.A	2013	2.5040083246	0.1210457990	0.6774245298	30.53691275	0.15177176	0.4705000000	0.32257547
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. -UNACEM S.A.A.	2013	0.8992790502	0.0510926838	0.5898692012	29.83870968	0.13255427	0.3232000000	0.41013080
COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	2013	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	59.44444444	0.00000000	0.3469000000	0.00000000
COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.	2013	-0.2489804896	0.4493333333	-0.0770214126	7.19424460	0.06332886	0.0588000000	1.07702141
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.	2013	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	13.78285714	0.00000000	0.0586000000	0.00000000
ENEL GENERACIÓN PERÚ S.A.A.	2013	0.4296699602	0.1474750977	0.2290041711	12.72251309	0.12646645	0.1640300000	0.77099583
<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	2013	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	11.43442622	0.00000000	0.0151000000	0.00000000
<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	2013	-0.0403563479	0.0053330977	1.1350724402	-6.666666667	-0.0383470658	0.2839000000	-0.13507244
CASA GRANDE SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA (CASA GRANDE S.A.A.)	2014	1.07494891	0.0949729083	0.8525264070	13.27639752	0.05540583	0.3757000000	0.14747359
"FERREYCORP S.A.A."	2014	0.35912375	0.0550099102	0.3933747187	16.59574468	0.42894474	0.7071000000	0.60662528
GRAÑA Y MONTERO S.A.A.	2014	1.53596022	0.1698755491	0.6297997240	14.35643564	0.09932473	0.2683000000	0.37020028

CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	2014	1.39949550	0.2190055246	0.3963863982	16.12121212	0.16611446	0.2752000000	0.60361360
ALICORP S.A.A	2014	-642.97625750	0.1210469794	-8.8407062662	600.83333333	4.90460800	0.4984000000	9.84070627
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. -UNACEM S.A.A.	2014	0.61131897	0.0520954198	0.7048770651	16.64772727	0.09538373	0.3232000000	0.29512293
COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	2014	0.00000000	0.0000000000	1.0000000000	32.70270270	0.00000000	0.3673000000	0.00000000
COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.	2014	0.40026054	0.2100000000	0.2749953968	6.93103448	0.04263027	0.0588000000	0.72500460
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.	2014	0.00000000	0.0000000000	1.0000000000	22.34259259	0.00000000	0.0586000000	0.00000000
ENEL GENERACIÓN PERÚ S.A.A.	2014	0.55098549	0.1866621015	0.1896395083	15.56521739	0.13292343	0.1640300000	0.81036049
<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	2014	0.63251782	0.1195037510	0.58425142	9.0592334495	0.00627780	0.01510000	0.4157485782
<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	2014	0.00000000	0.0000000000	1.00000000	-4.0384615385	0.00000000	0.29960000	0.0000000000
CASA GRANDE SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA (CASA GRANDE S.A.A.)	2015	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	4.04651163	0.00000000	0.3757000000	0.00000000
"FERREYCORP S.A.A."	2015	0.3062201886	0.0600004146	0.6237775552	8.18181818	0.26550018	0.7057000000	0.37622244
GRAÑA Y MONTERO S.A.A.	2015	0.0000000000	0.1589431067	-13.036794220	0.00000000	3.76607189	0.2683000000	14.03679422
CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	2015	0.8937771030	0.3066073581	0.2439637734	11.94871795	0.24004150	0.3175000000	0.75603623
ALICORP S.A.A	2015	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	32.50000000	0.00000000	0.4997000000	0.00000000
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. -UNACEM S.A.A.	2015	0.3678657426	0.0520948114	0.3443554439	20.50632911	0.21190432	0.3232000000	0.65564456
COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	2015	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	32.74509804	0.00000000	0.3280000000	0.00000000
COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.	2015	0.3182142091	0.1608888889	0.7666949526	2.57971014	0.01560811	0.0669000000	0.23330505
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.	2015	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	153.15789474	0.00000000	0.0586000000	0.00000000
ENEL GENERACIÓN PERÚ S.A.A.	2015	0.3548626301	0.1641100205	0.1508801058	14.33155080	0.13925566	0.1640000000	0.84911989
<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	2015	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	-9.3288590604	0.0000000000	0.0143000000	0.00000000
<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	2015	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	6.1904761905	0.0000000000	0.1406000000	0.00000000
CASA GRANDE SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA (CASA GRANDE S.A.A.)	2016	1.56090136	0.4208486998	0.6623101983	5.60000000	0.12687006	0.3757000000	0.33768980
"FERREYCORP S.A.A."	2016	0.37986351	0.0906051366	0.6209169614	6.75213675	0.24613672	0.6492950000	0.37908304
GRAÑA Y MONTERO S.A.A.	2016	0.00000000	0.0467446752	1.0606143951	0.00000000	-0.01544455	0.2548000000	-0.06061440
CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	2016	-2.76780311	0.2920926655	-0.3362370238	28.18181818	0.43040195	0.3221000000	1.33623702
ALICORP S.A.A	2016	0.94407776	0.0544705505	0.8474433950	20.45197740	0.07595793	0.4979000000	0.15255660
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. -UNACEM S.A.A.	2016	0.50412755	0.0520948114	0.7257837222	13.33333333	0.08862670	0.3232000000	0.27421628
COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.	2016	0.00000000	0.0000000000	1.0000000000	36.17977528	0.00000000	0.1994000000	0.00000000
COMPAÑÍA MINERA PODEROSA S.A.	2016	1.36599200	0.3105000000	0.7359334603	5.97789116	0.01766605	0.0669000000	0.26406654
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.	2016	0.00000000	0.0000000000	1.0000000000	19.82546201	0.00000000	0.0586000000	0.00000000
ENEL GENERACIÓN PERÚ S.A.A.	2016	0.62974563	0.0640903400	0.3115531057	31.53846154	0.11290529	0.1640000000	0.68844689
<b>Telefónica del Perú S.A.A.</b>	2016	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	6.9597069597	0.0000000000	0.0143000000	0.0000000000
<b>Refinería la Pampilla S.A.A. - RELAPA S.A.A.</b>	2016	0.0000000000	0.0000000000	1.0000000000	18.4615384615	0.0000000000	0.1661000000	0.0000000000

**ANEXO 53: RESULTADOS DE LA PRUEBA DE HIPÓTESIS****Efectos Fijos**

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 11/06/18 Time: 23:30  
 Sample: 2009 2016  
 Periods included: 8  
 Cross-sections included: 12  
 Total panel (balanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.211560	0.004077	51.89173	0.0000
X1	-0.261812	0.012578	-20.81445	0.0000
X2	-0.244690	0.003690	-66.30905	0.0000
X3	0.004209	9.41E-05	44.72697	0.0000

---

**Effects Specification**


---

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.995610	Mean dependent var	0.180078
Adjusted R-squared	0.994851	S.D. dependent var	0.155247
S.E. of regression	0.011140	Akaike info criterion	-6.013982
Sum squared resid	0.010052	Schwarz criterion	-5.613302
Log likelihood	303.6711	Hannan-Quinn criter.	-5.852021
F-statistic	1312.121	Durbin-Watson stat	2.026749
Prob(F-statistic)	0.000000		

## Efectos Aleatorios

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 11/06/18 Time: 23:31  
 Sample: 2009 2016  
 Periods included: 8  
 Cross-sections included: 12  
 Total panel (balanced) observations: 96  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.211560	0.004077	51.89173	0.0000
X1	-0.261812	0.012578	-20.81445	0.0000
X2	-0.244690	0.003690	-66.30905	0.0000
X3	0.004209	9.41E-05	44.72697	0.0000

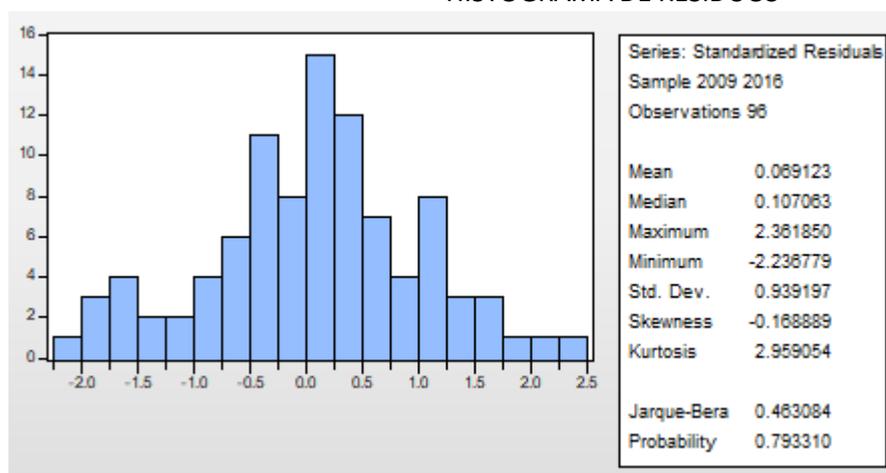
Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		0.011140	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.995610	Mean dependent var	0.180078
Adjusted R-squared	0.995467	S.D. dependent var	0.155247
S.E. of regression	0.010453	Sum squared resid	0.010052
F-statistic	6954.781	Durbin-Watson stat	2.026749
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.995610	Mean dependent var	0.180078
Sum squared resid	0.010052	Durbin-Watson stat	2.026749

## Prob(F-statistic)

HISTOGRAMA DE RESIDUOS



Como la probabilidad del Jarque Bera es mayor a 0.05 entonces los residuos son normales.

## CORRELOGRAMA DE LOS RESIDUOS

Date: 11/21/18 Time: 23:12  
 Sample: 2009 2016  
 Included observations: 96

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.035	0.035	0.1217	0.727
		2 0.003	0.002	0.1228	0.940
		3 0.025	0.024	0.1835	0.980
		4 -0.035	-0.037	0.3081	0.989
		5 0.014	0.016	0.3279	0.997
		6 -0.030	-0.032	0.4245	0.999
		7 0.010	0.014	0.4341	1.000

Como las probabilidades son mayores a 0.05, no hay auto correlación (dependencia temporal).

## TEST DE RAÍZ UNITARIA DE LOS RESIDUOS

Panel unit root test: Summary

Series: RESID01

Date: 11/21/18 Time: 23:13

Sample: 2009 2016

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Cross-				
Method	Statistic	Prob.**	sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-7.16984	0	12	72 (A nivel de panel (grupal))
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.09674	0.018	12	72
ADF - Fisher Chi-square	48.1086	0.0024	12	72 (A nivel individual)
PP - Fisher Chi-square	63.1166	0	12	84

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Como las probabilidades son menores a 0.05

Por ende, los residuos no tienen raíz unitaria (es decir que no son estacionarios).

## TEST DE HETEROCEDASTICIDAD DE LOS RESIDUOS

Residual Cross-Section Dependence Test

Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in weighted residuals

Equation: Untitled

Periods included: 8

Cross-sections included: 12

Total panel observations: 96

Note: non-zero cross-section means detected in data

Cross-section means were removed during computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	51.02974	66	0.9127
Pesaran scaled LM	-1.302994		0.1926
Pesaran CD	1.208073		0.227

Como la probabilidad es mayor a 0.05,

Por ende, los residuos no son heterocedásticos.

Es decir, cada empresa posee una varianza SIMILAR

## Regresión sin $X_1$

Dependent Variable: Y

Method: Panel EGLS (Period SUR)

Date: 11/21/18 Time: 23:15

Sample: 2009 2016

Periods included: 8

Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 96

Linear estimation after one-step weighting matrix

Period SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.204216	0.010874	18.77947	0
X3	0.003545	5.64E-05	62.8691	0
X2	-0.273417	0.001627	-168.0302	0
Weighted Statistics				
R-squared	0.997343	Mean dependent var		0.495663
Adjusted R-squared	0.997285	S.D. dependent var		18.62148
S.E. of regression	0.970389	Sum squared resid		87.57399
F-statistic	17451.55	Durbin-Watson stat		1.919625
Prob(F-statistic)	0			

## Residuo 2

Panel unit root test: Summary

Series: RESID02

Date: 11/21/18 Time: 23:17

Sample: 2009 2016

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-2.34187	0.0096	12	72
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.57727	0.2819	12	72
ADF - Fisher Chi-square	32.4161	0.117	12	72
PP - Fisher Chi-square	63.4896	0	12	84

A nivel grupal es menor a 0.05 pero a nivel individual es mayor a 0.05, significando raíz unitaria en los residuos.

Por lo que el modelo con  $X_1$ ,  $X_2$  y  $X_3$  es mejor.