

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

ESCUELA DE ECONOMÍA

**POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS EN EL MERCADO DE CAPITALES
VENEZOLANO Y SU EFECTO SOBRE EL FINANCIAMIENTO A LARGO
PLAZO**

Tutor: Guevara, Juan Carlos

Andrade, Gustavo

Balzano, Caterina

Caracas, Octubre del 2008.

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo no hubiese sido posible sin el apoyo de nuestro tutor Juan Carlos Guevara, quien además de sugerirnos el tema mismo del trabajo, nos guió en la senda a seguir para lograr su ejecución, concediéndonos parte de su valioso tiempo.

Agradecemos también a nuestros queridos amigos Israel Odreman y Sergio Guerra, quienes con sus pertinentes observaciones y sugerencias, nos han ayudado a superar los obstáculos que hemos encontrado a lo largo de la elaboración de este trabajo.

ÍNDICE GENERAL

	N° Pag.
INTRODUCCIÓN	1
 CAPITULO I: ACCESO AL FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	 5
I.1 SISTEMAS FINANCIEROS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	5
I.2 LOS SISTEMAS BANCARIOS Y LOS MERCADOS DE CAPITALES	14
I.3 FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE LA EMISIÓN DE ACCIONES	22
 CAPITULO II: LA POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS	 27
II.1 LAS EMPRESAS, LOS DIVIDENDOS Y LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.	 27
II.2 IMPUESTOS, COSTOS DE AGENCIA Y PREFERENCIAS DE FINANCIAMIENTO Y DE POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS.	 33
II.3 ASIMETRÍAS INFORMATIVAS Y SEÑALIZACIÓN DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN EL MERCADO BÚRSATIL	 37

CAPITULO III: POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS EN LA BOLSA DE VALORES DE CARACAS. APROXIMACIÓN EMPIRICA.	43
III.1 INTRODUCCIÓN	43
III.2 CRITERIOS METODOLÓGICOS	46
III.3 MUESTRA Y VARIABLES	49
III.4 VECTORES AUTOREGRESIVOS	54
III.5 RESULTADOS	58
III.6 ANÁLISIS DE RESULTADOS	67
CONCLUSIONES	71
BIBLIOGRAFÍA	76
ANEXO A: EMPRESAS QUE INTEGRAN EL ÍNDICE BÚRSATIL CARACAS	83
ANEXO B: DATOS	85
ANEXO C: PRUEBAS DE DICKEY-FULLER	96

ANEXO D: PRUEBAS DE PRECEDENCIA EN EL SENTIDO GRANGER	112
ANEXO E: SISTEMAS DE ECUACIONES SIMULTÁNEAS	114
ANEXO F: VECTORES AUTORREGRESIVOS	116

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

	N° Pag.
Gráfico1. Evolución del IBC y del PIB (1986- 2005)	44
Gráfico 2. Respuesta de la Variación de las Utilidades Netas a un Impacto en la Variación del Ingreso Operacional	59
Gráfico 3. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo a un Impacto en las Variaciones del Ingreso Operacional	60
Gráfico 4. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo a un Impacto en las Variaciones del PIB No Petrolero	61
Gráfico 5. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo a un Impacto en las Variaciones de las Utilidades Netas	62
Gráfico 6. Respuesta de las Variaciones de las Utilidades Netas de Manufacturas y Construcción a un Impacto en las Variaciones del Ingreso Operacional de Manufacturas y Construcción	63

Gráfico 7. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo de Manufacturas y Construcción a un Impacto en las Variaciones del Ingreso Operacional de Manufacturas y Construcción	64
--	----

Gráfico 8. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo de Manufacturas y Construcción a un Impacto en las Variaciones del PIB de Manufacturas y Construcción	65
--	----

Gráfico 9. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo de Manufacturas y Construcción a un Impacto en las Variaciones de las Utilidades Netas de Manufacturas y Construcción	66
--	----

Tabla 1. Empresas que Integran la Muestra por Año	83, 84
--	--------

Tabla 2. Producto Interno Bruto e Índice de Precios al Consumidor (Millones de Bolívares Constantes de 1997)	85
---	----

Tabla 3. Ingresos Operacionales de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año	86, 87
--	--------

Tabla 4. Ingresos Operacionales de las Empresas del Sector Manufacturas y Construcción que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año	88
Tabla 5. Utilidades Netas de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año	89, 90
Tabla 6. Utilidades Netas de las Empresas del Sector Manufacturas y Construcción que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año	91
Tabla 7. Dividendos en Efectivo de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año	92, 93
Tabla 8. Dividendos en Efectivo de las Empresas del Sector Manufactura y Construcción que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año	94
Tabla 9. Variables en Términos Reales (Bolívares Constantes de 1997)	95
Gráfico 10. Vectores Auto Regresivos Índice Bursátil Caracas	116

Gráfico 11. Vectores Auto Regresivos Sector Manufacturas y

Construcción Índice Bursátil Caracas

117

INTRODUCCIÓN

La literatura económica resalta la importancia que poseen los mercados de capitales, y en particular los mercados bursátiles, como fuente de financiamiento de largo plazo y bajo costo para las industrias de un país, favoreciendo así el crecimiento económico sustentable. En la práctica los países considerados como países económicamente desarrollados poseen fuertes y complejos sistemas financieros.

La intensa actividad petrolera controlada por el Estado que ha caracterizado la economía venezolana desde los años veinte, ha reducido la participación económica del sector privado. En consecuencia, el sector privado, la inversión y la Bolsa de Valores de Caracas son relativamente reducidos si son comparados con otros mercados emergentes.

Haciendo caso omiso de algunos breves lapsos coyunturales, la inestabilidad política no ha favorecido la inversión privada a lo largo de la historia venezolana, mucho menos las inversiones a largo plazo.

Es importante resaltar la influencia que ejercen los ciclos petroleros sobre toda la economía venezolana, inclusive sobre las actividades del mercado de

capitales, esto gracias al papel que juegan dichos ciclos en la conformación del clima socio-político venezolano, además del indiscutible impacto económico que producen. La inestabilidad de los mercados petroleros ha tornado volátil todos los aspectos de la vida económica en Venezuela, y los mercados financieros no escapan a esta realidad.

Sin embargo, la pobre actividad bursátil venezolana no podría atribuirse exclusivamente a los factores anteriormente expuestos. La Bolsa de Valores de Caracas enfrenta otro tipo de obstáculos más intrínsecos.

En el mercado bursátil venezolano, las empresas que emiten acciones en la Bolsa de Valores de Caracas han variado muy poco en los últimos 40 años, lo que podría sugerir que en la práctica dicho mercado no representa una alternativa atractiva de financiamiento para las empresas. Existe la posibilidad de que este fenómeno se deba a la existencia de grandes barreras a la entrada, en especial considerando las reducidas dimensiones de las industrias venezolanas y su escaso número de participantes. Dichas barreras pueden ser elevados costos para ingresar a la bolsa, así como el costo que supone revelar información de la empresa.

Las empresas que desean colocar acciones en un mercado bursátil deben revelar gran cantidad de información, la cual, debe ser de fácil acceso al público, inclusive competidores efectivos y potenciales. Esto podría resultar particularmente perjudicial en ciertas estructuras de mercado y en ciertos marcos institucionales, por lo que, las empresas evalúan el costo de revelado de información en base a su situación particular. Las empresas dispuestas a levantar fondos en el mercado bursátil también deben someterse a seguimientos rigurosos por parte de las instituciones encargadas de la regulación del mercado de capitales. Adicionalmente, los accionistas pueden mostrarse reacios a colocar en manos de terceros parte de las acciones de la empresa.

Esta serie de factores podrían llevar a las empresas a considerar demasiado costoso emitir acciones en bolsa. Si bien esto podría explicar en parte la baja movilidad del mercado accionario en Venezuela, no se ha explorado la posibilidad de que las empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas lleven a cabo una política de pago de dividendos no estimulante para los potenciales inversores. Si los inversores perciben que las empresas no otorgan dividendos en efectivo relacionados con el crecimiento de las empresas en las que invierten, es difícil estimular una oleada de inversiones.

El propósito de este trabajo es estimar si la poca movilidad del mercado accionario en Venezuela se debe, en parte, a que los inversores perciben que no existe una relación estable y predecible entre el resultado económico de las compañías y los dividendos cancelados, y en consecuencia, se reduce el poder del mercado bursátil de levantar fondos a bajo costo para el financiamiento de proyectos productivos en las diferentes industrias del país.

El primer capítulo del presente trabajo argumenta la importancia y los beneficios, en términos de financiamiento del crecimiento económico, que ofrece la consolidación de los mercados bursátiles. El complejo tema de las políticas de dividendos de las empresas y el papel que desempeñan los dividendos en efectivo como incentivo a la inversión son tratados en el segundo capítulo. El tercer capítulo es dedicado al análisis empírico de las relaciones entre los dividendos en efectivo y el desempeño económico en el caso de la Bolsa de Valores de Caracas. Por ultimo, las conclusiones pretenden sugerir algunas consecuencias que los resultados obtenidos en el tercer capítulo podrían tener sobre los incentivos a la inversión bursátil en el mercado de capitales venezolano, y en consecuencia, sobre el financiamiento del crecimiento económico a largo plazo.

CAPITULO I:

ACCESO AL FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

I.1 SISTEMAS FINANCIEROS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los sistemas financieros son facilitadores de la conexión entre inversores y empresas con proyectos productivos que necesitan financiamiento, en el sentido que reducen los costos de búsqueda de información, a la vez que proporcionan liquidez a los activos financieros en manos de los inversores. De esta manera, su eficiente funcionamiento es fundamental para que el ahorro efectivamente se traduzca en una mayor y mejor inversión o financiamiento, y por ende, en un mayor crecimiento económico (Bencivenga, Smith y Starr, 1995).

Por otra parte los sistemas financieros alteran el patrón del crecimiento económico, debido a que afectan el destino de los ahorros, es decir, no solo le dan mayor movilidad al capital para que este pueda ser trasladado desde los ahorristas hasta los prestatarios, sino que además, la banca y los mercados de capitales de los países determinan el tipo de actividad que financia dicho

capital, y por lo tanto determinan los sectores productivos más susceptibles al crecimiento.

En general, el tamaño y la liquidez del sistema bancario y de los mercados de capitales de los países tienen una relación positiva con la acumulación de capital, las innovaciones, las mejoras en la productividad y el crecimiento económico. Así lo demuestran estudios empíricos, luego de controlar factores políticos y de patrones de crecimiento económico específicos a los países de la muestra, como por ejemplo, renta inicial, inversión inicial en educación, estabilidad política, estabilidad macroeconómica y política fiscal (Demirgüç-Kunt y Levine, 1995), (Levine y Zervos, 1998). Igualmente revisiones posteriores de debilidades econométricas de los trabajos anteriormente mencionados concluyen que los mercados de capitales y los bancos guardan una relación positiva con el desarrollo económico (Beck y Levine, 2002).

La liquidez que proporcionan los sistemas financieros es capaz de mitigar los desalientos a las inversiones de maduración a largo plazo que involucran los proyectos con mayores retornos, de modo que si los inversionistas necesitan sus ahorros antes del horizonte temporal de retorno del proyecto solo deben vender sus activos financieros, lo cual debe elevar la inversión (Bencivenga, Smith, y Starr, 1995). Por otra parte, los mercados financieros internacionalmente integrados diversifican el riesgo, incrementando el atractivo

de los activos financieros de los países, y en consecuencia se obtiene una mayor captación de flujos de capital para el financiamiento en ampliaciones de la productividad.

A pesar de que la liquidez y la integración internacional deberían ser beneficiosas para el crecimiento, existen dos problemas asociados con estos factores. La liquidez hace mas fácil vender activos financieros, por lo cual, puede reducir los incentivos de los accionistas en la supervisión de los directivos de las empresas que manejan los fondos de dichos accionistas, y entonces, retardar el crecimiento (Shleifer y Vishny, 1996). En contraposición, si las juntas directivas poseen poco poder de negociación, siendo estas quienes en teoría conocen mejor el negocio de la empresa, podría suceder que los recursos no sean dirigidos hacia los proyectos más productivos, sino hacia aquellos que reportan mayores beneficios económicos a los inversionistas en el corto plazo. El segundo problema, surge cuando mayor liquidez e integración internacional producen un efecto ambiguo sobre las tasas de ahorro. Si hay externalidades importantes ligadas al ahorro y la inversión, mejor asignación de recursos y altos retornos del ahorro podrían elevar las tasas de consumo a expensas de las tasas de ahorro, en este sentido, el desarrollo financiero podría lastimar el crecimiento económico.

En países inestables política o macroeconómicamente, los ahorristas demuestran que son contrarios a colocar sus activos en instrumentos a largo plazo, por lo que los tipos de interés suelen ser elevados, de manera que las empresas no entrarán fácilmente en un contrato del que podrían salir arruinados. En cambio, en países desarrollados con sólidos sistemas financieros, empresas con las mismas características que otras en países en vías de desarrollo tienen más fácil acceso a financiamiento a largo plazo y a mejores tasas, que les permiten expandir sus actividades y consolidarse en el mercado. Hay evidencia clara que entre las empresas fabriles, financiamiento a mayor plazo tiende a ser asociado a una productividad más alta. (Caprio y Demirgüç-Kunt, 1997).

Las empresas cuya composición de deuda es a mayor plazo, tienden a ser menos sensibles a las reversiones de los flujos de capitales originados por fluctuaciones de los mercados de capitales. Con empresas más estables, la economía real puede aislarse de impactos negativos en los mercados financieros, ayudando a la recuperación de estos últimos (Kaplan y Zingales, 2000).

Además, se puede observar que los créditos a largo plazo tienden a canalizarse hacia las compañías más grandes de una economía. Esto puede

ser bueno para el crecimiento si hay evidencia de que firmas más grandes tienden a ser más productivas.

Sin embargo, puede suceder también que las naciones estuvieran dispuestas a sacrificar un cierto crecimiento por algo de equidad. Una forma para alcanzar esta meta, es facilitar el acceso al crédito para las empresas más pequeñas, evitando que la reducción en el riesgo sistémico, conseguida a través de la regulación prudencial, no funcione como un indicador relevante de la disminución en el costo de financiamiento del país. Sin ningún criterio de equidad, innumerables sectores no podrían acceder al financiamiento, debido precisamente, a que una disminución del riesgo se lograría a expensas de su exclusión del sistema (Fazzari, Hubbard y Petersen, 1987).

El éxito de los países asiáticos, quienes lograron activar sus economías con financiamiento, producto de la profundización de sus sistemas bancarios y la atracción de grandes flujos de inversión extranjera en sus mercados de capitales, desató en la década de los ochenta una discusión en cuanto a si los países en vías de desarrollo, en especial los países Latinoamericanos, debían liberalizar sus mercados financieros para atraer capital extranjero. La discusión se basa en que existe una cantidad enorme de capital financiero disponible en países desarrollados a través de los fondos de pensión y de inversión que se podrían atraer hacia países menos desarrollados para alentar el crecimiento.

Algunos trabajos muestran que efectivamente la liberalización de los mercados financieros no siempre ha influido positivamente sobre el crecimiento productivo (Singh y Weisse, 1998). Con las imperfecciones innumerables de los mercados de capitales de los países en vías de desarrollo, la información asimétrica, la supervisión pobre y el acceso inadecuado, se ha incrementado el costo del capital, por lo que es de esperar que las firmas eviten los mercados de capitales y confíen más en el financiamiento interno. La integración internacional también ha provocado un aumento de la volatilidad de los mercados emergentes, por la abrupta reversión e inestabilidad que presentan los flujos de capital, producto de factores externos a la evolución de los fundamentos macroeconómicos de los países, convirtiendo la inversión en los mencionados mercados en algo más parecido a una apuesta, y atando así a las bolsas de países en vías de desarrollo a los caprichos de los mercados internacionales (Moguillansky, 2002).

Otro punto en contra de la liberalización de las finanzas y su proliferación, es la amenaza de conducir a la dominación de las finanzas sobre la industria, de la intermediación financiera por encima de la actividad productiva. Sin embargo, las soluciones propuestas a estas problemáticas no contemplan la detención ni la reversión de la liberalización, en su lugar, se habla de blindar la economía real de las fluctuaciones de los mercados de capitales.

La volatilidad reduce la eficacia de las señales del mercado y puede desalentar a inversionistas a colocar sus ahorros en las acciones de dicho mercado. Entonces, los sistemas financieros pueden también exacerbar los ciclos económicos por las grandes fluctuaciones de capital que puede producir una mayor liberalización financiera, conduciendo la economía como un todo a una alta volatilidad (Easterly y Islam, 2000). Contradictoriamente, los sistemas financieros realmente sólidos reducen la inestabilidad en una economía, suavizando los *shocks* de diversa índole que puedan afectar las actividades económicas. En este punto, las regulaciones y los tipos de activos financieros que presenta un país son cruciales para determinar la dirección de la influencia de un sistema financiero determinado sobre la volatilidad en dicho país, y por consiguiente, en la forma en la que una economía crece. No es menos cierto que, en economías estables, se facilita la consolidación de una mayor profundidad financiera.

Si bien se ha demostrado empíricamente que el nivel de desarrollo de la intermediación financiera y el crecimiento económico se encuentran positivamente relacionados, no queda clara aún la dirección de la relación de causalidad. Son igualmente válidas las teorías que postulan al desarrollo de los sistemas financieros como promotores del crecimiento económico, y aquellas teorías que consideran la consolidación de los sistemas financieros como consecuencia de un mayor crecimiento económico que hace necesario un

sistema financiero más complejo, a la vez que financia costosas y complejas estructuras financieras. Autores como Lucas (1988) consideran que los economistas sobreestiman el papel de los sistemas financieros y atribuyen el éxito en el proceso de desarrollo económico a variables como la acumulación de capital humano.

Por otra parte, el crecimiento del sector financiero puede anticipar el crecimiento económico sencillamente porque los agentes pronostican el crecimiento futuro: el mercado bursátil capitaliza el valor presente del futuro crecimiento, a la vez que los bancos entregan más y mayores préstamos si esperan un mayor crecimiento. Como resultado, el desarrollo financiero puede ser meramente un indicador adelantado y no ser causante del crecimiento económico. Sin embargo, es indiscutible que los servicios proporcionados por sistemas financieros modernos, grandes y estables son necesarios para el crecimiento económico y funcionan como aceleradores del mismo.

Para fomentar el crecimiento económico es plausible que los gobiernos procuren fomentar buenas fuentes de crédito a largo plazo, aunque es crucial que estas intervenciones estén hechas con gran cuidado, y pocos subsidios, que puedan crear incentivos distorsionantes. Si el ambiente macro es inestable, es inverosímil que el mercado proporcione finanzas a largo plazo, este es un factor primordial a corregir.

Un punto no menos importante es la influencia positiva de marcos legales y regulatorios favorables para la inversión en activos financieros, como son el respeto a los contratos y la poca intervención del estado en cuanto a los destinos de los flujos de fondos atraídos.

Por su parte, mayor acceso a la información estimula al mercado financiero, disminuyendo las asimetrías de la información, lo cual implica una impecable práctica contable (Levine, Loayza y Beck, 1998).

El papel de los encargados de elaborar políticas públicas dirigidas a fomentar el desarrollo de los sistemas financieros, debe enfocarse sobre la estimulación de los mercados financieros y la resolución de las imperfecciones. En particular, las imperfecciones informativas son un importante factor causal del racionamiento del crédito, porque estas imperfecciones elevan el coste del capital, y por ende, generan disminuciones de la inversión (Greenwald, Stiglitz y Weiss, 1984).

I.2 LOS SISTEMAS BANCARIOS Y LOS MERCADOS DE CAPITALES

Una vez determinada la importancia de los sistemas financieros para el crecimiento económico, cabe preguntarse si son más eficaces los sistemas financieros basados en la concentración bancaria o aquellos basados en los mercados bursátiles. Existen cuatro enfoques que buscan responder esta cuestión: el enfoque bancario, el enfoque basado en los mercados bursátiles, la perspectiva de los servicios financieros y el enfoque legal.

El enfoque bancario sostiene que los sistemas basados en la banca fomentan el crecimiento económico en un grado mayor que los sistemas financieros basados en el mercado bursátil. Dado que los mercados bursátiles bien desarrollados rápidamente revelan gran cantidad de información al inversionista, esto disuade al inversionista individual a gastar mucho tiempo y dinero investigando a las firmas. Si un individuo gasta muchos recursos en obtener información, los otros participantes del mercado observarán los resultados de esta investigación cuando este individuo haga una oferta por acciones de la firma. Esto inducirá a otros a hacer ofertas por las acciones, lo que hace subir su precio. Entonces, el inversionista que gastó recursos para obtener información, debe pagar un precio mayor por la acción adquirida que el que hubiera pagado si las firmas *free-riders* no hubieran podido observar su

oferta. Adicionalmente, más liquidez puede reducir los incentivos para emprender un manejo cuidadoso de la empresa: al reducir los costos de salida, la liquidez del mercado de acciones incita a una propiedad más dispersa, de manera que cada propietario tiene menores incentivos para supervisar a los administradores activamente (Shleifer y Vishny, 1996).

En contraste, el enfoque basado en el mercado bursátil enfatiza que los mercados proporcionan servicios financieros claves que estimulan la innovación y el crecimiento de largo plazo. El sesgo inherente de los bancos hacia la prudencia puede frenar la innovación empresarial y el crecimiento. Se encuentra evidencia de esto en Japón (Weinstein y Yafeh, 1998). Los mercados bursátiles atenúan el posible poder de monopolio que podrían ejercitar los bancos de ser la única fuente de financiamiento, incrementando la naturaleza competitiva de los mercados financieros, e impidiendo la extracción de rentas de los proyectos de las empresas por parte de los bancos.

Se pueden exponer una serie de argumentos de los cuales se deduce que una economía en la cual las empresas se financien con crédito bancario, mostrará mayores fluctuaciones que aquellas economías en las que las empresas se financian a través del mercado bursátil.

En primer lugar, las empresas que se financian con colocación de acciones no contraen una obligación fija con los accionistas, y el riesgo derivado de las pérdidas y ganancias que se produzcan es compartido por ambos. En cambio, aquellas empresas financiadas con crédito deben afrontar el pago de intereses que, en escasez de fondos propios y escaso financiamiento de terceros, puede llevar a las empresas a la quiebra ante la incapacidad de cumplir con sus obligaciones. Una economía en la cual los sectores productivos se financian principalmente con crédito bancario y no cuentan con fuentes alternativas para levantar fondos, resulta más volátil debido a la mayor cantidad de quiebras.

El siguiente argumento se basa en que, el incremento del costo de los fondos procedentes del sistema bancario, a causa de un *shock* nominal que ocasiona un aumento de las tasas de interés, dificulta la nueva colocación de deuda y empeora la situación de las empresas endeudadas a tasa variable. Mientras tanto, las empresas que se financian en el mercado bursátil sólo se perjudican si deben tomar un financiamiento posterior. En consecuencia, una economía en la cual las empresas se hallan endeudadas a una tasa variable sufre más los efectos de una política monetaria que eleve las tasas de interés.

Tercero, una política monetaria contractiva, no solo eleva las tasa de interés, también contrae la oferta de crédito bancario. Si no existen fuentes

alternativas de financiamiento, el racionamiento del crédito provocará una fuerte caída de la actividad. Este argumento, no tiene validez en economías en las que las empresas se financian mayormente con acciones. Los efectos de una política monetaria contractiva serán más recesivos en economías en las cuales las empresas se financian principalmente con crédito bancario.

Por ultimo, la incertidumbre cambiaria presente en los países en vías de desarrollo, en especial en América Latina, ha hecho que estas economías experimentaran una acelerada dolarización. Ante esta situación, los bancos han tratado de evitar el riesgo cambiario aumentando la oferta de préstamos en dólares. En definitiva, es el prestatario quien termina soportando todo el riesgo cambiario. Cuando los ingresos de las empresas están correlacionados con el tipo de cambio, es decir, son empresas exportadoras, la toma de deuda en dólares no implica un riesgo significativo, mientras que aquellas cuyos ingresos son en moneda nacional, poseen escasa posibilidad de generar divisas, en tanto que, el crédito en dólares suele ser la forma más barata de acceder al financiamiento que disponen estas firmas (Schneider, 2006). Así, puede ocurrir que variaciones en el tipo de cambio lleven directamente a la quiebra a este tipo de unidades productivas debido a la imposibilidad de hacer frente a sus obligaciones.

Alternativamente, la perspectiva de servicios financieros hace hincapié en el rol de los bancos y los mercados bursátiles al investigar firmas, ejercer control corporativo, crear herramientas para administración del riesgo y movilizar los ahorros de la sociedad a los esfuerzos más productivos. Este enfoque minimiza el debate de sistema bancario *versus* mercado bursátil y enfatiza la calidad de los servicios financieros producidos por el sistema financiero como un todo. En las regresiones de crecimiento, por lo general, se incluyen simultáneamente las variables de desarrollo bancario y de desarrollo de los mercados de capitales. Ambos indicadores suelen ser significativos, lo cual concuerda con la perspectiva de que ambos sistemas son importantes para el desarrollo (Levine y Zervos, 1998), (Beck y Levine, 2002).

Finalmente, la orientación legal rechaza la validez analítica del debate sobre la estructura financiera, y argumenta que el sistema legal desarrolla la calidad de los servicios financieros. La idea de la estructura financiera basada en lo legal (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, y Vishny, 1998) argumenta que las finanzas son un conjunto de contratos, por lo que, lo importante es el cumplimiento de los mismos. Las garantías legales y regulatorias son imprescindibles para el desarrollo de los sistemas financieros y por ende para el crecimiento económico. Puesto de otra forma, el enfoque legal enfatiza que el componente del desarrollo financiero explicado por el sistema legal influencia críticamente el crecimiento de largo plazo. Entonces, este enfoque se concentra

en crear un ambiente legal saludable, más que debatir sobre los méritos de los sistemas bancarios o del mercado bursátil.

La comprobación empírica (Levine, 2000) es consistente con el enfoque de servicios financieros como un todo, aunque también proporciona evidencia consistente con el enfoque legal.

Un modelo de competencia entre el crédito bancario y el mercado accionario, ambos con presencia de información asimétrica, demuestra que puede existir racionamiento del crédito en ambos mercados, es decir, que son compatibles las teorías de racionamiento del crédito en el sistema bancario y las de racionamiento en el mercado accionario. Ambos mercados pueden presentar problemas de selección adversa simultáneamente (Hellmann y Stiglitz, 1995). Se demuestra así que son inválidos los criterios de riesgo de selección adversa a la hora de evaluar la eficacia de un mercado sobre otro.

Para clasificar un país de acuerdo a su estructura financiera es posible utilizar el índice elaborado por Demirgüç-Kunt y Levine (Demirgüç-Kunt y Levine, 1999). Este índice permite clasificar los sistemas financieros en desarrollados o subdesarrollados, y a la vez en sistemas financieros de sesgo bancario o de sesgo hacia el mercado de capitales. En el caso particular de Venezuela, el índice Demirgüç-Kunt y Levine, calculado en base a los valores

de las variables relevantes en la década de los noventa, coloca a dicha nación en el grupo de los países con sistemas financieros subdesarrollados y de sesgo bancario (Terada, 2002).

El sesgo bancario del sistema financiero en Venezuela podría ser atribuido, en parte, a la enfermedad holandesa que generan los ingresos petroleros en el país. La entrada de grandes flujos de divisas provenientes de la actividad petrolera originan una sobrevaluación monetaria, que a su vez provoca una distorsión en la asignación de recursos en favor del sector no transable de la economía (García, 2002). El sector no transable es integrado por actividades tales como comercio, servicios, transporte y comunicaciones. Las inversiones en dichas actividades, salvo aquellas ligadas a la industria de las comunicaciones y una parte de la industria del transporte, implican por lo general cortos plazos de maduración, haciendo innecesario el desarrollo de un mercado bursátil capaz de levantar fondos a mayor plazo. En este contexto, la demanda de financiamiento puede ser cubierta por la banca, lo cual propicia un mayor desarrollo bancario.

Por su parte, el reducido sector manufacturero venezolano se compone de industrias de bajo valor agregado, es decir, de industrias que incorporan escasa tecnología y mano de obra poco calificada a su producción (García, 2001). Un sector manufacturero dinámico y dispuesto a elevar el valor agregado

de sus productos requiere de significativos flujos de capital destinados a cubrir gastos de investigación, desarrollo, capacitación de personal y tecnología de vanguardia. Este tipo de inversiones contemplan amplios horizontes temporales de recuperación del capital, por lo que la necesidad de recaudar dichos fondos puede alentar la reactivación del mercado de capitales.

I.3 FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE LA EMISIÓN DE ACCIONES

La estructura del capital se refiere a la proporción de deuda y de capital propio o patrimonio de una empresa. La estructura de capital, es importante porque los acreedores no exigen las mismas tasas de retorno sobre la deuda que los accionistas sobre el capital (Videla-Hintze, 2003).

La ampliación de capital como fuente de financiamiento, elimina los riesgos de incapacidad de repago inherentes a la deuda, y hace más económico en términos de tasa de rentabilidad, establecer un horizonte temporal más amplio de los retornos. Otro argumento que sostiene que la colocación de acciones reduce los costos de financiamiento es el siguiente: en el caso de financiamiento de un proyecto por medio de deuda, se debe pagar la rentabilidad exigida por los acreedores para financiar a la empresa, a la vez que, los retornos deben cubrir las expectativas de rentabilidad de los inversores poseedores de las acciones de la empresa, quienes soportan el riesgo de los proyectos financiados. También tenemos que, la emisión de acciones podría constituir una alternativa para aquellas empresas que no tengan acceso al endeudamiento, o que hayan agotado esta última opción.

Por otra parte, los intereses de las deudas, por lo general, proporcionan ventajas fiscales, mientras que las utilidades no, factor que debe ser considerado al analizar el costo de las alternativas de financiamiento. También existen costos asociados al revelado de información de la firma al público, inclusive competidores, para poder colocar acciones. Por último, la colocación de acciones tiene un efecto incremental sobre problemas principal-agente entre accionistas y directivos. La consideración de estos factores determina la estructura de capital óptima para cada empresa.

La teoría mas utilizada en finanzas modernas es la de Miller y Modigliani, 1958, para quienes las formas de financiación de las empresas se presentan como instrumentos técnicos alternativos. Existe otra corriente de teorías que esta tomando gran relevancia a partir de las consideraciones que propone Williamson, 1988, según las cuales cada modalidad de financiación afecta de manera distinta la gobernabilidad de las empresas, es decir, se considera el impacto que tiene cada tipo de financiación en las relaciones entre accionistas, directivos, trabajadores, banqueros y clientes que participan en la dinámica de las empresas (González, 2003).

Williamson, 1988, expresa que la deuda por ser menos discrecional y estar más restringida por las reglas del mercado, presenta menores costos de gobernabilidad para los directivos que la colocación de acciones, la cual implica

acuerdo entre directivos y accionistas. La asamblea de socios puede tener reacciones muy distintas dependiendo de la forma como perciba la gestión del equipo directivo. A pesar de ello, demuestra que una vez consolidada la gobernabilidad de la empresa, la ampliación del capital constituye la alternativa de menores costos marginales para el financiamiento.

Miller y Modigliani, 1958, establecen una serie de supuestos restrictivos para sustentar sus proposiciones de invariabilidad del valor de la empresa ante variaciones en las estructuras de capital. Estos supuestos describen un mercado financiero perfecto y eficiente, y consideran ausencia o neutralidad de impuestos, por lo que distancian sus proposiciones sustancialmente de la realidad.

El contexto financiero donde las empresas desarrollan su actividad está caracterizado por la existencia de imperfecciones, tales como impuestos, costes de quiebra, divergencias informativas y conflictos de interés entre los agentes económicos.

Las asimetrías informativas entre accionistas y directivos de la firma, propician el hecho de que las elecciones de financiamiento se conviertan en señales informativas sobre la firma y se instituya una preferencia entre las fuentes de levantamiento de capital, siendo la deuda menos costosa, y por lo

tanto, preferida por la junta directiva. En consecuencia, aquellas firmas que se vieses obligadas a emitir acciones habrían agotado su capacidad previa de endeudamiento (Myers, 1984).

Los problemas de selección adversa tienen su origen en que los directivos poseen más información que los accionistas acerca del valor de la empresa, por lo que estos últimos interpretan la emisión de títulos como una señal acerca de la situación actual y perspectivas de la empresa. Los directivos, actuando en el interés de los antiguos accionistas, sólo decidirán emitir acciones cuando éstas se encuentren sobrevaloradas. De acuerdo con este argumento basado en las divergencias informativas, las empresas que emitiesen acciones debieran presentar rendimientos positivos y significativos antes de la emisión. El mercado penalizará entonces en mayor medida las ampliaciones de capital realizadas por empresas.

Análisis para las empresas del mercado bursátil español, rechazan los postulados de la selección adversa. Los resultados parecen sugerir que las empresas con buenos proyectos de inversión tienden a evitar los elevados costos que presenta el endeudamiento (García y Méndez, 2003).

Entre los factores que mitigan los costos de agencia, se encuentra la reducción de las asimetrías informativas por una regulación más rigurosa, que

puede disminuir la libertad de acción de los directivos, y la concentración de la propiedad, que incrementa los incentivos de los accionistas hacia el control de la directiva (Shleifer y Vishny, 1996). En este contexto, las empresas se beneficiarían en menor medida del papel disciplinario de la deuda.

Por otra parte, el problema de riesgo moral presente en la interacción accionista-directivo hace que los directivos persigan objetivos personales no alineados a los de los accionistas, por lo que la decisión de financiamiento por medio de deuda o por medio de acciones podría estar influida por la discrecionalidad directiva (Jensen y Meckling, 1976). La deuda puede reducir la discrecionalidad directiva y, por tanto, los costes de agencia. En este sentido, la financiación ajena minora el nivel de flujos de cajas libres, al comprometer parte de los mismos en el pago de los intereses y del principal de la deuda.

A pesar de ello, la deuda podría incentivar a los accionistas a invertir en proyectos arriesgados, o no creadores de valor. Si los poseedores de la deuda anticipan un comportamiento oportunista de los accionistas, exigirán mayores tasas de interés y podría incrementarse el racionamiento del crédito (Greenwald, Stiglitz y Weiss 1984). Esta situación, perjudica a las empresas con oportunidades rentables de inversión, si no hay manera de señalar al mercado la calidad del proyecto, haciendo más conveniente la emisión de acciones que el endeudamiento (Smith y Watts, 1992).

CAPITULO II:

LA POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS

II.1 LAS EMPRESAS, LOS DIVIDENDOS Y LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.

Las empresas son personas jurídicas con la finalidad de llevar a cabo actividades económicas, que combinen factores como capital y trabajo para proveer un bien o servicio específico al mercado.

La materialización de las operaciones necesarias para la provisión de los bienes o servicios en los que se especializa la empresa, requiere recursos financieros, tanto para el normal desenvolvimiento de las funciones actuales de la unidad productiva, como para la ampliación y crecimiento a través de proyectos de inversión. Los recursos financieros cumplen una función de arbitraje temporal entre la inversión inicial y los plazos de retorno de la misma.

El levantamiento de dichos recursos, puede ser logrado por las empresas con financiamiento externo o con financiamiento interno. El financiamiento externo implica la adquisición de obligaciones con agentes fuera de la sociedad, es decir, incluye préstamos bancarios o colocación de deuda en el mercado de

capitales. En contraste, el financiamiento interno se refiere a los aportes de capital otorgados por los accionistas de la empresa.

La propiedad de las empresas puede ser individual o colectiva, en ambos casos, los accionistas esperan obtener beneficios o crear valor a partir de un aporte de capital, el cual es denominado patrimonio. Dichos beneficios, si estos existiesen, derivan de las diferencias entre los ingresos y los costos de las operaciones de la empresa, y han de ser otorgados a los accionistas como dividendos.

A partir de lo anterior, podemos definir los dividendos como el porcentaje de los beneficios o utilidades resultantes de un ejercicio económico que se paga a los accionistas dividido por el número de acciones suscritas. Existen dos tipos de dividendos, los dividendos ordinarios, los cuales se pagan en los periodos establecidos en los estatutos de la compañía, y los dividendos extraordinarios, los cuales son declarados en épocas de prosperidad de la firma adicionales a los dividendos ordinarios.

Los dividendos pueden ser cancelados en efectivo, o bien, si en los balances de la firma se obtienen utilidades, más la sociedad no dispone de los fondos líquidos suficientes, los dividendos pueden abonarse en acciones

denominadas “liberadas”, en cuyo caso se deberá aumentar el capital social en el monto de la utilidad a repartir y emitir nuevas acciones.

Este último procedimiento implica una reducción del valor de las acciones en poder de los antiguos accionistas, ya que, si se mantienen constante los activos y utilidades esperadas, este valor debe distribuirse entre un número mayor de acciones. Sin embargo, esta disminución de valor es compensada en igual magnitud por el número de acciones liberadas obtenidas como dividendo por los mencionados accionistas.

De igual modo, cuando las empresas emiten acciones para levantar fondos destinados al pago de los dividendos, el valor de las acciones disminuye, pero los antiguos accionistas obtienen dividendos en efectivo, por lo que la riqueza de estos no es alterada. Algo similar sucede cuando una empresa recompra acciones, puesto que se produce una transferencia de valor a favor de aquellos accionistas que no las venden.

Además, las empresas tienen la posibilidad de retener los dividendos para utilizarlos en sus inversiones, en lugar de continuar cancelando dividendos

a la vez que financian sus proyectos con endeudamiento externo o emisión de nuevas acciones.

En vista de que la rentabilidad de las acciones es determinada por los dividendos futuros esperados y el rendimiento producto de la variación del precio de mercado de las acciones, el valor de estas es susceptible de las expectativas de retornos futuros que generen los proyectos en curso de la empresa. Por ello, proyectos considerados rentables aumentan el valor de mercado de la empresa, ante la expectativa de mayores utilidades.

De este modo, los accionistas pueden presentarse indiferentes ante la cancelación de los dividendos o la reinversión de los mismos, más aún, si los proyectos de la firma son muy rentables, los accionistas pueden mostrarse a favor de la retención de dividendos. Simétricamente, los proyectos poco rentables generan aversión, y los accionistas preferirán la cancelación de sus dividendos.

Prueba de ello es que las empresas fuertemente ligadas al sector tecnológico, suben su precio de mercado mientras reinvierten sus dividendos. Si dichas empresas decretan dividendos mayores de lo previsto, indicarían que no

poseen proyectos rentables en curso que necesiten financiar, y los accionistas esperarían una reducción de los beneficios futuros de la compañía. En este caso, los accionistas prefieren las ganancias de capital producto del crecimiento de la corporación, antes que los dividendos. Como respuesta, los directivos de este tipo de corporaciones prefieren la recompra de acciones cuando obtienen flujos de liquidez residuales.

La política de dividendos es el parámetro que rige la proporción de utilidades que es cancelada como dividendos y la proporción que se capitaliza, constituyendo las utilidades retenidas. En resumen, la política de dividendos engloba el amplio espectro de alternativas de pago de dividendos entre las que deben tomar sus decisiones las directivas de las firmas (Videla-Hintze, 2003).

Siguiendo las proposiciones de Miller y Modigliani, 1958, las políticas de dividendos de las empresas no deben alterar el valor de las mismas, es decir, debe ser indiferente utilizar financiamiento interno o financiamiento externo. En un mercado líquido, los flujos de efectivo recibidos por los accionistas no dependen solo del pago de los dividendos, sino que ellos pueden elaborar su política de dividendos personal, porque pueden vender sus acciones en el momento que deseen obtener efectivo, mientras que si la empresa paga dividendos, el accionista puede reinvertir su pago en la compra de acciones. La

política de dividendos resulta irrelevante en cuanto al precio de las acciones (Mascareñas, 2002).

Es necesario recordar que la validez de los postulados de Miller y Modigliani, 1958, se sustenta sobre supuestos de mercados e información perfecta. En la práctica existen numerosas imperfecciones, como las asimetrías informativas, los costos de agencia e impuestos. En este contexto, es posible incrementar el valor de la empresa mediante el uso adecuado de la política de dividendos, así como, una política de dividendos errada puede crear expectativas negativas de rendimientos futuros, y por lo tanto, provocar una caída en el valor de mercado de la compañía.

II.2 IMPUESTOS, COSTOS DE AGENCIA Y PREFERENCIAS DE FINANCIAMIENTO Y DE POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS.

Los impuestos tienen un efecto sobre las preferencias de los accionistas entre la financiación de proyectos por medio de deuda o por medio de utilidades retenidas, dado que, las utilidades son pechadas, mientras que los intereses por servicio de deuda son exentos de impuestos, lo cual contradice la neutralidad de la composición de la estructura de capital en la creación de valor de la empresa, propuesta por Miller y Modigliani, 1958.

Además, los impuestos aplicados a las ganancias de capital y a las ganancias por dividendos, normalmente difieren, introduciendo distorsiones adicionales en las preferencias de los accionistas. En particular en Venezuela, las ganancias de dividendos son pechadas en un 34% de la base imponible, mientras que las ganancias de capital son pechadas sobre un sistema escalonado, siendo el último escalón una base de más de 6.000 unidades tributarias susceptibles de tributación en un 34% (Reglamento de la Ley de Impuesto Sobre la Renta, artículo 211).

Además, la Ley de Mercado de Capitales obliga a las empresas que cotizan acciones a pagar un 50% de dividendos calculados sobre las Utilidades Netas reflejadas en el Estado de Resultados Consolidados. De este 50%, un mínimo del 25% debe ser cancelado en efectivo (artículo 115 Ley de Mercado de Capitales). Este punto restringe la política de pago de dividendos aplicable por las directivas de las firmas que cotizan en la Bolsa de Caracas.

Se ha evidenciado que los dividendos responden a los cambios en la carga impositiva relativa entre dividendos y ganancias de capital de modo consistente con la visión tradicional del efecto de los impuestos sobre el dividendo (Auerbach, 2002) (Auerbach y Hassett, 2003). El modelo subyacente a esta visión implica que reducir impuestos sobre dividendos reduce el costo del capital corporativo, y por lo tanto, conduce a un alto nivel de inversión. Impuestos sobre dividendos más bajos reducen la carga impositiva que recae en los inversionistas que compran nuevas acciones (Poterba y Summers, 1984).

Con dividendos altamente gravados los accionistas prefieren ganancias sobre el capital que dividendos (Poterba, 2004). Las ganancias de capital se producen cuando el inversor decide vender sus acciones, mientras que los dividendos se producen cuando así lo decreta la compañía, lo que implica que

la ganancia del inversor será gravada en el momento que reciba el dividendo. En cuanto a las ganancias de capital, el inversor podría diferir el gravamen del impuesto sobre la plusvalía mientras lo considere fiscalmente oportuno.

Aprovechando ventajas fiscales los accionistas pueden preferir recompra de acciones a dividendos en efectivo. La recompra de acciones puede ser un instrumento más de política de dividendos, pero también puede ser considerada una política de financiamiento, cuando los directivos deciden recomprar las acciones y financiarse con deuda para alterar la estructura de los pasivos de la empresa, reduciendo los fondos propios y obteniendo mayor apalancamiento externo que implica más facilidades de desgravación fiscal. El valor de la empresa se ve incrementado ante esta reducción de costo de capital que supone la adquisición de deuda. Utilizando los rescates de acciones como medio de distribución de efectivo, la compañía dirige flujo de liquidez solo hacia aquellos inversionistas que lo deseen en ese momento, y son estos quienes son gravados fiscalmente y no todos los accionistas como ocurre con el pago de dividendos (Mascareñas, 2002).

Las juntas directivas de las firmas pueden destinar flujos libres de liquidez con fines que no corresponden con los fines perseguidos por los inversionistas. Los accionistas prefieren entonces que se les distribuyan los

beneficios líquidos y no queden atrapados en utilidades retenidas excesivas a disposición de los directivos (Jensen y Meckling, 1976).

Una percepción de la firma de este tipo hace que los directivos se preocupen por mantener una política de pago de dividendos residual, es decir, dicha política debe minimizar los costos que implica el pago de dividendos y los costos de agencia implícitos, simultáneamente. Los rescates de la acción son un modo eficaz de diluir la liquidez excedentaria para dar confianza al accionista manteniendo la flexibilidad financiera futura de la empresa, sin elevar el nivel de dividendos que debe mantenerse para evitar una caída en el precio de las acciones (Jagannathan, Stephens y Weisbach, 1999).

Por lo general, la influencia de los impuestos sobre la política de dividendos, si bien es significativa, no es tan poderosa como la ejercida por las expectativas generadas en los accionistas (Brav, Graham, Harvey y Michael, 2003). Los costos de agencia y las asimetrías informativas juegan un importante papel en la determinación de las expectativas del mercado bursátil.

II.3 ASIMETRÍAS INFORMATIVAS Y SEÑALIZACIÓN DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN EL MERCADO BURSÁTIL

Existe asimetría de información entre la directiva y los accionistas, porque los accionistas no conocen el funcionamiento de la empresa como los directivos. Son los últimos quienes están plenamente informados del manejo, las operaciones y el mercado al que se enfrenta la empresa. En base a lo anterior, las decisiones de repartición de dividendos tienen un importante papel de señalización sobre la situación de la firma, ya que, se intuye que un aumento de los dividendos indica expectativas positivas de los directivos sobre el futuro rendimiento de la firma.

Conciente de la función de señalización del mercado que cumplen los pagos de dividendos, Lintner, 1956, elaboró un modelo de determinación de dividendos con base en sus observaciones empíricas, de las que pudo extraer algunos puntos clave que influyen sobre la política de dividendos. Concluyó que los directivos se fijan más en las variaciones de los dividendos que en los niveles absolutos de estos; que además, los cambios de los dividendos siguen un incremento a largo plazo, prefiriendo ciertos niveles sostenibles que

aumentos drásticos a corto plazo; y por último, que los directivos son reacios a hacer cambios de políticas de dividendos que luego deban anular. Este último punto es importante en cuanto a que una disminución de los niveles de dividendos envía señales negativas a los mercados sobre el desempeño de la empresa, haciendo caer el valor de las acciones cotizadas en el mercado. Mediante el mecanismo de señalización los directivos pueden potencialmente alterar el valor de la empresa (Allen y Michaely, 2002).

Las firmas con buenas perspectivas sobre los flujos de caja futuros tienen incentivos para demostrar al mercado la calidad de sus acciones, por lo que estarán interesadas en pagar un alto nivel de dividendos para informar a los accionistas de las perspectivas de beneficios futuros. Las firmas, cuyos directivos saben que los beneficios futuros declinarán o están sujetos a un elevado riesgo, no tienen el incentivo de revelar al mercado la calidad de sus acciones. Así, la imposición a los directivos de decretar dividendos es deseable para los accionistas, porque permite que la gerencia les señale la calidad de la empresa. La gerencia, como respuesta, acomoda el pago de dividendo de modo que sea más o menos constante en el tiempo y evita que los inversionistas se alarmen ante bruscas caídas que podrían seguir a una elevación no sostenible del dividendo. Una caída de este tipo provocaría que los accionistas castiguen a la empresa con una reducción en el precio de sus

acciones. Se puede decir entonces que los dividendos actuales pueden considerarse como una señal de los dividendos futuros y de los flujos de caja esperados (Allen, Bernardo y Welch, 2000).

Otra razón para que las instituciones lleven a cabo pagos constantes de dividendos, se basa en consideraciones psicológicas sobre los accionistas, argumentando que los inversores demuestran una preferencia por el efectivo, lo que hace difícil que un inversor compre acciones que pagan bajos dividendos, o peor aún, ningún dividendo en efectivo (Allen y Michael, 2002). Aplazando la distribución de los beneficios, se obtiene que los pagos venideros sean más riesgosos que los pagos actuales, lo que incrementa el riesgo de la inversión. Las implicaciones de riesgo pueden explicar las preferencias por el efectivo. Los inversionistas descuentan sus retornos futuros de acuerdo al riesgo económico y al riesgo financiero percibidos, y no en relación al porcentaje de utilidades repartidas en forma de dividendos.

En cuanto a costes de emisión de títulos es preferible el financiamiento interno, dado que, la deuda a largo plazo aminora los flujos de dividendos presentes. Con mayores costos de apalancamiento, que implica el pago y amortización de la deuda, se dificulta la predicción de los beneficios de proyectos arriesgados de la firma. Ante esta situación, los directivos limitarán el

pago de dividendos para evitar un recorte de los mismos en el futuro (Mascareñas, 2002).

La fase de maduración en la que se encuentre la empresa está relacionada con sus políticas de pago de dividendos. Una firma madura ve contraerse sus oportunidades de inversión, dando por resultado un declive en los beneficios futuros. Pero quizás la consecuencia más importante de la maduración de una empresa es la declinación del riesgo, probablemente puesto que se tienen activos menos aventurados, aunque con pocas oportunidades de crecimiento. La disminución de oportunidades de inversión genera un aumento de los flujos libres, y entonces, un aumento de los dividendos. La reacción positiva que tiende a mostrar el mercado ante esta variación de la composición entre riesgo y beneficio futuro, prueban que la aversión al riesgo es un componente inherente en los inversionistas. Otra posibilidad que explica la preferencia por la distribución de los beneficios, es que dada la multiplicidad de accionistas que tienden a poseer las grandes corporaciones, lo cual, dificulta la acción colectiva, existan grandes costos de agencia, por lo que, un elevado nivel de dividendos es considerado por el mercado como buenas noticias a pesar del declive de los beneficios (Grullon, Michaely y Swaminathan, 2002) (Grullon y Michaely 2000).

Los aumentos del nivel de dividendos están atados a las ganancias sostenibles. Muchas empresas prefieren la opción de rescate de las acciones antes que un incremento de la distribución de la utilidad. Esta última es considerada la alternativa más flexible que permite optimizar en el tiempo los flujos de inversión. Aquellos flujos inoperativos pueden ser sacados de las utilidades retenidas sin crear expectativas de dividendos futuros muy elevadas, que podrían atar a los directivos en periodos posteriores. Así los rescates de acciones son cíclicos, mientras que los dividendos se incrementan a largo plazo a medida que el crecimiento de las utilidades es sostenible en el tiempo (Jagannathan, Stephens y Weisbach, 1999).

La empresa puede readquirir sus acciones cuando los directivos consideren que estén infravaloradas. Esto puede constituir una opción para la obtención de beneficios adicionales. Sin embargo, la recompra de acciones proporciona menor rentabilidad esperada que otro tipo de inversiones. Así una empresa que base todas sus inversiones en sus propias acciones no podrá beneficiarse por mucho tiempo de esta operación. La recompra también puede constituir una herramienta para elevar el precio de las propias acciones en el mercado, ya que el mercado puede considerar que la decisión de recompra de los directivos se debe a que los mismos creen que la acción está infravalorada (Brav, Graham, Harvey y Michaely, 2003).

En definitiva, cuando se anuncian los dividendos, si concuerdan con los dividendos esperados por el mercado, no se produce ninguna variación en el precio de las acciones, pero si el dividendo es mayor al esperado, el precio de las acciones se elevará. Por el contrario, si el dividendo resulta menor al esperado, el precio de las acciones sufrirá un descenso. Es importante señalar que no siempre baja el precio de las acciones ante un descenso del nivel de dividendos con respecto al nivel anterior, si la empresa tiene opciones de inversiones rentables pero poca liquidez o acceso al financiamiento externo limitado, el valor de las acciones podría aumentar aún después del recorte de dividendos, solo si es posible informar al mercado sobre el aumento de las inversiones (Mascareñas, 2002).

En general, el hecho de que las empresas satisfagan las expectativas de dividendos en efectivo de un mercado bursátil, es esencial para fomentar la inversión dentro de los mismos. Si esto no se cumple en un mercado de capitales determinado, dicho mercado presentará una baja capacidad para proveer los fondos necesarios para el financiamiento productivo de una economía.

CAPITULO III:

POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS EN LA BOLSA DE VALORES DE CARACAS. APROXIMACIÓN EMPIRICA.

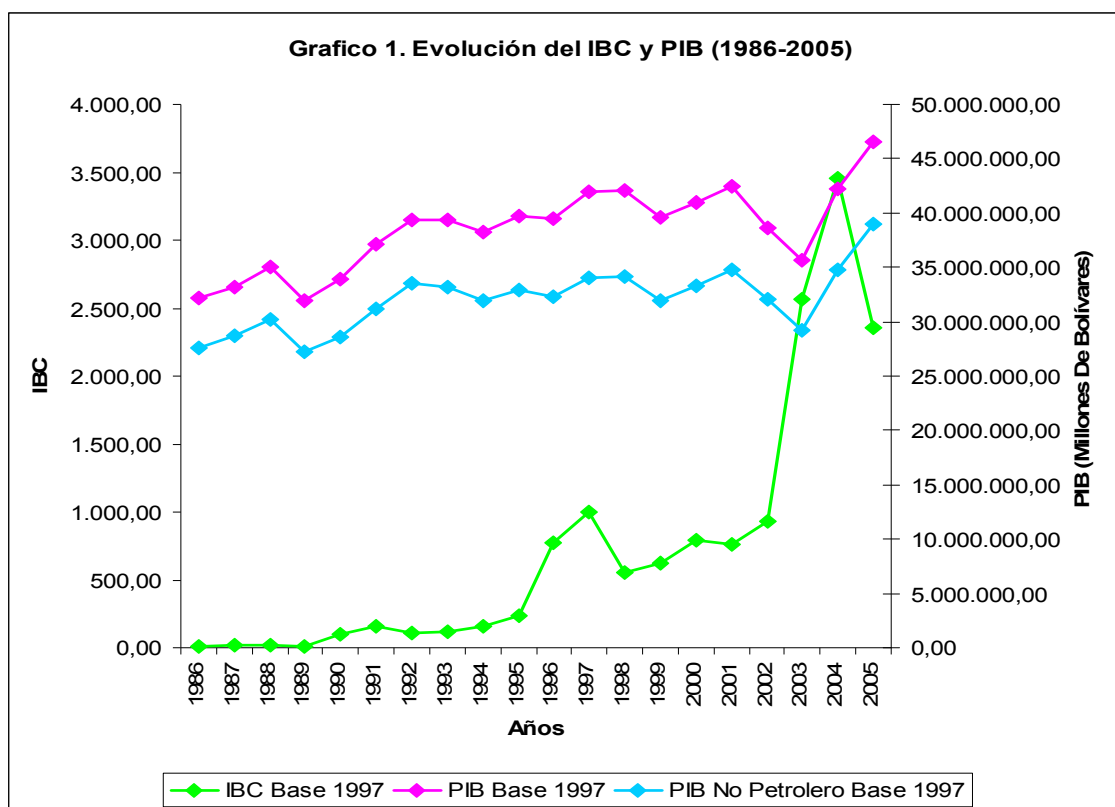
III.1 INTRODUCCIÓN

La revisión de la literatura de los capítulos anteriores plantea la importancia que tiene el funcionamiento de los mercados accionarios para el financiamiento del crecimiento sostenido de los países, y el papel determinante que desempeña el pago de dividendos en efectivo en la estimulación de la inversión accionaria.

La relación subyacente entre los mercados bursátiles y el crecimiento económico de los países sugeriría que en la práctica debiese existir cierta correspondencia entre el comportamiento de los índices de los mercados accionarios y el comportamiento del producto interno bruto como indicador de la actividad económica. Así mismo, cabe esperar que los inversores en los mercados bursátiles establezcan sus estrategias de inversión de acuerdo a sus

expectativas sobre el nivel de actividad económica del país, afectando los indicadores bursátiles.

Comparando el discurrir del producto interno bruto venezolano y del índice de la Bolsa de Valores de Caracas durante un periodo de veinte años se observa que no existe una relación clara entre ambas variables.



Fuentes:
IBC: Banco Central de Venezuela (BCV)
PIB: Corporación Andina de Fomento (CAF)
PIB No Petrolero: Corporación Andina de Fomento (CAF)

Profundizando, el coeficiente de correlación entre el IBC y el PIB toma el valor de 0,50, valor que se incrementa en 0,70 al tomar un rezago del PIB y disminuye en 0,27 tomando un rezago del IBC. Los coeficientes de correlación, si bien son significativos, pudiesen estar fundamentados en eventos extraordinarios como lo fueron el control cambiario instaurado en el año 2003 que afectó el IBC y el paro nacional registrado en el año 2002 que influyó sobre el PIB. Por ejemplo, la recuperación de la actividad posterior al paro del 2002 se corresponde de manera fortuita con el crecimiento del IBC provocado en el 2003 por el control cambiario. En estas circunstancias, es aventurada cualquier afirmación sobre la concordancia entre las variaciones del IBC y del PIB.

Cuando los inversores toman en cuenta el crecimiento económico afectan los índices bursátiles, pero para que esto ocurra la política de pagos de dividendos debe ser consistente con el desempeño de las industrias.

El objetivo de este estudio es determinar, en el caso en específico de La Bolsa de Valores de Caracas, si la política de pago de dividendos llevada a cabo por las empresas satisface las expectativas de los inversores. Para ello, será de mayor utilidad analizar la relación existente entre los dividendos en efectivo cancelados por dichas empresas y las variables que indican el comportamiento de la industria.

III.2 CRITERIOS METODOLÓGICOS

La utilización de Vectores Autor Regresivos (VAR) hace posible considerar las variables como endógenas en un sistema de ecuaciones, permitiendo observar el comportamiento simultáneo de las variables sin determinar el mecanismo de transmisión causal. Dado que se desea estudiar la dinámica de comportamiento de los dividendos con respecto al resto de los indicadores de resultados económicos, y no identificar los determinantes de los dividendos en efectivo, los Vectores Auto Regresivos reducen el número de supuestos requeridos. Más aún, los determinantes de los dividendos incluyen algunos factores sicológicos difíciles de medir, en cuanto los dividendos son una estrategia de señalización de mercado que depende de las expectativas de los agentes participantes.

Los Vectores Auto Regresivos ofrecen la posibilidad de observar los rezagos de la respuesta de una variable a una perturbación de otra variable en el largo plazo. En este caso, los indicadores de resultados económicos, es

decir, producto interno bruto, utilidades netas e ingresos operacionales intuitivamente no parecen tener una prolongada persistencia si no se incluyen consideraciones sobre cambios en la inversión y la demanda agregada, lo cual esta fuera de los alcances de este estudio. Siguiendo las preposiciones de Lintner, 1956, los dividendos si deben mostrar persistencia en su comportamiento, pero esto no contribuye a esclarecer la existencia de discrepancias entre el comportamiento económico de las empresas y sus políticas de dividendos. En estas circunstancias, la cualidad de los Vectores Auto Regresivos de estimar la dinámica temporal de las respuestas de las variables no puede ser ampliamente utilizada.

En este sentido, no es indispensable un extenso número de datos en la construcción de las variables de los Vectores Auto Regresivos de interés para el análisis que se pretende llevar a cabo.

Los datos disponibles al público de utilidades e ingresos de las empresas de La Bolsa de Valores de Caracas se encuentran en forma anual, salvo el caso de las instituciones financieras para las que es posible obtener los estados de resultados en forma semestral, por consiguiente, todas las variables incluidas se expresan en datos anuales.

Por otra parte, los datos suministrados por los Anuarios de La Bolsa de Valores de Caracas se ven deteriorados a medida que se toman años más remotos, sin mencionar la dificultad que implica la obtención de dichos Anuarios. El periodo en el que ha sido posible la recolección de datos es de veinte años y esta comprendido entre los años 1986 y 2005. En consecuencia, es necesario trabajar en base a un número reducido de datos que limita la validez y los alcances de las estimaciones realizadas con ellos.

III.3 MUESTRA Y VARIABLES

Para analizar el caso particular de la Bolsa de Caracas, se utiliza como muestra las empresas que conforman el Índice Bursátil Caracas, por ser estas empresas las que poseen mayor movilidad en el mercado bursátil, y por tanto, las que retratan el comportamiento general de la mencionada bolsa.

El Índice Bursátil Caracas es calculado a partir de 1997, pero en 1993 se calculó el Índice Bursátil de Capitalización. En los años anteriores a 1993 la Bolsa de Valores de Caracas no disponía de ningún índice de referencia. Las empresas que componían el Índice Bursátil de Capitalización no variaron durante el periodo de vigencia del índice, a diferencia del Índice Bursátil Caracas.

La muestra de empresas tomadas para las variables de nuestros Vectores Auto Regresivos varía cada año de acuerdo a la variación de la composición del Índice Bursátil Caracas hasta 1997. Para todos los años anteriores a 1997 del periodo estudiado, se tomaron las empresas del Índice Bursátil de Capitalización de 1993 (Ver Anexo A). De este modo, se busca que

las variables representen el comportamiento del índice correspondiente a cada año, es decir, se trata al índice de cada año como una empresa que adiciona todas las empresas que lo integran, focalizando la relación entre las variables y no la variación de las mismas.

En el Índice Bursátil Caracas y en el Índice Bursátil de Capitalización se encuentran empresas de varios sectores económicos. Los sectores representados dentro de la muestra que se mantienen durante todo el periodo de estudio son el sector de instituciones financieras, el sector manufacturas y construcción, y el sector servicio eléctrico. Este último sector, cuenta con una sola empresa dentro de la muestra, La Electricidad de Caracas, empresa que por su vital importancia como monopolio natural de red se enfrenta a ciertas regulaciones tarifarias y de provisión de servicio.¹

En particular, el sector financiero se diferencia claramente de los otros sectores, en primer lugar porque son sometidos a un conjunto de regulaciones y seguimientos adicionales a los que implica la emisión de acciones en bolsa. En segundo lugar, las actividades del sector financiero se encuentran estrechamente ligadas al comportamiento de los mercados de capitales.

¹ En el año 2007 la Electricidad de Caracas se convierte en propiedad del Estado Venezolano.

No debemos perder de vista la importancia de la Bolsa de Valores de Caracas como potencial fuente de recursos para el financiamiento de actividades productivas que promuevan el crecimiento económico. Para centrar nuestra atención en este punto, se selecciona una segunda muestra en la que toman en consideración solo aquellas empresas de la muestra total que pertenecen al sector manufacturas y construcción. El énfasis que otorgamos a los sectores Manufacturas y Construcción se ve reforzado por la idea recurrente en la literatura económica que propone a dichos sectores como propulsores del desarrollo económico perdurable.

Las primeras variables construidas con el par de muestras seleccionadas son los dividendos cancelados en efectivo por todas las empresas del índice bursátil y los dividendos cancelados en efectivo por las empresas del sector Manufacturas y Construcción. La trayectoria de los dividendos cancelados en efectivo permitirá un acercamiento a la política de dividendos practicada por las empresas de La Bolsa de Valores de Caracas.

Luego, como indicadores de desempeño económico se tomaron producto interno bruto no petrolero, producto interno bruto del sector manufacturas y construcción, así como, utilidades netas e ingresos operacionales de ambas muestras.

La razón de la inclusión de las utilidades netas es que a partir de ellas las empresas elaboran su política de dividendos. En otras palabras, la política de dividendos no es más que los parámetros de distribución de las utilidades netas de las empresas.

Es importante resaltar que las utilidades netas contienen deducciones de ingresos y egresos por concepto de gastos y ganancias o pérdidas en transacciones ajenas a las operaciones principales de las empresas. Entonces, resulta relevante incluir la variable de ingresos operacionales, para comparar el pago de dividendos con variaciones en la facturación de la empresa, a partir de la cual los inversionistas esperarían una variación proporcional de los dividendos recibidos en efectivo, si suponen que las directivas administrarán los ingresos del modo más eficiente posible.

Las inversiones en títulos accionarios normalmente son fundadas en especulaciones sobre el discurrir macroeconómico de las industrias nacionales, por lo que, se debe adicionar la variable de producto interno bruto al análisis, como aproximación a las expectativas de los inversores sobre los resultados de las empresas del sector respectivo.

Una vez totalizados los datos de dividendos pagados en efectivo, utilidades netas e ingresos operacionales de cada una de las empresas del índice vigente cada año, se obtienen las variables mencionadas en términos nominales para el par de muestras.

Para conseguir nuestras variables en términos reales se utiliza el Índice de Precios al Consumidor en base 100 en 1997, de manera que, sean consistentes con el producto interno bruto no petrolero anual expresado en bolívares constantes de 1997, al igual que con el producto interno bruto de los sectores manufacturas y construcción, expresado en las mismas unidades, y obtenido a través de la adición de los productos internos brutos de cada sector por separado (Ver Anexo B).

III.4 VECTORES AUTOREGRESIVOS

El programa con el que se trabajaron los Vectores Auto Regresivos fue “Eviews 4.1”. Una vez generadas en “Eviews 4.1” las variables que hemos construido anteriormente, se generaron sus respectivos logaritmos neperianos, o bien, se expresaron en nivel para corregir problemas econométricos que derivan del uso de variables expresadas en moneda.

Es fundamental asegurarse de trabajar con series estacionarias, por lo que se realizaron pruebas de Dickey-Fuller a cada una de las variables. Como resultado de las pruebas se concluyó que era necesario trabajar con las primeras diferencias de cada una de las variables (Ver Anexo C).

Los Vectores Auto Regresivos, son acumulativos en el sentido que existe un orden, no causal, más si de precedencia de las variables, por lo que es necesario elaborar previamente un Test de Precedencia de Granger que permita establecer el orden en el que se deben utilizar las primeras diferencias de las variables en la construcción de los Vectores Auto Regresivos (Ver Anexo D).

Recordemos que se elaborarán los Vectores Auto Regresivos de las variables construidas con el total de las empresas que integran el índice bursátil, y luego por separado, los Vectores Auto Regresivos de las variables conformadas solo por las empresas del sector Manufacturas y Construcción. Se requieren entonces dos pruebas de precedencia en el sentido Granger.

El primer Test de Precedencia de Granger indica el siguiente orden descendente:

- Ingresos Operacionales Totales
- Producto Interno Bruto No Petrolero
- Utilidades Netas Totales
- Dividendos en Efectivo Totales

La segunda prueba de precedencia en el sentido Granger, arroja resultados similares:

- Ingresos Operacionales Manufacturas y Construcción
- Producto Interno Bruto Manufacturas y Construcción
- Utilidades Netas Manufacturas y Construcción
- Dividendos en Efectivo Manufacturas y Construcción

En este orden de precedencia en el sentido de Granger tenemos que un impacto en los ingresos operacionales, que podemos suponer motivado por algún cambio en la demanda agregada o en la inversión, precede a un impacto en el producto interno bruto.

La explicación sugerida para este orden puede deducirse del hecho que el producto interno bruto se calcula como la sumatoria del valor agregado de las unidades productivas de la nación, una vez que ya se ha incurrido en las transacciones comerciales que generan los ingresos. Con este orden de ideas y dejando a un lado el hecho de que efectivamente exista causalidad, podemos afirmar que de existir una relación causal, los ingresos operacionales preceden al producto interno bruto.

Lo mismo ocurre con el resto de las variables, las utilidades netas son calculadas a partir de los ingresos operacionales en los estados de resultados de las empresas y, a su vez, los dividendos son calculados como una proporción de las utilidades netas. Por otra parte, el producto interno bruto sectorial debe reflejar aproximadamente las utilidades operacionales de todas las empresas que pertenecen a dicho sector, ya que, suponiendo mercados perfectos, el valor agregado de cada empresa debe corresponder con sus beneficios, o lo que es lo mismo, con el producto de sus ingresos menos costos,

y el costo incluye el valor agregado de otras unidades productivas incorporado al producto final.

Si existiese relación entre impactos en los ingresos, producto interno bruto, utilidades y dividendos, el primer impacto se produciría en los ingresos y se transmitiría al resto de las variables en el orden descrito por la prueba de Granger.

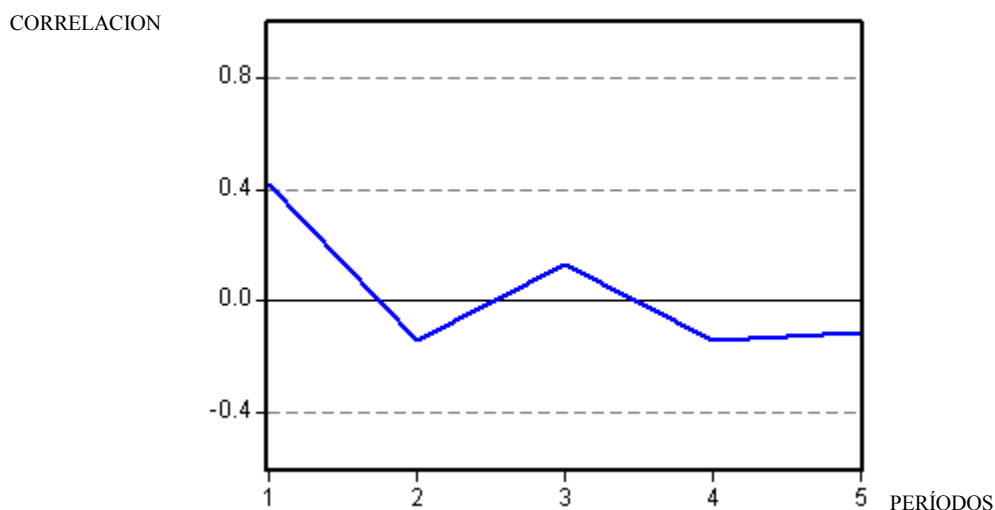
Los resultados se obtienen a partir de un sistema matricial de ecuaciones simultáneas para la muestra total y un sistema matricial de ecuaciones simultáneas para la muestra del sector manufacturas y construcción (Ver Anexo E). Se utilizan 2 errores estándar para así obtener bandas de confianza del 95,5% según la regla empírica de la distribución normal.

III.5 RESULTADOS

El primer bloque (Gráficos del 2 al 5) de Vectores Auto Regresivos es el correspondiente a la muestra que contiene todas las empresas de los índices bursátiles de la Bolsa de Valores de Caracas (Ver Anexo F, Gráfico 10).

El segundo bloque (Gráficos del 6 al 9) de Vectores Auto Regresivos es el correspondiente a la muestra que contiene las empresas de los sectores Manufactura y Construcción de los índices bursátiles de la Bolsa de Valores de Caracas (Ver Anexo F, Gráfico 11).

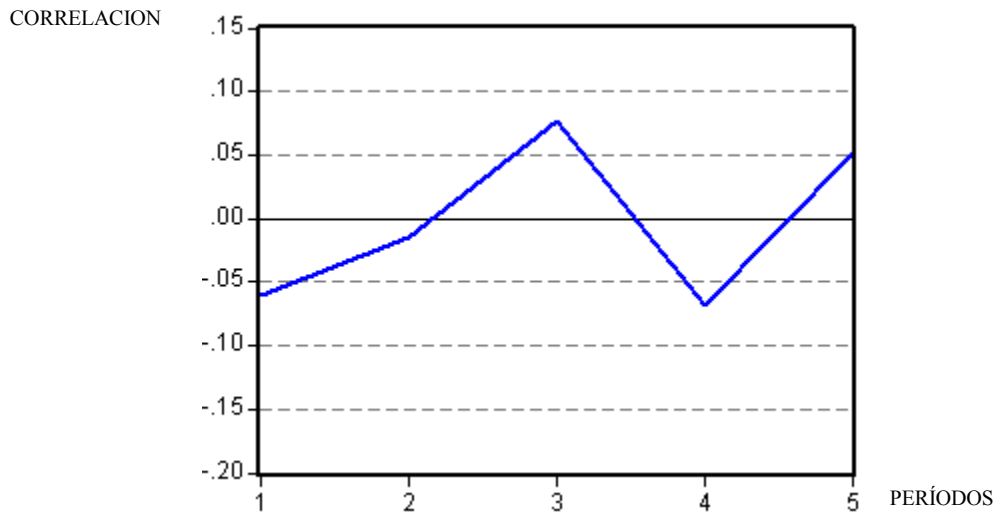
Gráfico 2. Respuesta de la Variación de las Utilidades Netas a un Impacto en la Variación del Ingreso Operacional



Fuente: Cálculos propios.

El Gráfico 2 muestra que la respuesta inicial de la variación de las utilidades netas a un *shock* en la variación de los ingresos operacionales es alrededor de un 40% en el primer periodo. Luego, la variación de las utilidades se ajusta hasta estabilizarse en los siguientes periodos. Los resultados obtenidos suponen que las empresas convierten una parte del impacto sobre la variación de los ingresos operacionales en variación de la utilidad neta.

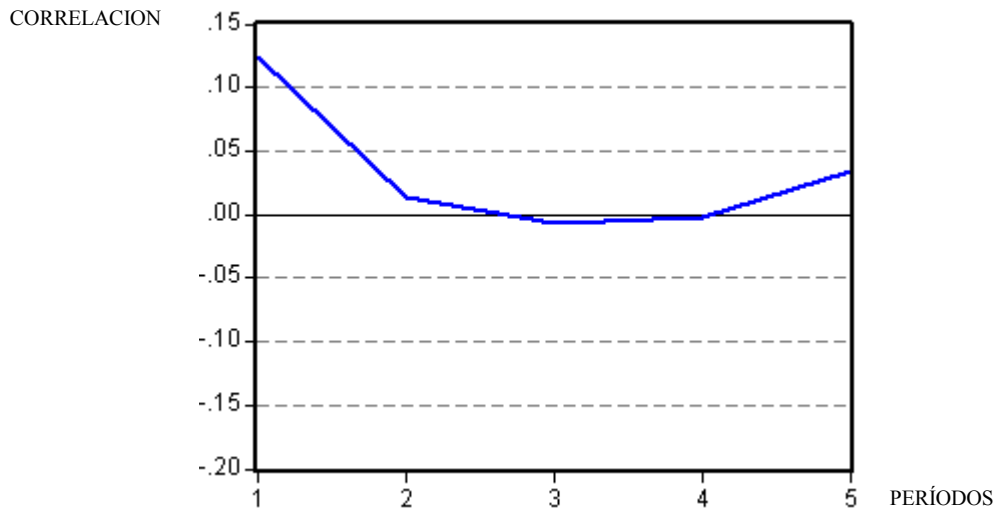
**Gráfico 3. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo a un
Impacto en las Variaciones del Ingreso Operacional**



Fuente: Cálculos propios.

El Gráfico 3 nos muestra como la primera respuesta, es levemente negativa, alrededor de -5%, reajustándose en los periodos posteriores. Estos resultados nos indican que a un *shock* en la variación de los ingresos operacionales, las empresas hacen un leve ajuste de las variaciones de los pagos de dividendo en efectivo en varios periodos. Esto sugiere que el desempeño de estos ingresos es amortizado en varios periodos. Esto podría ser explicado argumentando que el primer periodo las empresas prefieren pagar ingresos extraordinarios con rescate de acciones, o simplemente que el pago de dividendos resulta inelástico en un primer periodo a las variaciones del ingreso operacional, pudiendo existir una respuesta rezagada.

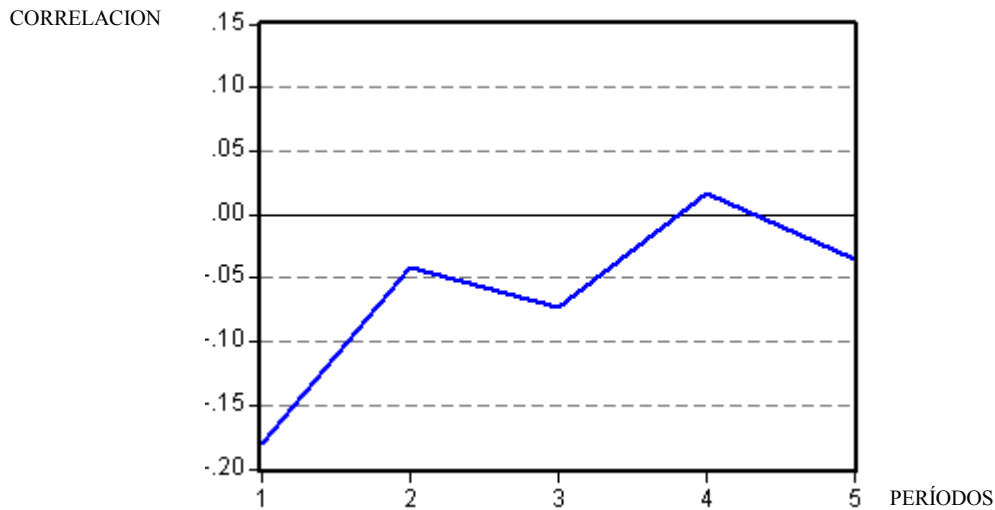
Gráfico 4. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo a un Impacto en las Variaciones del PIB No Petrolero



Fuente: Cálculos propios.

En los resultados que arroja el Gráfico 4 se aprecia que ante un shock en las variaciones del producto interno bruto no petrolero, la variación del pago de dividendo en efectivo solo se ve afectada en el primer periodo, alrededor de un 12%, desapareciendo este efecto en los periodos siguientes. La relación entre las variables pareciera ser débil en periodos posteriores, sin embargo, hay que tomar en cuenta que un cambio que aparece y desaparece en un periodo en el producto interno bruto no petrolero no es una posibilidad realista.

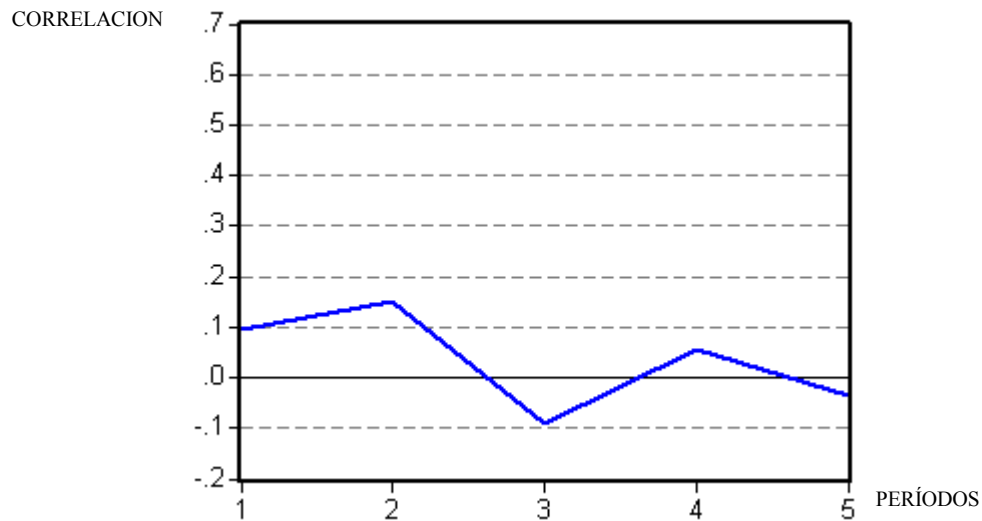
Gráfico 5. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo a un Impacto en las Variaciones de las Utilidades Netas



Fuente: Cálculos propios.

Se infiere del Gráfico 5 que ante un shock en las variaciones de las utilidades, la respuesta inicial de las variaciones del dividendo pagado en efectivo es negativa, alrededor de -17%. Esto podría ocurrir cuando las empresas tienen una preferencia por el pago de dividendos en acciones ante un *shock* positivo en las variaciones de la utilidad. En el caso de un *shock* negativo, las empresas se verán tentadas a pagar dividendos en efectivo para recobrar la confianza de los accionistas. Por ejemplo, La Electricidad de Caracas es una empresa que se caracteriza por este tipo de conducta.

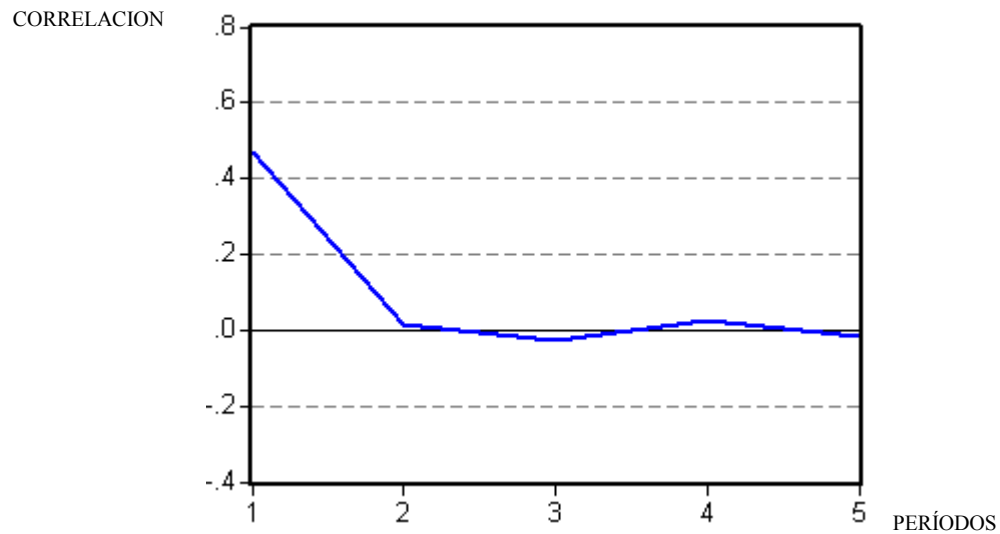
Gráfico 6. Respuesta de las Variaciones de las Utilidades Netas de Manufacturas y Construcción a un Impacto en las Variaciones del Ingreso Operacional de Manufacturas y Construcción



Fuente: Cálculos propios.

Como podemos observar en el Gráfico 6, el impacto inicial es positivo, alrededor del 10%, y se reajusta en los siguientes periodos. Ante estos resultados podríamos intuir que las empresas del Sector Manufactura y Construcción amortizan los *shocks* en la variación de los ingresos operacionales en varios periodos.

Gráfico 7. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo de Manufacturas y Construcción a un Impacto en las Variaciones del Ingreso Operacional de Manufacturas y Construcción

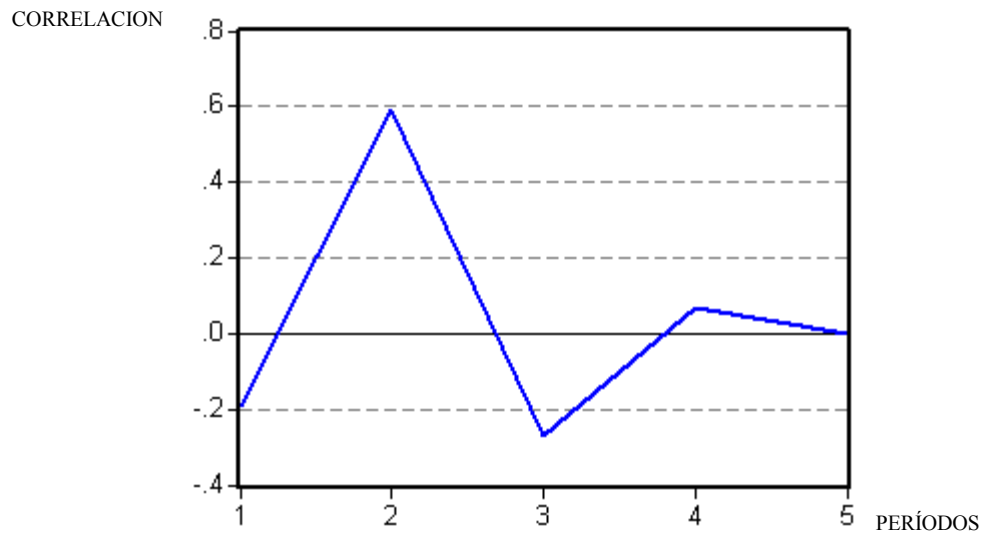


Fuente: Cálculos propios.

El Gráfico 7 muestra que el único impacto se registra en el primer periodo, alrededor de 50%, y desaparece en los periodos posteriores. Puede suponerse que las empresas de este sector responden con una variación de pago de dividendos en efectivo en un solo periodo ante un *shock* de la variación del ingreso operacional.

Este resultado conduce a la conclusión de que las empresas varían su política de pago de dividendo en efectivo en una proporción cercana a las variaciones del ingreso.

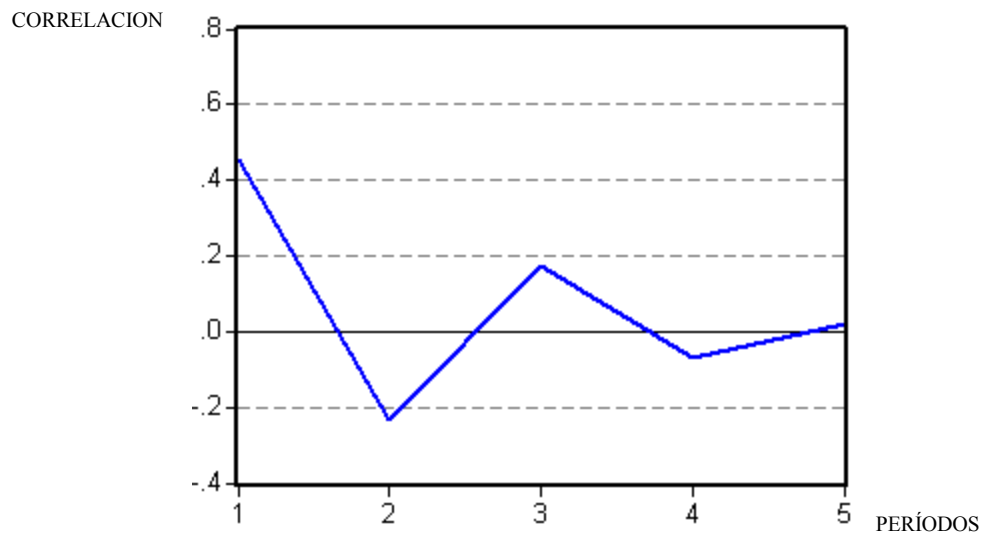
Gráfico 8. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo de Manufacturas y Construcción a un Impacto en las Variaciones del PIB de Manufacturas y Construcción



Fuente: Cálculos propios.

Siguiendo el Gráfico 8, se afirma que el primer impacto es negativo, alrededor de -20%. Luego se invierte la respuesta con un máximo en el periodo 2 de aproximadamente 60%, seguido de un descenso que llega a un mínimo en el periodo 3, alrededor de -30%, y desaparece en los siguientes periodos. Los resultados indican que las compañías, al ocurrir un shock en la variación del PIB de los Sectores Manufactura y Construcción, ajustan la variación de los dividendos pagados en efectivo en los 3 primeros periodos. Entonces se puede inferir que la política de pagos de dividendo si tiene una relación con el desempeño del sector, pero la respuesta es prudente.

Gráfico 9. Respuesta de las Variaciones del Dividendo en Efectivo de Manufacturas y Construcción a un Impacto en las Variaciones de las Utilidades Netas de Manufacturas y Construcción



Fuente: Cálculos propios.

Como podemos apreciar en el Gráfica 9, el primer impacto es positivo, aproximadamente 40%, y se ajusta en los periodos posteriores hasta desaparecer. Los resultados proponen que las compañías de este sector poseen una significativa política de pago de dividendos en efectivo. Los resultados en el sector Manufactura y Construcción diferencian claramente a este sector del resto de los que componen el Índice Bursátil Caracas.

III.6 ANÁLISIS DE RESULTADOS

La determinación empírica de la relación entre las utilidades netas y los ingresos operacionales del Índice Bursátil Caracas, revelan el hecho de que una parte (aproximadamente un 40%) de las variaciones en los ingresos operacionales, se traducen efectivamente en el primer periodo en variaciones proporcionales de las utilidades netas. Un aumento en los ingresos operacionales pudiesen estar acompañados de incrementos en los costos, por lo que, los resultados del estudio en este sentido son cercanos a los resultados que podrían esperarse a priori. Es importante señalar que dentro del Índice se encuentran instituciones financieras fuertemente reguladas por organismos gubernamentales. En el sector Manufacturas y Construcción la proporción de las variaciones del ingreso que se traducen en variaciones de la utilidad es menor, alrededor de un 10%, y la respuesta se amortiza en varios periodos. Este fenómeno podría ser explicado si las empresas de la segunda muestra son capaces de retardar la conversión de los ingresos extraordinarios en utilidades mediante prácticas contables, por ejemplo, mediante la variación del stock de activos de la compañía.

Por otra parte, los resultados arrojados plantean que la variación de los dividendos en efectivos cancelados por las empresas que constituyen el Índice Bursátil Caracas guardan una relación del 12% con las variaciones del producto interno bruto no petrolero. Dado que, el producto interno bruto es el indicador por excelencia de los resultados económicos de las industrias nacionales, podría ocurrir que las expectativas del mercado bursátil no sean satisfechas con este comportamiento en los dividendos. En el caso particular de la industria Manufacturera y de la Construcción, la relación producto interno bruto y dividendos en efectivo es más tangible, pero a la vez se observa un rezago de un periodo, luego del cual un 60% de las variaciones del producto interno bruto del sector, se materializa en variaciones de los dividendos en efectivo. Esto evidencia la escasa relevancia de la participación bursátil de estos importantes sectores para el crecimiento económico dentro del Índice Bursátil Caracas y la importancia de otros sectores menos sensibles a la evolución económica.

Para los inversores que hayan colocado sus ahorros en una determinada empresa los ingresos operacionales son un predictor aproximado de los dividendos esperados, pero los resultados del estudio en el Índice Bursátil Caracas sugieren cierta invariabilidad de los dividendos ante impactos sobre el ingreso, al menos en el primer periodo. En cambio, el sector Manufacturas y Construcción traduce el 50% de los impactos sobre las variaciones de sus

ingresos en variaciones de dividendos en el primer periodo, lo que pareciera describir un sector con repartición de utilidades bastantes previsibles.

En cuanto a la relación entre las utilidades netas y los dividendos en efectivo, la cual describiría la política de dividendos llevada a cabo por las empresas del Índice Bursátil Caracas, se observa una importante diferencia en el sector Manufacturas y Construcción respecto al comportamiento de dicha relación en el Índice Bursátil Caracas como un todo. Mientras la industria Manufacturera y la Construcción muestran una preferencia por la distribución de las utilidades líquidas, convirtiendo un 40% de las variaciones de las utilidades en variaciones de dividendo en el primer periodo, el índice describe una política de pago de dividendos contraria. La relación entre las variaciones del dividendo y la variación de las utilidades es inversa. Este ultimo comportamiento podría ser explicado por políticas de dividendos basadas en rescate de acciones, pagos de dividendos en acciones, o bien, en reinversión de las utilidades para el financiamiento interno de las empresas.

A pesar de que en las empresas pertenecientes al sector Manufacturas y Construcción parecen exhibir una política de pago de dividendos estrechamente relacionada con su desempeño económico, la conversión en dividendos en efectivo no sostenibles de impactos positivos en la actividad de las compañías

podría crear un problema de señalización en el mercado bursátil en periodos posteriores.

El conjunto de los resultados retrata una política de pago de dividendos en las empresas del Índice Bursátil Caracas no consistente con el desempeño de la actividad económica de dichas empresas, contrariamente a lo que esperarían los inversores. El desaliento que una percepción de este tipo podría generar en los potenciales inversionistas, puede reducir la capacidad de atracción de recursos financieros del mercado bursátil venezolano. El reducido tamaño de la Bolsa de Valores de Caracas, comparada con las bolsas de otros mercados emergentes, podría ser explicado en parte por este fenómeno.

CONCLUSIONES

En el presente trabajo hemos resaltado la importancia que poseen los mercados bursátiles como fuente de recursos financieros de bajo costo y de largo plazo para promover inversiones productivas que fomenten el crecimiento económico sostenible. El éxito de los sistemas financieros se basa en la consolidación de la banca y de los mercados de capitales simultáneamente, cubriendo así todas las necesidades de servicios financieros de una economía.

La participación activa de los inversionistas en los mercados bursátiles es un factor clave para conseguir la reactivación de dichos mercados. Las inversiones en títulos accionarios son determinadas por las expectativas de los inversores, quienes consideran los dividendos cancelados en efectivo por las empresas que cotizan en el mercado accionario como una poderosa señal de mercado que refleja los beneficios futuros y el riesgo implícito de los mismos. Por demás, los inversores bursátiles tienden a mostrar una marcada preferencia por los dividendos en efectivo sobre las ganancias de capital, salvo aquellos casos en los que el mercado posee información sobre proyectos rentables de calidad de las empresas.

Antes de exponer cualquier conclusión basada en los resultados del presente estudio sobre los estímulos que ofrece la Bolsa de Valores de Caracas a potenciales inversionistas, es importante advertir que se deben tener presente las limitaciones de la aproximación empírica elaborada en el mismo, producto de debilidades en la data, dada la dificultad que presenta la compilación de la misma, y los numerosos defectos encontrados en las propias fuentes que fueron corregidos a lo largo de la elaboración de las variables analizadas. Mejor acceso a la información y datos estadísticos de la Bolsa de Valores de Caracas, pueden a su vez incentivar las inversiones especulativas en la misma.

Observando los Vectores Auto Regresivos obtenidos, resalta el comportamiento disímil del Sector Manufacturas y Construcción respecto al comportamiento del Índice Bursátil Caracas en conjunto. Las empresas de la muestra pertenecientes a este sector en particular, parecen amortizar en varios periodos la transformación de las variaciones del ingreso operacional en variaciones de las utilidades netas, probablemente mediante la alteración de sus cantidades de activos, por ejemplo, modificando sus niveles de inventario. Sin embargo, se destacan por llevar a cabo una política de pago de dividendos en efectivo bastante previsible y estrechamente vinculada con el discurrir del producto interno bruto del sector, sus ingresos operacionales y sus utilidades netas. Aunque este comportamiento pudiese resultar muy atractivo para los

inversores, si los incrementos en los niveles de dividendos en efectivo distribuidos no pueden ser sustentados en los periodos siguientes, se produciría una señal de mercado negativa, que terminaría por inhibir las inversiones bursátiles en dichas empresas.

En contraste, el Índice Bursátil Caracas convierte una proporción razonable de las variaciones de sus ingresos operacionales en variaciones de las utilidades netas, pero los dividendos en efectivo repartidos parecen casi inalterados por variaciones en el producto interno bruto no petrolero o variaciones en los ingresos operacionales. Además, las variaciones de dividendos en efectivo y las variaciones de utilidades netas guardan una relación inversa, lo cual podría ser producto de la reinversión de las utilidades dentro de la empresa, del rescate de acciones o del pago de dividendos en acciones. Una política de pago de dividendos en efectivo desvinculada al comportamiento de las variables sobre las que los inversionistas construyen sus expectativas puede desincentivar la inversión. De este modo, las políticas de pago de dividendos utilizadas por las empresas que conforman el Índice Bursátil Caracas son una posible causa de las reducidas dimensiones del mercado bursátil venezolano.

La baja inversión bursátil en Venezuela, reduce las opciones disponibles de financiamiento a largo plazo y bajo costo de las industrias nacionales. Esto limita las posibilidades de crecimiento económico sostenible del país. Sin embargo, existen múltiples problemáticas a las que se enfrenta el desarrollo del mercado de capitales en Venezuela, por lo que serian de gran utilidad futuros estudios que contrasten la validez del presente y expongan otras variables que afecten el mercado accionario venezolano, en favor de la búsqueda de soluciones. Un punto que debiese ser desarrollado es la percepción desfavorable de las empresas sobre el costo que implica la cotización en el mercado.

Con el propósito de hacer más atractivo el mercado de capitales venezolano, se debe mostrar a los inversionistas una mayor correlación entre actividad económica y pago de dividendos en efectivo dentro de la Bolsa de Valores de Caracas. Esto puede ser logrado mediante el incremento de la participación de empresas de los sectores manufacturas y construcción en el mercado bursátil. Si bien, el Índice Bursátil Caracas se divide en Índice Financiero e Índice Industrial, el Índice Industrial carece de relevancia y peso, por lo que es recomendable trabajar en la promoción del mismo. De esta forma, adicionalmente se promueve el financiamiento para el sector manufacturas y el

sector construcción, ambos de gran importancia para el desarrollo económico del país.

BIBLIOGRAFÍA

Allen, Bernardo y Welch (2000). "A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles". The Journal of Finance.

Allen y Michaely (2002). "Payout Policy". Financial Institutions Center.

Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas (1986-2005).

Auerbach (2002). "Taxation and Corporate Financial Policy". National Bureau of Economic Research, Working Paper 8203.

Auerbach y Hassett (2003). "On the Marginal Source of Investment Funds". National Bureau of Economic Research, Working Paper 7821.

Bencivenga, Smith y Starr (1995). "Equity Markets, Transactions Cost, and Capital Accumulation". The World Bank, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division.

Beck y Levine (2002). "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence". National Bureau of Economic Research, Working Paper 9082.

Brav, Graham, Harvey y Michaely (2003). "Payout Policy in the 21st Century". National Bureau of Economic Research, Working Paper 9657.

Caprio y Demirgüç-Kunt (1997). "The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence". The World Bank, Policy Research Department.

Demirgüç-Kunt y Levine (1995). "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts". The World Bank, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division.

Demirgüç-Kunt y Levine (1999). "Bank-Based and Market-Based Financial Systems, Cross-Country Comparisons". The World Bank, Policy Research Working Paper 2143.

Easterly y Islam (2000). "Explaining Growth Volatility". The World Bank.

Fazzari, Hubbard y Petersen (1987). "Financing Constraints and Corporate Investment". National Bureau of Economic Research, Working Paper 2387.

García (2001). “Desarrollo Industrial y Tipo de Cambio Real”. Revista Venezolana de Economía y Ciencias Sociales, Vol. 7, nº 3.

García (2002). “La Paradoja Cambiaria de Venezuela”. Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura, Vol. VIII, nº 2.

García y Méndez (2003). “La Elección entre Acciones y Títulos de Deuda en el Mercado Financiero Español”. Sistema Financiero Español: Estudios Empíricos.

González (2003). “La Financiación de las Empresas en las Perspectivas de Modigliani-Miller y Williamson”. Universidad Nacional de Colombia.

Greenwald, Stiglitz y Weiss (1984). “Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomics Fluctuations”. National Bureau of Economic Research, Working Paper 1335.

Grullon y Michaely (2000). “The Information Content of Share Repurchase Programs”. The Journal of Finance.

Grullon, Michaely y Swaminathan (2002). “Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?”. The Journal of Business.

Hellmann y Stiglitz (1995). "A Unifying Theory of Credit and Equity Rationing in Markets with Adverse Selection".

Jagannathan, Stephens y Weisbach (1999). "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases". Journal of Financial Economics.

Jensen y Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". Journal of Financial Economics.

Kaplan y Zingales (2000). "Investment-Cash Flow Sensitivities are not Valid Measures of Financing Constraints". National Bureau of Economic Research, Working Paper 7659.

La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, y Vishny (1998). "Law and Finance". National Bureau of Economic Research, Working Paper 5661.

Levine (1998). "The Legal Environment, Banks, and Long-run Economic Growth". Journal of Money, Credit, and Banking.

Levine (2000). "Son Mejores los Sistemas Financieros Basados en el Sistema Bancario o los Basados en el Mercado Bursátil". Economía Chilena, Vol.3, n° 1.

Levine, Loayza y Beck (1998). "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". Journal of Monetary Economics.

Levine y Zervos. (1998). "Stock Markets, Banks and Economic Growth". American Economic Review.

Ley de Mercado de Capitales. República Bolivariana de Venezuela.

Lucas (1988). "On the Mechanics of Economic Development". Journal of Monetary Economics.

Mascareñas (2002). "La Política de Dividendos". Universidad Complutense de Madrid.

Myers (1984). "Capital Structure Puzzle". National Bureau of Economic Research, Working Paper 1393.

Moguillansky (2002). "Inversión y Volatilidad Financiera: América Latina en los Inicios del Nuevo Milenio". CEPAL, División de Desarrollo Económico.

Poterba (2004). "Taxation and Corporate Payout Policy". National Bureau of Economic Research, Working Paper 10321.

Poterba y Summers (1984). "The Economic Effects of Dividend Taxation". National Bureau of Economic Research, Working Paper 1353.

Reglamento de Ley de Impuesto Sobre la Renta. República Bolivariana de Venezuela.

Schneider (2006). "Determinantes del apalancamiento: los efectos del Tratado de Libre Comercio de América del Norte sobre la estructura financiera de las empresas de la Bolsa Mexicana de Valores". Gaceta de Economía N°11.

Shleifer y Vishny (1996). "A Survey of Corporate Governance". National Bureau of Economic Research, Working Paper 5554.

Singh y Weisse (1998). "Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives". World Development.

Smith y Watts (1992). "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". Journal of Financial Economics.

Terada (2002). “Desarrollo Financiero y Ciclos Reales”. Economía Internacional: Estudios Recientes, nº 796.

Videla-Hintze (2003). “Análisis Financiero de Empresas”. Universidad de Chile.

Weinstein y Yafeh (1998). “On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan”. The Journal of Finance.

ANEXO A:

EMPRESAS QUE INTEGRAN EL ÍNDICE BÚRSATIL CARACAS

Tabla 1. Empresas que Integran la Muestra por Año

Año	Banco Provincia I	Banco Venezolan o de Crédito	Unibanca	Banesco Banco Universal	CANTV Clase D	Cemex Tipo I y II	Corimon A	Electricida d de Caracas	Envases Venezolano s	Fondo de Valores Inmobiliari o Clase B
1986	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	NO INTEGRABA	NO INTEGRABA	NO INTEGRABA	NO INTEGRABA	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	NO INTEGRABA
1987										
1988										
1989										
1990										
1991										
1992										
1993										
1994										
1995										
1996					SI INTE GRA BA					SI INTE GRA BA

199 7									
199 8									
199 9									
200 0									
200 1		SI INTEGRABA							
200 2									
200 3		NO INTEGRABA	SI INTEGRABA						
200 4									
200 5									

Tabla 1. Empresas que Integran la Muestra por Año

(Continuación)

Año	H.L. Boulton	Manpa	Mantex	Mercantil Servicios Financieros A y B	Sivensa	Sudamtex Clase B	Vencemos	Mavesa	Venepal	Cerámicas Carabobo	
1986	NO INTEGRABA	NO INTEGRABA	SI INTEGRABA	NO INTEGRABA	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	NO INTEGRABA	SI INTEGRABA	NO INTEGRABA	
1987											
1988											
1989											
1990											
1991	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA		SI INTEGRABA		SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA		NO INTEGRABA
1992											
1993											
1994											
1995											
1996		SI INTEGRABA		SI INTEGRABA		SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	SI INTEGRABA	NO INTEGRABA		
1997											
1998											
1999											
2000											
2001											
2002											
2003											
2004											
2005											
						NO INTEGRABA	NO INTEGRABA	NO INTEGRABA	SI INTEGRABA		

ANEXO B:

DATOS

Tabla 2. Producto Interno Bruto e Índice de Precios al Consumidor

(Millones de Bolívares Constantes de 1997)

AÑOS	PIB NO PETROLERO	PIB SECTOR MANUFACTURERAS Y CONSTRUCCIÓN	IPC
1986	27.621.589	8.520.231	1,24
1987	28.684.507	8.992.517	1,58
1988	30.206.148	9.403.608	2,05
1989	27.179.976	7.719.389	3,78
1990	28.541.391	8.296.576	5,32
1991	31.244.555	9.473.591	7,14
1992	33.515.439	10.787.467	9,39
1993	33.161.680	10.498.189	12,97
1994	31.906.563	9.686.053	20,85
1995	32.923.523	10.034.672	33,35
1996	32.283.280	9.672.254	66,65
1997	34.079.880	10.426.129	100,00
1998	34.182.966	10.363.935	135,78
1999	31.968.619	9.094.431	167,79
2000	33.255.688	9.527.909	194,98
2001	34.716.738	10.136.717	219,41
2002	32.054.438	8.948.078	268,63
2003	29.180.449	7.445.812	352,15
2004	34.811.586	9.102.487	428,73
2005	38.980.455	10.250.991	497,13

Fuente: Banco Central de Venezuela

**Tabla 3. Ingresos Operacionales de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año en
Bolívares Corrientes**

Año	Banco Provincial	Banco Venezolano de Crédito	Banesco Banco Universal	CANTV	Cemex	Cerámica Carabobo	Corimon	Electricidad de Caracas	Envases Venezolano s	Fondo de Valores Inmobiliarios
1986	3.237.930.000	406.660.000					2.063.190.000	2.272.720.000	705.110.000	
1987	4.146.470.000	560.120.000					2.740.790.000	3.745.120.000	932.000.000	
1988	6.274.620.000	913.110.000					5.055.170.000	5.018.190.000	1.131.330.000	
1989	16.904.320.000	1.935.450.000					5.879.600.000	8.379.370.000	1.655.170.000	
1990	24.267.860.000	3.515.640.000					8.427.950.000	15.547.500.000	1.977.410.000	
1991	31.539.600.000	5.316.320.000					16.270.020.000	24.117.260.000	3.058.060.000	
1992	48.367.830.000	5.071.940.000					27.955.000.000	27.728.270.000	3.873.540.000	
1993	40.952.740.000	3.233.350.000					26.015.000.000	55.127.080.000	4.539.490.000	
1994	157.933.255.000	13.597.658.000					33.560.000.000	85.139.096.000	5.679.649.000	
1995	171.360.268.000	17.727.304.000					41.409.000.000	125.002.522.000	9.520.407.000	
1996	258.816.826.000	18.616.059.662		953.918.000.000			93.147.000.000	304.836.261.000	37.564.413.000	1.307.394.428
1997	334.131.248.000	27.196.364.876		1.084.325.000.000			67.204.000.000	309.556.234.000	23.340.620.000	611.922.345
1998	578.330.994.000	73.027.398.000		1.707.774.000.000			144.682.000.000	517.611.684.000	39.146.618.000	11.682.415.000
1999	449.123.968.000	50.201.910.000		1.715.530.000.000	426.912.000.000		109.425.000.000	473.497.361.000	33.394.983.000	18.882.361.000
2000	78.116.054.000	46.072.876.000		2.388.660.000.000	521.532.000.000		62.285.000.000	607.190.714.000	32.519.833.000	13.842.923.000
2001	89.482.828.000	68.323.414.000		2.976.282.000.000	620.488.000.000		88.851.000.000	773.752.000.000	42.334.710.000	23.980.575.000
2002	754.624.956.000	144.805.781.000	360.698.184.000	2.678.903.000.000	709.024.000.000		84.792.000.000	737.397.000.000	46.303.027.000	30.204.887.000
2003	863.086.536.000	144.244.043.000	616.794.679.000	3.748.355.000.000	987.900.000.000	76.038.601.000	155.717.000.000	1.278.688.000.000	70.858.708.000	76.845.681.000

2004	883.875.652.00 0	156.108.698.0 00	785.234.525.00 0	4.106.623.000. 000	1.085.303.000. 000	134.438.675.0 00	208.328.000.0 00	1.257.875.000. 000	82.057.903.0 00	54.830.149.00 0
2005	1.055.259.409. 000	176.355.139.0 00	1.130.481.527. 000	5.088.392.000. 000	1.375.145.000. 000	84.579.848.00 0	270.426.000.0 00	1.367.289.000. 000	63.364.477.0 00	134.954.392.0 00

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

Tabla 3. Ingresos Operacionales de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año en Bolívares Corrientes (Continuación)

Año	HL Boulton	Manpa	Mantex	Mavesa	Mercantil Servicios Financieros	Sivensa	Sudamtex	Unibanca	Vencemos	Venepal	TOTAL
1986			436.490.000			4.056.470.000	887.690.000		1.585.630.000	1.330.570.000	16.982.460.000
1987			693.170.000			6.369.680.000	1.305.460.000		2.079.590.000	1.787.470.000	24.359.870.000
1988			940.050.000			9.196.710.000	2.092.930.000		3.108.860.000	3.236.780.000	36.967.750.000
1989			1.504.850.000			13.221.340.000	2.681.930.000		5.399.660.000	4.993.690.000	62.555.380.000
1990			1.816.620.000			16.910.030.000	3.305.320.000		7.147.350.000	7.575.030.000	90.490.710.000
1991	3.853.880.000		2.168.320.000	12.734.560.000		30.905.280.000	4.224.450.000		14.048.780.000	9.281.160.000	157.517.690.000
1992	5.055.980.000		2.749.700.000	15.419.920.000		36.537.420.000	5.695.930.000		20.963.540.000	10.965.380.000	210.384.450.000
1993	3.425.280.000		3.331.110.000	17.305.170.000		45.897.570.000	8.036.110.000		29.427.980.000	13.482.360.000	250.773.240.000
1994	8.776.879.000	21.904.242.000	8.946.231.000	25.079.874.000		142.325.000.000	11.030.368.000		76.760.000.000	36.280.862.000	627.013.114.000
1995	9.169.448.000	44.829.468.000	17.668.505.000	45.693.448.000		134.246.000.000	22.803.275.000		67.092.000.000	47.805.621.000	754.327.266.000
1996	28.703.418.000	133.422.357.000	50.836.315.000	192.710.000.000	354.019.000.000	433.171.000.000	93.054.549.000		222.804.000.000	126.531.899.000	3.303.458.492.090
1997	17.509.725.000	116.361.192.000	35.300.040.000	174.062.000.000	307.003.000.000	420.969.000.000	67.911.847.000		233.412.000.000	100.965.753.000	3.319.859.946.221
1998	26.691.901.000	131.914.545.000	32.481.085.000	252.036.000.000	438.039.612.000	534.509.000.000	90.258.392.000		453.433.000.000	130.373.505.000	5.161.992.149.000
1999	20.451.202.000	137.157.009.000	25.945.882.000	269.988.000.000	357.348.908.000	352.946.000.000	48.543.612.000			70.682.535.000	4.560.030.731.000
2000	19.424.097.000	185.430.911.000	5.911.630.000	168.198.890.000	581.808.000.000	249.936.000.000	51.395.642.000			77.013.686.000	5.089.338.256.000
2001	3.016.225.000	204.028.014.000	5.479.390.000		1.005.000.000.000	321.165.000.000	36.143.266.000	111.183.992.000			6.369.510.414.000
2002	4.384.406.000	207.872.590.000	8.939.334.000		736.000.000.000	316.884.000.000					6.820.833.165.000

2003	4.439.131.000	367.669.240.000	16.442.875.000		1.103.092.000.000	503.150.000.000						10.013.321.494.000
2004	8.408.209.000	417.151.665.000	28.814.696.000		1.221.556.000.000	980.960.000.000						11.411.565.172.000
2005	29.771.336.000	375.060.280.000	22.959.983.000		2.710.154.000.000	1.934.620.000.000						15.818.812.391.000

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

Tabla 4. Ingresos Operacionales de las Empresas del Sector Manufacturas y Construcción que Cotizan en el

Índice Bursátil Caracas por Año en Bolívares Corrientes

Año	Cemex	Cerámica Carabobo	Corimon	Envases Venezolanos	HL Boulton	Manpa	Mantex	Mavesa	Sivensa	Sudamtex	Vencemos	Venepal	TOTAL
1986			2.063.190.000	705.110.000			436.490.000		4.056.470.000	887.690.000	1.585.630.000	1.330.570.000	11.065.150.000
1987			2.740.790.000	932.000.000			693.170.000		6.369.680.000	1.305.460.000	2.079.590.000	1.787.470.000	15.908.160.000
1988			5.055.170.000	1.131.330.000			940.050.000		9.196.710.000	2.092.930.000	3.108.860.000	3.236.780.000	24.761.830.000
1989			5.879.600.000	1.655.170.000			1.504.850.000		13.221.340.000	2.681.930.000	5.399.660.000	4.993.690.000	35.336.240.000
1990			8.427.950.000	1.977.410.000			1.816.620.000		16.910.030.000	3.305.320.000	7.147.350.000	7.575.030.000	47.159.710.000
1991			16.270.020.000	3.058.060.000	3.853.880.000		2.168.320.000	12.734.560.000	30.905.280.000	4.224.450.000	14.048.780.000	9.281.160.000	96.544.510.000
1992			27.955.000.000	3.873.540.000	5.055.980.000		2.749.700.000	15.419.920.000	36.537.420.000	5.695.930.000	20.963.540.000	10.965.380.000	129.216.410.000
1993			26.015.000.000	4.539.490.000	3.425.280.000		3.331.110.000	17.305.170.000	45.897.570.000	8.036.110.000	29.427.980.000	13.482.360.000	151.460.070.000
1994			33.560.000.000	5.679.649.000	8.776.879.000	21.904.242.000	8.946.231.000	25.079.874.000	142.325.000.000	11.030.368.000	76.760.000.000	36.280.862.000	370.343.105.000
1995			41.409.000.000	9.520.407.000	9.169.448.000	44.829.468.000	17.668.505.000	45.693.448.000	134.246.000.000	22.803.275.000	67.092.000.000	47.805.621.000	440.237.172.000
1996			93.147.000.000	37.564.413.000	28.703.418.000	133.422.357.000	50.836.315.000	192.710.000.000	433.171.000.000	93.054.549.000	222.804.000.000	126.531.899.000	1.411.944.951.000
1997			67.204.000.000	23.340.620.000	17.509.725.000	116.361.192.000	35.300.040.000	174.062.000.000	420.969.000.000	67.911.847.000	233.412.000.000	100.965.753.000	1.257.036.177.000
1998			144.682.000.000	39.146.618.000	26.691.901.000	131.914.545.000	32.481.085.000	252.036.000.000	534.509.000.000	90.258.392.000	453.433.000.000	130.373.505.000	1.835.526.046.000
1999	426.912.000.000		109.425.000.000	33.394.983.000	20.451.202.000	137.157.009.000	25.945.882.000	269.988.000.000	352.946.000.000	48.543.612.000		70.682.535.000	1.495.446.223.000
2000	521.532.000.000		62.285.000.000	32.519.833.000	19.424.097.000	185.430.911.000	5.911.630.000	168.198.890.000	249.936.000.000	51.395.642.000		77.013.686.000	1.373.647.689.000
2001	620.488.000.000		88.851.000.000	42.334.710.000	3.016.225.000	204.028.014.000	5.479.390.000		321.165.000.000	36.143.266.000			1.321.505.605.000
2002	709.024.000.000		84.792.000.000	46.303.027.000	4.384.406.000	207.872.590.000	8.939.334.000		316.884.000.000				1.378.199.357.000

2003	987.900.000.000	76.038.601.000	155.717.000.000	70.858.708.000	4.439.131.000	367.669.240.000	16.442.875.000		503.150.000.000				2.182.215.555.000
2004	1.085.303.000.000	134.438.675.000	208.328.000.000	82.057.903.000	8.408.209.000	417.151.665.000	28.814.696.000		980.960.000.000				2.945.462.148.000
2005	1.375.145.000.000	84.579.848.000	270.426.000.000	63.364.477.000	29.771.336.000	375.060.280.000	22.959.983.000		1.934.620.000.000				4.155.926.924.000

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

Tabla 5. Utilidades Netas de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año en Bolívares

Corrientes

Año	Banco Provincial	Banco Venezolano de Crédito	Banesco Banco Universal	CANTV	Cemex	Cerámica Carabobo	Corimon	Electricidad de Caracas	Envases Venezolanos	Fondo de Valores Inmobiliarios
1986	413.140.000	98.420.000					183.550.000	301.990.000	56.140.000	
1987	682.490.000	160.630.000					318.050.000	645.800.000	181.150.000	
1988	1.416.300.000	308.890.000					566.840.000	1.727.440.000	259.220.000	
1989	1.839.330.000	401.900.000					195.940.000	3.121.870.000	104.930.000	
1990	2.302.060.000	603.600.000					448.710.000	5.288.500.000	268.520.000	
1991	2.517.030.000	1.061.110.000					1.293.890.000	6.005.730.000	301.120.000	
1992	2.983.650.000	1.899.090.000					2.478.000.000	3.623.640.000	284.820.000	
1993	2.852.810.000	1.899.840.000					2.543.000.000	16.930.290.000	267.380.000	
1994	19.313.404.000	7.511.922.000					3.490.000.000	24.362.846.000	123.644.000	
1995	25.053.106.000	9.426.290.000					-267.000.000	37.895.487.000	821.470.000	
1996	74.113.922.000	9.356.899.970		306.921.000.000			51.315.000.000	89.597.523.000	2.249.437.000	-6.698.652.829
1997	90.678.236.000	10.693.615.330		343.306.000.000			5.603.000.000	72.570.373.000	2.962.017.000	403.069.112
1998	105.735.522.000	19.285.242.000		173.051.000.000			10.928.000.000	129.861.188.000	2.907.708.000	2.463.573.000

1999	15.203.232.00 0	24.674.892.00 0		102.857.000.0 00	47.232.000.00 0		229.000.000	87.442.154.00 0	-744.784.000	5.624.300.000
2000	18.114.322.00 0	25.634.252.00 0		15.998.000.00 0	31.759.000.00 0		- 3.337.000.000	82.113.190.00 0	1.327.153.00 0	- 8.745.831.000
2001	122.524.330.0 00	36.871.736.00 0		141.115.000.0 00	36.755.000.00 0		- 9.903.000.000	103.142.000.0 00	2.354.285.00 0	- 3.591.955.000
2002	182.016.781.0 00	104.401.669.0 00	143.989.284.0 00	85.183.000.00 0	13.861.000.00 0		- 5.466.000.000	49.167.000.00 0	1.572.636.00 0	- 27.991.594.00 0
2003	299.310.186.0 00	84.227.124.00 0	246.745.126.0 00	78.529.000.00 0	64.187.000.00 0	4.679.176.00 0	- 10.456.000.00 0	141.901.000.0 00	4.170.005.00 0	15.184.499.00 0
2004	362.071.062.0 00	87.968.984.00 0	443.575.028.0 00	399.673.000.0 00	150.085.000.0 00	6.626.693.00 0	19.320.000.00 0	29.940.000.00 0	4.339.263.00 0	- 2.335.811.000
2005	276.277.719.0 00	105.967.043.0 00	320.722.085.0 00	4.863.000.000	317.049.000.0 00	370.181.000	20.887.000.00 0	236.105.000.0 00	1.358.895.00 0	13.338.553.00 0

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

Tabla 5. Utilidades Netas de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año en Bolívares

Corrientes (Continuación)

Año	HL Boulton	Manpa	Mantex	Mavesa	Mercantil Servicios Financieros	Sivensa	Sudamtex	Unibanca	Vencemos	Venepal	TOTAL
1986			98.750.000			417.420.000	225.610.000		248.190.000	225.010.000	2.268.220.000
1987			209.800.000			780.380.000	252.580.000		310.410.000	252.040.000	3.793.330.000
1988			79.190.000			888.790.000	425.500.000		487.120.000	399.490.000	6.558.780.000
1989			279.700.000			1.335.640.000	192.180.000		934.530.000	454.000.000	8.860.020.000
1990			234.273.000			1.386.530.000	267.020.000		1.056.050.000	660.170.000	12.515.433.000
1991	295.340.000		268.280.000	1.056.570.000		1.525.160.000	409.580.000		1.718.890.000	1.276.000.000	17.728.700.000
1992	559.390.000		565.650.000	1.291.460.000		1.539.980.000	810.070.000		3.210.920.000	1.268.220.000	20.514.890.000
1993	600.150.000		156.490.000	770.520.000		3.314.850.000	1.081.560.000		2.084.380.000	831.750.000	33.333.020.000
1994	-122.507.000	1.813.438.000	976.064.000	1.890.093.000		8.523.000.000	655.973.000		-4.209.000.000	366.455.000	64.695.332.000

1995	135.275.000	5.699.273.000	2.270.721.000	3.640.416.000		8.035.000.000	1.849.645.000		18.862.000.000	2.556.201.000	115.977.884.000
1996	-12.105.042.000	9.890.576.000	12.899.782.000	24.152.000.000	63.613.000.000	59.827.000.000	13.272.274.000		65.548.000.000	17.477.811.000	678.800.530.141
1997	4.665.053.000	19.098.919.000	2.433.334.000	12.146.000.000	51.468.000.000	29.447.000.000	10.648.602.000		67.836.000.000	9.034.545.000	732.993.763.442
1998	261.750.000	2.327.545.000	2.646.412.000	-5.501.000.000	54.205.762.000	-1.300.000.000	3.343.389.000		95.663.000.000	-34.561.954.000	539.461.137.000
1999	-13.330.514.000	3.829.584.000	1.257.602.000	4.036.000.000	59.001.312.000	-87.535.000.000	-4.878.039.000			-30.888.800.000	214.009.939.000
2000	-21.087.281.000	5.702.633.000	48.590.000	9.158.281.000	27.489.000.000	66.253.000.000	12.903.157.000			-20.038.110.000	47.069.976.000
2001	966.226.000	9.590.025.000	1.488.389.000		82.804.000.000	-92.083.000.000	-27.002.063.000	36.633.226.000			444.139.539.000
2002	-3.926.750.000	8.057.153.000	577.206.000		105.429.000.000	-354.702.000.000					172.967.113.000
2003	2.441.476.000	42.913.219.000	5.663.141.000		498.552.000.000	91.321.000.000					1.580.921.600.000
2004	5.051.634.000	67.229.600.000	5.421.369.000		334.782.000.000	173.655.000.000					2.087.402.822.000
2005	6.043.670.000	31.461.246.000	7.118.574.000		798.896.000.000	222.578.000.000					2.363.035.966.000

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

Tabla 6. Utilidades Netas de las Empresas del Sector Manufacturas y Construcción que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año en Bolívares Corrientes

Año	Cemex	Cerámica Carabobo	Corimon	Envases Venezolanos	HL Boulton	Manpa	Mantex	Mavesa	Sivensa	Sudamtex	Vencemos	Venepal	TOTAL
1986			183.550.000	56.140.000			98.750.000		417.420.000	225.610.000	248.190.000	225.010.000	1.454.670.000
1987			318.050.000	181.150.000			209.800.000		780.380.000	252.580.000	310.410.000	252.040.000	2.304.410.000
1988			566.840.000	259.220.000			79.190.000		888.790.000	425.500.000	487.120.000	399.490.000	3.106.150.000
1989			195.940.000	104.930.000			279.700.000		1.335.640.000	192.180.000	934.530.000	454.000.000	3.496.920.000
1990			448.710.000	268.520.000			234.273.000		1.386.530.000	267.020.000	1.056.050.000	660.170.000	4.321.273.000
1991			1.293.890.000	301.120.000	295.340.000		268.280.000	1.056.570.000	1.525.160.000	409.580.000	1.718.890.000	1.276.000.000	8.144.830.000
1992			2.478.000.000	284.820.000	559.390.000		565.650.000	1.291.460.000	1.539.980.000	810.070.000	3.210.920.000	1.268.220.000	12.008.510.000
1993			2.543.000.000	267.380.000	600.150.000		156.490.000	770.520.000	3.314.850.000	1.081.560.000	2.084.380.000	831.750.000	11.650.080.000
1994			3.490.000.000	123.644.000	-122.507.000	1.813.438.000	976.064.000	1.890.093.000	8.523.000.000	655.973.000	-4.209.000.000	366.455.000	13.507.160.000

1995			-267.000.000	821.470.000	135.275.000	5.699.273.000	2.270.721.000	3.640.416.000	8.035.000.000	1.849.645.000	18.862.000.000	2.556.201.000	43.603.001.000
1996			-51.315.000.000	2.249.437.000	-12.105.042.000	9.890.576.000	12.899.782.000	24.152.000.000	59.827.000.000	13.272.274.000	65.548.000.000	17.477.811.000	141.896.838.000
1997			5.603.000.000	2.962.017.000	4.665.053.000	19.098.919.000	2.433.334.000	12.146.000.000	29.447.000.000	10.648.602.000	67.836.000.000	9.034.545.000	163.874.470.000
1998			-10.928.000.000	2.907.708.000	261.750.000	2.327.545.000	2.646.412.000	-5.501.000.000	-1.300.000.000	3.343.389.000	95.663.000.000	-34.561.954.000	54.858.850.000
1999	47.232.000.000		229.000.000	-744.784.000	-13.330.514.000	3.829.584.000	1.257.602.000	4.036.000.000	-87.535.000.000	-4.878.039.000		-30.888.800.000	-80.792.951.000
2000	31.759.000.000		-3.337.000.000	1.327.153.000	-21.087.281.000	5.702.633.000	48.590.000	9.158.281.000	66.253.000.000	12.903.157.000		-20.038.110.000	82.689.423.000
2001	36.755.000.000		-9.903.000.000	-2.354.285.000	966.226.000	9.590.025.000	1.488.389.000		-92.083.000.000	-27.002.063.000			-82.542.708.000
2002	-13.861.000.000		-5.466.000.000	-1.572.636.000	-3.926.750.000	8.057.153.000	577.206.000		-354.702.000.000				-370.894.027.000
2003	64.187.000.000	-4.679.176.000	10.456.000.000	4.170.005.000	2.441.476.000	42.913.219.000	5.663.141.000		91.321.000.000				216.472.665.000
2004	150.085.000.000	6.626.693.000	19.320.000.000	4.339.263.000	5.051.634.000	67.229.600.000	5.421.369.000		173.655.000.000				431.728.559.000
2005	317.049.000.000	370.181.000	20.887.000.000	1.358.895.000	6.043.670.000	31.461.246.000	7.118.574.000		222.578.000.000				606.866.566.000

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

**Tabla 7. Dividendos en Efectivo de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año en
Bolívares Corrientes**

Año	Banco Provincial	Banco Venezolano de Crédito	Banesco Banco Universal	Cantv Clase D	Cemex Tipo I y II	Cerámicas Carabobo	Corimon Clase A	Electricidad de Caracas	Envases Venezolanos	Fondo de Valores Inmobiliarios Clase B
1986	52.000.000	33.300.000					24.460.000	99.040.000	4.480.000	
1987	52.640.000	31.400.000					31.410.000	52.130.000	9.050.000	
1988	105.530.000	48.900.000					61.680.000	173.060.000	17.920.000	
1989	186.090.000	111.500.000					82.740.000	423.410.000	197.150.000	
1990	400.000.000	63.300.000					108.460.000	765.060.000	44.610.000	
1991	279.600.000	234.000.000					220.580.000	991.830.000	80.650.000	
1992	1.585.000.000	435.900.000					491.000.000	1.143.710.000	202.370.000	
1993	538.010.000	725.400.000					675.000.000	3.187.440.000	100.300.000	

1994	485.000.000	2.107.800.000					1.632.000.000	5.129.253.000	12.048.000	
1995	0	2.476.440.000					211.000.000	13.440.163.000	12.463.000	
1996	0	0		0			0	6.484.945.000	122.345.000	1.819.040.996
1997	10.000.000	135.000.000		17.095.000.000			0	19.056.323.000	338.703.000	0
1998	64.000.000	130.000.000		124.100.000.000			0	19.000.000.000	100.000.000	310.000.000
1999	101.000.000	295.000.000		155.330.000.000	66.376.000.000		0	9.000.000.000	0	100.000.000
2000	43.445.000.000	155.000.000		160.000.000.000	18.884.250.000		0	203.459.542.000	0	0
2001	36.650.000.000	19.544.000.000		147.000.000.000	7.162.530.000		0	168.327.670.000	0	0
2002	57.472.903.857	75.122.829.288	66.286.083.927	103.310.390.396	11.930.550.000		0	154.672.000.000	0	0
2003	56.660.955.991	73.388.475.000	140.968.839.535	118.783.564.245	0	0	0	81.125.000.000	0	0
2004	86.974.087.372	72.008.419.648	72.008.419.646	260.934.390.000	17.639.290.000	0	0	205.471.000.000	0	0
2005	104.326.000.000	87.525.648.000	69.661.676.000	196.674.430.000	139.883.330.000	0	0	162.974.000.000	451.000.000	5.635.841.730

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

**Tabla 7. Dividendos Totales de las Empresas que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas de cada año en
Bolívares Corrientes (Continuación)**

Año	H.L. Boulton	Manpa	Mantex	Mavesa	Mercantil Servicios Financieros Clase A y B	Sivensa	Sudamtex Clase B	Unibanca	Vencemos	Venepal	TOTAL
1986			16.770.000			2.780.000	28.400.000		57.800.000	28.820.000	343.370.000
1987			32.500.000			4.110.000	16.820.000		63.750.000	31.210.000	315.970.000
1988			17.160.000			6.990.000	174.550.000		75.410.000	36.000.000	699.280.000
1989			7.800.000			8.590.000	161.930.000		173.890.000	57.620.000	1.213.570.000
1990			65.820.000			12.190.000	40.490.000		233.510.000	147.040.000	1.835.870.000
1991	180.000		28.090.000	195.000.000		243.970.000	65.060.000		398.910.000	213.840.000	2.871.060.000
1992	221.990.000		35.840.000	222.470.000		435.850.000	111.200.000		633.740.000	351.380.000	5.668.080.000

1993	70.880.000		0	255.320.000		573.660.000	146.660.000		1.080.660.000	492.820.000	7.745.850.000
1994	197.694.000	208.915.000	107.506.000	48.000.000		591.000.000	149.084.000		2.510.000.000	555.868.000	13.722.120.000
1995	149.438.000	655.432.000	144.236.000	615.000.000		846.000.000	154.614.000		611.000.000	622.038.000	19.925.361.000
1996	0	2.086.618.000	654.252.000	2.096.000.000	3.124.000.000	1.537.000.000	11.537.916.000		17.373.000.000	1.237.000.000	47.949.771.996
1997	576.363.000	5.648.056.000	962.006.000	3.976.000.000	6.462.000.000	3.585.000.000	591.921.000		8.125.000.000	1.937.824.000	68.160.493.000
1998	703.100.000	1.000.000.000	0	900.000	7.933.000.000	750.000.000	172.000.000		7.000.000.000	2.250.000.000	163.413.000.000
1999	0	1.000.000	0	80.000	10.000.000.000	0	0			0	241.203.080.000
2000	0	1.000.000.000	0	3.690.000.000	20.185.320.000	0	0			0	431.934.862.000
2001	0	1.000.000.000	0		33.741.950.000	0	0	36.830.000.000			450.256.150.000
2002	0	20.646.064.000	0		22.794.550.000	0					512.235.371.468
2003	0	22.940.094.240	0		32.786.460.000	877.287.980					527.530.676.991
2004	668.658.348	25.234.103.660	0		28.059.170.000	0					768.997.538.674
2005	539.174.180	45.880.188.480	0		111.859.050.000	0					925.410.338.390

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

Tabla 8. Dividendos en Efectivo de las Empresas del Sector Manufactura y Construcción que Cotizan en el Índice Bursátil Caracas por Año en Bolívares Corrientes

Año	Cemex Tipo I y II	Cerámicas Carabobo	Corimon Clase A	Envases Venezolanos	Fondo de Valores Inmobiliarios Clase B	H.L. Boulton	Manpa	Mantex	Mavesa	Sivensa	Sudamtex Clase B	Vencemos	Venepal	TOTAL
1986			24.460.000	4.480.000				16.770.000		2.780.000	28.400.000	57.800.000	28.820.000	159.030.000
1987			31.410.000	9.050.000				32.500.000		4.110.000	16.820.000	63.750.000	31.210.000	179.800.000
1988			61.680.000	17.920.000				17.160.000		6.990.000	174.550.000	75.410.000	36.000.000	371.790.000
1989			82.740.000	197.150.000				7.800.000		8.590.000	161.930.000	173.890.000	57.620.000	492.570.000
1990			108.460.000	44.610.000				65.820.000		12.190.000	40.490.000	233.510.000	147.040.000	607.510.000
1991			220.580.000	80.650.000		180.000		28.090.000	195.000.000	243.970.000	65.060.000	398.910.000	213.840.000	1.365.630.000

1992			491.000.000	202.370.000		221.990.000		35.840.000	222.470.000	435.850.000	111.200.000	633.740.000	351.380.000	2.503.470.000
1993			675.000.000	100.300.000		70.880.000		0	255.320.000	573.660.000	146.660.000	1.080.660.000	492.820.000	3.295.000.000
1994			1.632.000.000	12.048.000		197.694.000	208.915.000	107.506.000	48.000.000	591.000.000	149.084.000	2.510.000.000	555.868.000	6.000.067.000
1995			211.000.000	12.463.000		149.438.000	655.432.000	144.236.000	615.000.000	846.000.000	154.614.000	611.000.000	622.038.000	4.008.758.000
1996			0	122.345.000	1.819.040.996	0	2.086.618.000	654.252.000	2.096.000.000	1.537.000.000	11.537.916.000	17.373.000.000	1.237.000.000	36.521.786.000
1997			0	338.703.000	0	576.363.000	5.648.056.000	962.006.000	3.976.000.000	3.585.000.000	591.921.000	8.125.000.000	1.937.824.000	25.402.170.000
1998			0	100.000.000	310.000.000	703.100.000	1.000.000.000	0	900.000	750.000.000	172.000.000	7.000.000.000	2.250.000.000	11.876.000.000
1999	66.376.000.000		0	0	100.000.000	0	1.000.000	0	80.000	0	0		0	66.377.080.000
2000	18.884.250.000		0	0	0	0	1.000.000.000	0	3.690.000.000	0	0		0	4.690.000.000
2001	7.162.530.000		0	0	0	0	1.000.000.000	0		0	0			8.162.530.000
2002	11.930.550.000		0	0	0	0	20.646.064.000	0		0				32.576.614.000
2003	0	0	0	0	0	0	22.940.094.240	0		877.287.980				23.817.382.220
2004	17.639.290.000	0	0	0	0	668.658.348	25.234.103.660	0		0				43.542.052.008
2005	139.883.330.000	0	0	451.000.000	5.635.841.730	539.174.180	45.880.188.480	0		0				186.753.692.660

Fuente: Anuarios de Empresas Emisoras de la Bolsa de Valores de Caracas

Tabla 9. Variables en Términos Reales
(Bolívares Constantes de 1997)

Año	PIB NO PETROLERO	PIB MANU Y CONS	INGRESO TOTAL	INGRESO MANU. Y CONST.	UTILIDAD TOTAL	UTILIDAD MANU. Y CONST.	DIVIDENDO S TOTAL	DIVIDENDOS MANU. Y CONST.
1986	27.621.589	8.520.231	1.373.459.078.807	894.895.717.456	183.442.643.276	117.646.661.212	27.770.101.852	12.861.575.844
1987	28.684.507	8.992.517	1.537.516.441.279	1.004.071.760.256	239.422.757.272	145.446.928.183	19.943.007.494	11.348.396.200
1988	30.206.148	9.403.608	1.802.199.472.649	1.207.153.720.954	319.744.367.921	151.426.632.456	34.090.309.722	18.124.980.339
1989	27.179.976	7.719.389	1.653.235.181.626	933.878.351.540	234.155.667.728	92.417.809.169	32.072.646.979	13.017.810.033

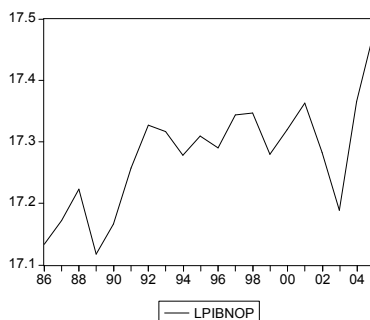
199 0	28.541.391	8.296.576	1.700.264.380.0 18	886.101.734.476	235.157.232.498	81.194.042.551	34.494.859.940	11.414.736.535
199 1	31.244.555	9.473.591	2.205.320.968.4 22	1.351.668.071.624	248.210.050.902	114.031.410.588	40.196.176.186	19.119.455.562
199 2	33.515.439	10.787.467	2.241.227.221.5 57	1.376.543.444.935	218.545.286.571	127.926.752.677	60.382.101.386	26.669.485.850
199 3	33.161.680	10.498.189	1.934.157.515.1 27	1.168.177.404.543	257.090.075.220	89.854.442.937	59.741.996.349	25.413.592.823
199 4	31.906.563	9.686.053	3.007.148.238.7 33	1.776.161.600.231	310.278.125.504	64.780.195.976	65.811.141.854	28.776.257.639
199 5	32.923.523	10.034.672	2.262.180.817.6 69	1.320.244.051.371	347.810.501.203	130.762.703.273	59.754.925.310	12.022.017.311
199 6	32.283.280	9.672.254	4.956.515.462.4 91	2.118.484.914.696	1.018.473.618.3 75	212.902.288.105	71.943.929.942	54.797.357.818
199 7	34.079.880	10.426.129	3.319.859.946.2 21	1.257.036.177.000	732.993.763.442	163.874.470.000	68.160.493.000	25.402.170.000
199 8	34.182.966	10.363.935	3.801.675.950.8 87	1.351.818.256.379	397.299.409.176	40.402.147.992	114.278.987.41 2	8.746.371.999
199 9	31.968.619	9.094.431	2.717.771.028.3 48	891.283.559.054	127.549.581.637	-48.152.469.682	143.697.109.97 6	39.560.633.604
200 0	33.255.688	9.527.909	2.610.235.522.3 63	704.520.669.031	24.141.394.659	42.410.006.642	221.532.085.98 6	2.405.421.684
200 1	34.716.738	10.136.717	2.903.035.222.2 14	602.303.327.621	202.425.719.010	-37.620.534.874	205.213.490.12 9	3.720.240.733
200 2	32.054.438	8.948.078	2.539.119.029.5 45	513.047.618.848	64.388.627.823	-138.068.775.342	190.684.414.62 2	12.126.949.674
200 3	29.180.449	7.445.812	2.843.495.391.7 43	619.686.472.481	448.936.278.237	61.472.012.632	149.803.544.20 1	6.763.451.730
200 4	34.811.586	9.102.487	2.661.712.804.5 43	687.020.070.995	486.880.347.771	100.699.370.880	179.366.332.70 7	10.156.050.955
200 5	38.980.455	10.250.991	3.182.011.586.3 72	835.979.800.342	475.333.270.094	122.073.414.657	186.149.651.82 7	37.566.183.804

Fuente: Cálculos Propios

ANEXO C:

PRUEBAS DE DICKEY-FULLER

Logaritmo del PIB No Petrolero



Null Hypothesis: LPIBNOP has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.651769	0.4382
Test critical values: 1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LPIBNOP)

Method: Least Squares

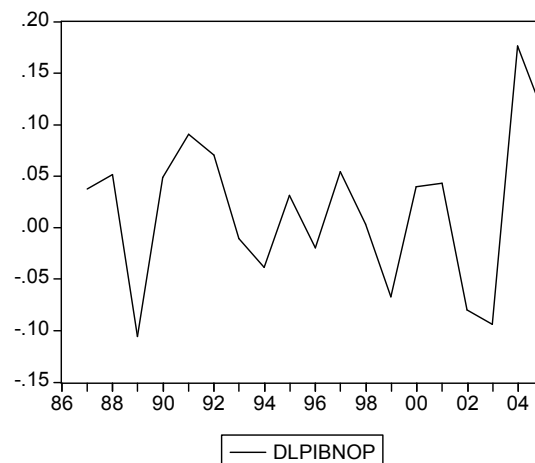
Date: 09/26/07 Time: 13:20

Sample(adjusted): 1987 2005

Included observations: 19 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBNOP(-1)	-0.349809	0.211778	-1.651769	0.1169
C	6.058520	3.656958	1.656710	0.1159
R-squared	0.138295	Mean dependent var		0.018130
Adjusted R-squared	0.087607	S.D. dependent var		0.073568
S.E. of regression	0.070272	Akaike info criterion		-2.373596
Sum squared resid	0.083948	Schwarz criterion		-2.274181
Log likelihood	24.54916	F-statistic		2.728340
Durbin-Watson stat	1.592727	Prob(F-statistic)		0.116931

Primera Diferencia del Logaritmo del PIB No Petrolero



Null Hypothesis: DLPIBNOP has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.316297	0.0006
Test critical values: 1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLPIBNOP)

Method: Least Squares

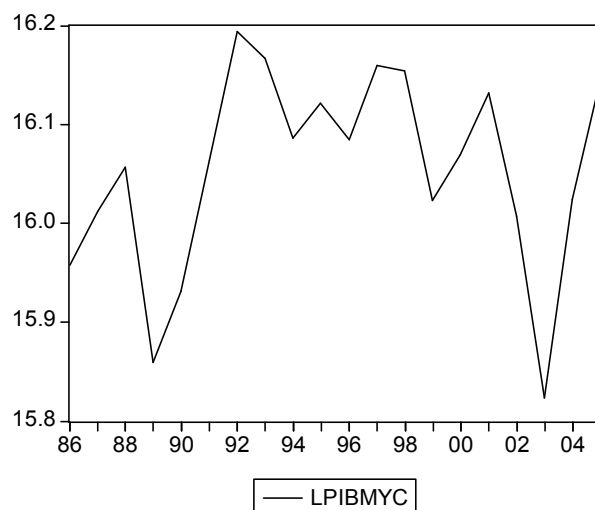
Date: 09/26/07 Time: 13:04

Sample(adjusted): 1989 2005

Included observations: 17 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLPIBNOP(-1)	-1.989584	0.374242	-5.316297	0.0001
D(DLPIBNOP(-1))	0.847197	0.262534	3.227000	0.0061
C	0.019358	0.015440	1.253794	0.2304
R-squared	0.698350	Mean dependent var		0.003613
Adjusted R-squared	0.655257	S.D. dependent var		0.106656
S.E. of regression	0.062623	Akaike info criterion		-2.544595
Sum squared resid	0.054902	Schwarz criterion		-2.397558
Log likelihood	24.62906	F-statistic		16.20572
Durbin-Watson stat	1.942037	Prob(F-statistic)		0.000227

Logaritmo del PIB del Sector Manufacturas y Construcción



Null Hypothesis: LPIBMYC has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.715445	0.0898
Test critical values: 1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LPIBMYC)

Method: Least Squares

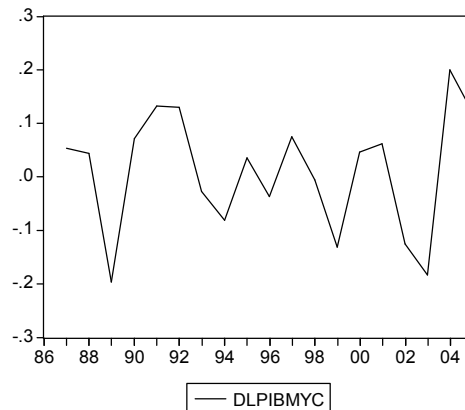
Date: 09/26/07 Time: 13:19

Sample(adjusted): 1987 2005

Included observations: 19 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBMYC(-1)	-0.601855	0.221641	-2.715445	0.0147
C	9.668760	3.557138	2.718129	0.0146
R-squared	0.302525	Mean dependent var		0.009733
Adjusted R-squared	0.261497	S.D. dependent var		0.111583
S.E. of regression	0.095890	Akaike info criterion		-1.751931
Sum squared resid	0.156313	Schwarz criterion		-1.652516
Log likelihood	18.64334	F-statistic		7.373640
Durbin-Watson stat	1.655766	Prob(F-statistic)		0.014693

Primera Diferencia del Logaritmo del PIB del Sector Manufacturas y Construcción



Null Hypothesis: DLPIBMYC has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.124822	0.0009
Test critical values: 1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLPIBMYC)

Method: Least Squares

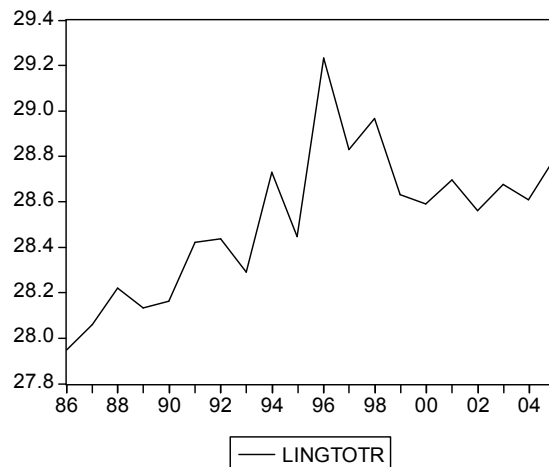
Date: 09/26/07 Time: 13:03

Sample(adjusted): 1989 2005

Included observations: 17 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLPIBMYC(-1)	-1.806334	0.352468	-5.124822	0.0002
D(DLPIBMYC(-1))	0.692812	0.244967	2.828186	0.0134
C	-0.000337	0.024354	-0.013827	0.9892
R-squared	0.681186	Mean dependent var		0.004360
Adjusted R-squared	0.635641	S.D. dependent var		0.165835
S.E. of regression	0.100101	Akaike info criterion		-1.606483
Sum squared resid	0.140284	Schwarz criterion		-1.459446
Log likelihood	16.65511	F-statistic		14.95639
Durbin-Watson stat	1.906741	Prob(F-statistic)		0.000335

Logaritmo del Ingreso Operacional del Índice Bursátil Caracas



Null Hypothesis: LINGTOTR has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.816854	0.3609
Test critical values: 1% level	-3.857386	
5% level	-3.040391	
10% level	-2.660551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LINGTOTR)

Method: Least Squares

Date: 09/26/07 Time: 13:18

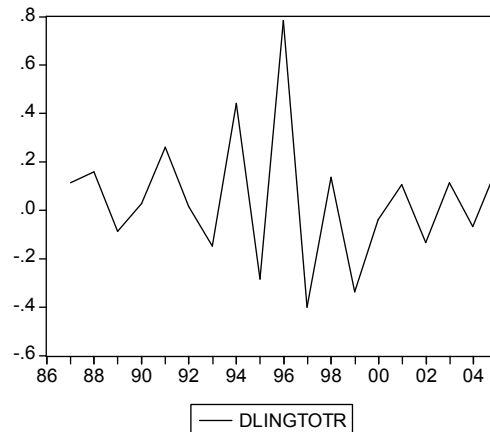
Sample(adjusted): 1988 2005

Included observations: 18 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LINGTOTR(-1)	-0.318127	0.175098	-1.816854	0.0893
D(LINGTOTR(-1))	-0.536924	0.189732	-2.829916	0.0127
C	9.139187	4.994912	1.829699	0.0872
R-squared	0.531683	Mean dependent var		0.040408
Adjusted R-squared	0.469240	S.D. dependent var		0.282458
S.E. of regression	0.205780	Akaike info criterion		-0.173011
Sum squared resid	0.635178	Schwarz criterion		-0.024616
Log likelihood	4.557098	F-statistic		8.514782
Durbin-Watson stat	1.830645	Prob(F-statistic)		0.003381

Primera Diferencia del Logaritmo del Ingreso Operacional del Índice

Bursátil Caracas



Null Hypothesis: DLINGTOTR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.728677	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.857386	
5% level	-3.040391	
10% level	-2.660551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLINGTOTR)

Method: Least Squares

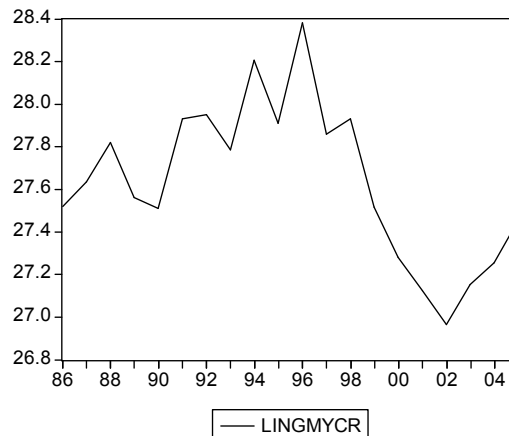
Date: 09/26/07 Time: 13:01

Sample(adjusted): 1988 2005

Included observations: 18 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLINGTOTR(-1)	-1.658117	0.189962	-8.728677	0.0000
C	0.064599	0.052341	1.234192	0.2350
R-squared	0.826445	Mean dependent var		0.003650
Adjusted R-squared	0.815598	S.D. dependent var		0.512503
S.E. of regresión	0.220079	Akaike info criterion		-0.085219
Sum squared resid	0.774958	Schwarz criterion		0.013711
Log likelihood	2.766970	F-statistic		76.18981
Durbin-Watson stat	1.830330	Prob(F-statistic)		0.000000

Logaritmo de los Ingresos Operacionales del Sector Manufacturas y Construcción.



Null Hypothesis: LINGMYCR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.630243	0.4486
Test critical values: 1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINGMYCR)

Method: Least Squares

Date: 09/26/07 Time: 13:17

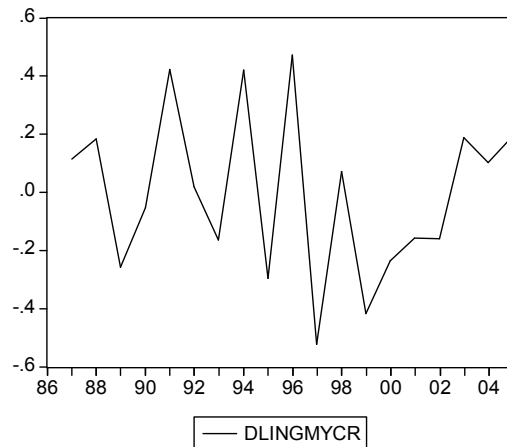
Sample(adjusted): 1987 2005

Included observations: 19 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LINGMYCR(-1)	-0.274510	0.168386	-1.630243	0.1214
C	7.585868	4.655828	1.629327	0.1216
R-squared	0.135199	Mean dependent var		-0.003584
Adjusted R-squared	0.084328	S.D. dependent var		0.283819
S.E. of regresión	0.271589	Akaike info criterion		0.330245
Sum squared resid	1.253927	Schwarz criterion		0.429660
Log likelihood	-1.137327	F-statistic		2.657693
Durbin-Watson stat	2.327583	Prob(F-statistic)		0.121437

Primera Diferencia del Logaritmo de los Ingresos Operacionales del Sector

Manufacturas y Construcción



Null Hypothesis: DLINGMYCR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.790280	0.0002
Test critical values: 1% level	-3.857386	
5% level	-3.040391	
10% level	-2.660551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLINGMYCR)

Method: Least Squares

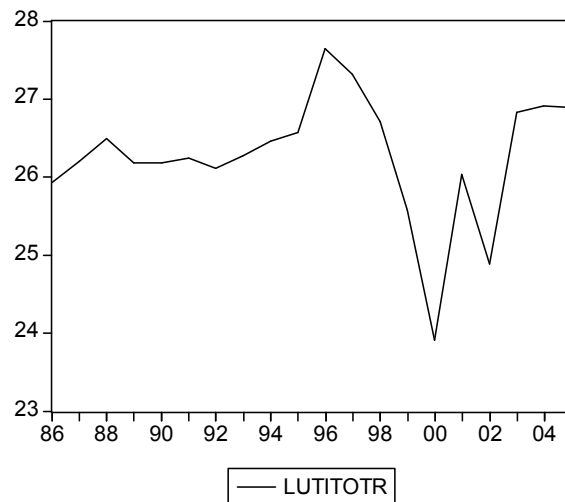
Date: 09/26/07 Time: 13:00

Sample(adjusted): 1988 2005

Included observations: 18 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLINGMYCR(-1)	-1.363512	0.235483	-5.790280	0.0000
C	-0.015517	0.065947	-0.235296	0.8170
R-squared	0.676946	Mean dependent var		0.004507
Adjusted R-squared	0.656755	S.D. dependent var		0.476903
S.E. of regression	0.279403	Akaike info criterion		0.392118
Sum squared resid	1.249059	Schwarz criterion		0.491049
Log likelihood	-1.529065	F-statistic		33.52734
Durbin-Watson stat	1.766682	Prob(F-statistic)		0.000028

Logaritmo de las Utilidades Netas del Índice Bursátil Caracas



Null Hypothesis: LUTITOTR has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.740168	0.0859
Test critical values: 1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LUTITOTR)

Method: Least Squares

Date: 09/26/07 Time: 13:22

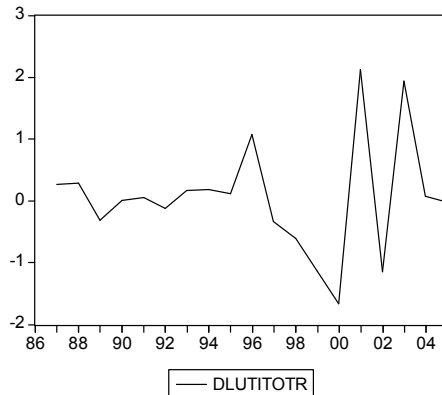
Sample(adjusted): 1987 2005

Included observations: 19 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LUTITOTR(-1)	-0.624234	0.227809	-2.740168	0.0140
C	16.42693	5.979379	2.747264	0.0137
R-squared	0.306364	Mean dependent var		0.050111
Adjusted R-squared	0.265562	S.D. dependent var		0.931228
S.E. of regression	0.798057	Akaike info criterion		2.486026
Sum squared resid	10.82720	Schwarz criterion		2.585441
Log likelihood	-21.61725	F-statistic		7.508519
Durbin-Watson stat	2.023806	Prob(F-statistic)		0.013953

Primera Diferencia del Logaritmo de las Utilidades Netas del Índice

Bursátil Caracas



Null Hypothesis: DLUTITOTR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.795783	0.0002
Test critical values: 1% level	-3.857386	
5% level	-3.040391	
10% level	-2.660551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLUTITOTR)

Method: Least Squares

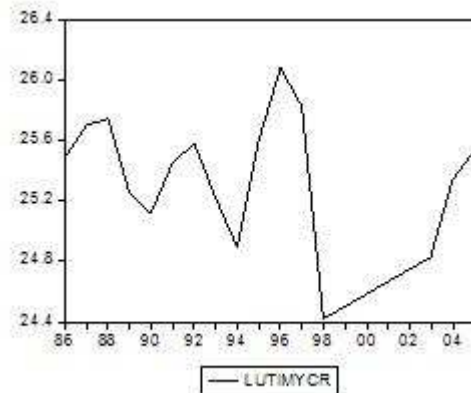
Date: 09/26/07 Time: 13:07

Sample(adjusted): 1988 2005

Included observations: 18 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLUTITOTR(-1)	-1.353326	0.233502	-5.795783	0.0000
C	0.057260	0.217771	0.262934	0.7960
R-squared	0.677361	Mean dependent var		-0.016130
Adjusted R-squared	0.657197	S.D. dependent var		1.575358
S.E. of regression	0.922363	Akaike info criterion		2.780683
Sum squared resid	13.61206	Schwarz criterion		2.879614
Log likelihood	-23.02615	F-statistic		33.59110
Durbin-Watson stat	1.882647	Prob(F-statistic)		0.000027

Logaritmo de las Utilidades Netas del Sector Manufacturas y Construcción.



Null Hypothesis: LUTIMYCR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.188636	0.0019
Test critical values: 1% level	-4.121990	
5% level	-3.144920	
10% level	-2.713751	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 12

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LUTIMYCR)

Method: Least Squares

Date: 09/26/07 Time: 13:21

Sample(adjusted): 1988 2005

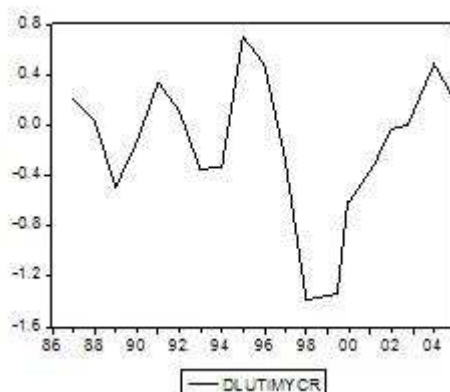
Included observations: 12

Excluded observations: 6 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LUTIMYCR(-1)	-1.576230	0.303785	-5.188636	0.0006
D(LUTIMYCR(-1))	1.073231	0.262775	4.084218	0.0027
C	40.00376	7.732995	5.173126	0.0006
R-squared	0.768369	Mean dependent var		-0.090704
Adjusted R-squared	0.716896	S.D. dependent var		0.549464
S.E. of regression	0.292356	Akaike info criterion		0.590630
Sum squared resid	0.769249	Schwarz criterion		0.711857
Log likelihood	-0.543782	F-statistic		14.92749
Durbin-Watson stat	1.510178	Prob(F-statistic)		0.001385

Primera Diferencia del Logaritmo de las Utilidades Netas del Sector

Manufacturas y Construcción



Null Hypothesis: DLUTIMYCR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.219999	0.0112
Test critical values: 1% level	-4.297073	
5% level	-3.212696	
10% level	-2.747676	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 10

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLUTIMYCR)

Method: Least Squares

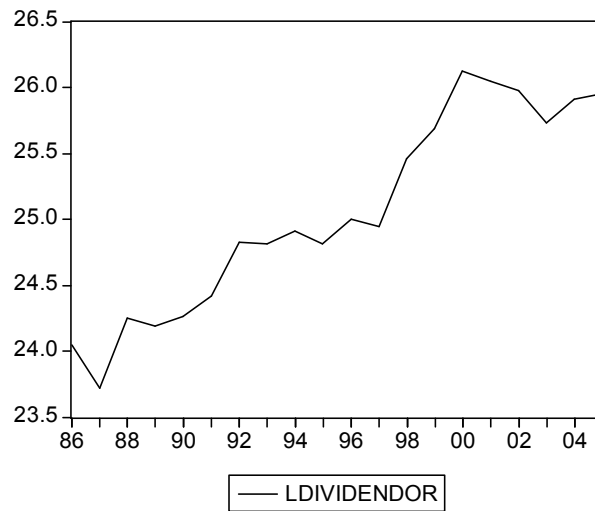
Date: 09/26/07 Time: 13:07

Sample(adjusted): 1989 1998

Included observations: 10 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLUTIMYCR(-1)	-1.812122	0.429413	-4.219999	0.0039
D(DLUTIMYCR(-1))	1.238561	0.318463	3.889180	0.0060
C	-0.063744	0.118810	-0.536521	0.6082
R-squared	0.737249	Mean dependent var		-0.144051
Adjusted R-squared	0.662177	S.D. dependent var		0.638101
S.E. of regression	0.370881	Akaike info criterion		1.097452
Sum squared resid	0.962867	Schwarz criterion		1.188228
Log likelihood	-2.487260	F-statistic		9.820583
Durbin-Watson stat	2.544137	Prob(F-statistic)		0.009298

Logaritmo de los Dividendos en Efectivo del Índice Bursátil Caracas



Null Hypothesis: LDIVIDENDOR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.826253	0.7884
Test critical values: 1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LDIVIDENDOR)

Method: Least Squares

Date: 09/26/07 Time: 13:15

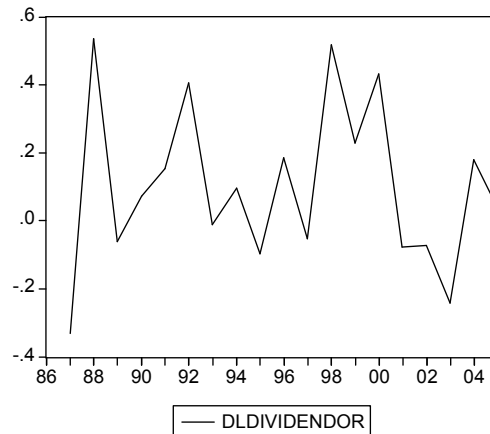
Sample(adjusted): 1987 2005

Included observations: 19 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDIVIDENDOR(-1)	-0.063886	0.077320	-0.826253	0.4201
C	1.697739	1.934374	0.877668	0.3924
R-squared	0.038608	Mean dependent var		0.100136
Adjusted R-squared	-0.017944	S.D. dependent var		0.243915
S.E. of regression	0.246093	Akaike info criterion		0.133089
Sum squared resid	1.029553	Schwarz criterion		0.232504
Log likelihood	0.735653	F-statistic		0.682694
Durbin-Watson stat	2.265566	Prob(F-statistic)		0.420106

Primera Diferencia del Logaritmo de los Dividendos en Efectivo del Índice

Bursátil Caracas



Null Hypothesis: DLDIVIDENDOR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.779967	0.0002
Test critical values: 1% level	-3.857386	
5% level	-3.040391	
10% level	-2.660551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLDIVIDENDOR)

Method: Least Squares

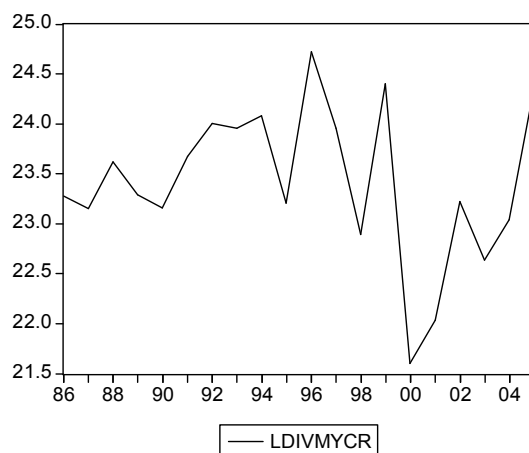
Date: 09/26/07 Time: 12:57

Sample(adjusted): 1988 2005

Included observations: 18 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLDIVIDENDOR(-1)	-1.255337	0.217188	-5.779967	0.0000
C	0.150555	0.057463	2.620025	0.0186
R-squared	0.676166	Mean dependent var		0.020456
Adjusted R-squared	0.655926	S.D. dependent var		0.382412
S.E. of regression	0.224315	Akaike info criterion		-0.047095
Sum squared resid	0.805073	Schwarz criterion		0.051835
Log likelihood	2.423855	F-statistic		33.40802
Durbin-Watson stat	1.439244	Prob(F-statistic)		0.000028

Logaritmo de los Dividendos en Efectivo del Sector Manufacturas y Construcción



Null Hypothesis: LDIVMYCR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.480676	0.0205
Test critical values: 1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LDIVMYCR)

Method: Least Squares

Date: 09/26/07 Time: 13:16

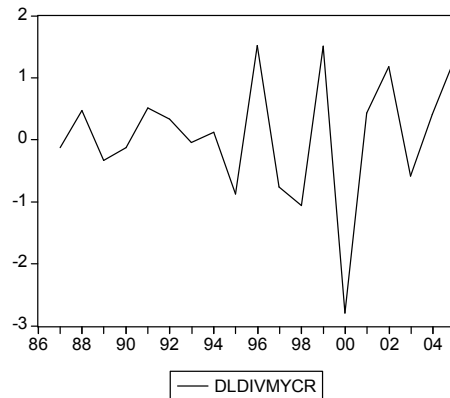
Sample(adjusted): 1987 2005

Included observations: 19 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDIVMYCR(-1)	-0.872697	0.250726	-3.480676	0.0029
C	20.44727	5.861297	3.488523	0.0028
R-squared	0.416111	Mean dependent var		0.056414
Adjusted R-squared	0.381764	S.D. dependent var		1.038383
S.E. of regression	0.816460	Akaike info criterion		2.531623
Sum squared resid	11.33231	Schwarz criterion		2.631037
Log likelihood	-22.05042	F-statistic		12.11510
Durbin-Watson stat	1.939792	Prob(F-statistic)		0.002861

Primera Diferencia del Logaritmo de los Dividendos en Efectivo del Sector

Manufacturas y Construcción



Null Hypothesis: DLDIVMYCR has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.300559	0.0006
Test critical values: 1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLDIVMYCR)

Method: Least Squares

Date: 09/26/07 Time: 12:58

Sample(adjusted): 1989 2005

Included observations: 17 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLDIVMYCR(-1)	-2.321575	0.437987	-5.300559	0.0001
D(DLDIVMYCR(-1))	0.543058	0.251075	2.162927	0.0483
C	0.017257	0.216850	0.079579	0.9377
R-squared	0.794839	Mean dependent var		0.049401
Adjusted R-squared	0.765531	S.D. dependent var		1.844322
S.E. of regression	0.893059	Akaike info criterion		2.770456
Sum squared resid	11.16575	Schwarz criterion		2.917494
Log likelihood	-20.54888	F-statistic		27.11958
Durbin-Watson stat	1.489985	Prob(F-statistic)		0.000015

ANEXO D:

PRUEBAS DE PRECEDENCIA EN EL SENTIDO GRANGER

Índice Bursátil Caracas

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/27/07 Time: 23:27

Sample: 1986 2005

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
DLPIBNOP does not Granger Cause DLINGTOTR	18	0.91732	0.35336
DLINGTOTR does not Granger Cause DLPIBNOP		0.33425	0.57175
DLUTITOTR does not Granger Cause DLINGTOTR	18	0.41541	0.52897
DLINGTOTR does not Granger Cause DLUTITOTR		0.09363	0.76382
DLDIVIDENDOR does not Granger Cause DLINGTOTR	18	275.474	0.11772
DLINGTOTR does not Granger Cause DLDIVIDENDOR		142.967	0.25038
DLUTITOTR does not Granger Cause DLPIBNOP	18	0.52181	0.48118
DLPIBNOP does not Granger Cause DLUTITOTR		0.00995	0.92186
DLDIVIDENDOR does not Granger Cause DLPIBNOP	18	169.351	0.21277
DLPIBNOP does not Granger Cause DLDIVIDENDOR		0.86699	0.36653
DLDIVIDENDOR does not Granger Cause DLUTITOTR	18	174.046	0.20686
DLUTITOTR does not Granger Cause DLDIVIDENDOR		0.65328	0.43157

Sector Manufacturas y Construcción Índice Bursátil Caracas

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/29/07 Time: 01:52

Sample: 1986 2005

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
DLINGMYCR does not Granger Cause DLPIBMYC	18	0.92631	0.40199
DLPIBMYC does not Granger Cause DLINGMYCR		0.74391	0.35108
DLUTIMYCR does not Granger Cause DLPIBMYC	18	0.17206	0.68415
DLPIBMYC does not Granger Cause DLUTIMYCR		0.05495	0.81783
DLDIVMYCR does not Granger Cause DLPIBMYC	18	0.20444	0.07823
DLPIBMYC does not Granger Cause DLDIVMYCR		3.57242	0.65763
DLUTIMYCR does not Granger Cause DLINGMYCR	18	1.44252	0.21695
DLINGMYCR does not Granger Cause DLUTIMYCR		1.66128	0.24835
DLDIVMYCR does not Granger Cause DLINGMYCR	18	0.07562	0.17348
DLINGMYCR does not Granger Cause DLDIVMYCR		2.04225	0.78707
DLDIVMYCR does not Granger Cause DLUTIMYCR	18	0.04200	0.77695
DLUTIMYCR does not Granger Cause DLDIVMYCR		0.08321	0.84037

ANEXO E:

SISTEMAS DE ECUACIONES SIMULTÁNEAS

Índice Bursátil Caracas

Vector Autoregression Estimates

Date: 09/29/07 Time: 01:52

Sample(adjusted): 1989 2005

Included observations: 17 after adjusting endpoints

Standard errors in () & t-statistics in []

	DLINGTOTR	DLPIBNOP	DLUTITOTR	DLDIVIDENDOR
DLINGTOTR(-1)	-0.494714 (0.39128) [-1.26436]	0.146867 (0.11753) [1.24957]	0.514197 (1.66873) [0.30814]	0.042456 (0.40298) [0.10536]
DLINGTOTR(-2)	-0.021927 (0.36823) [-0.05955]	0.026397 (0.11061) [0.23865]	-0.520113 (1.57045) [-0.33119]	0.442469 (0.37925) [1.16670]
DLPIBNOP(-1)	1.938221 (1.18417) [1.63678]	-0.090944 (0.35571) [-0.25567]	4.704118 (5.05028) [0.93146]	0.270589 (1.21959) [0.22187]
DLPIBNOP(-2)	0.864528 (1.56509) [0.55238]	-1.178698 (0.47013) [-2.50718]	5.182893 (6.67484) [0.77648]	-0.331166 (1.61191) [-0.20545]
DLUTITOTR(-1)	-0.163862 (0.13815) [-1.18610]	0.008432 (0.04150) [0.20320]	-1.230543 (0.58920) [-2.08852]	-0.063775 (0.14228) [-0.44822]
DLUTITOTR(-2)	-0.119285 (0.13058) [-0.91348]	0.018334 (0.03923) [0.46739]	-0.534267 (0.55691) [-0.95933]	-0.108994 (0.13449) [-0.81043]
DLDIVIDENDOR(-1)	-1.126560 (0.60223) [-1.87064]	0.026305 (0.18090) [0.14541]	-4.998091 (2.56842) [-1.94598]	-0.087586 (0.62025) [-0.14121]
DLDIVIDENDOR(-2)	-0.475130 (0.48329) [-0.98311]	0.159659 (0.14517) [1.09978]	-3.005477 (2.06117) [-1.45814]	-0.030899 (0.49775) [-0.06208]
C	0.231274 (0.12751) [1.81384]	-0.006573 (0.03830) [-0.17161]	0.981943 (0.54379) [1.80574]	0.100313 (0.13132) [0.76389]
R-squared	0.675687	0.589995	0.489258	0.335879
Adj. R-squared	0.351374	0.179990	-0.021485	-0.328242
Sum sq. resids	0.435049	0.039255	7.913026	0.461467
S.E. equation	0.233198	0.070049	0.994549	0.240174
F-statistic	2.083441	1.438996	0.957934	0.505750
Log likelihood	7.034879	27.48062	-17.62198	6.533790
Akaike AIC	0.231191	-2.174190	3.131997	0.290142
Schwarz SC	0.672304	-1.733077	3.573110	0.731255
Mean dependent	0.033442	0.015001	0.023323	0.099855
S.D. dependent	0.289552	0.077356	0.984034	0.208395
Determinant Residual Covariance		1.37E-06		
Log Likelihood (d.f. adjusted)		18.28634		
Akaike Information Criteria		2.083960		
Schwarz Criteria		3.848412		

Sector Manufacturas y Construcción

Vector Autoregression Estimates

Date: 09/29/07 Time: 01:52

Sample(adjusted): 1989 2005

Included observations: 17 after adjusting endpoints

Standard errors in () & t-statistics in []

	DLPBMYC	DLINGMYCR	DLUTIMYCR	DLDIVMYCR
DLPBMYC(-1)	-0.059381 (0.33201) [-0.17886]	0.175770 (0.98122) [0.17913]	-2.610036 (1.14070) [-2.28810]	1.055543 (2.79840) [0.37720]
DLPBMYC(-2)	-0.805719 (0.31090) [-2.59155]	-0.852428 (0.91885) [-0.92771]	-1.602953 (1.06819) [-1.50062]	-0.251248 (2.62052) [-0.09588]
DLINGMYCR(-1)	0.125409 (0.13776) [0.91033]	-0.261858 (0.40715) [-0.64315]	1.265655 (0.47332) [2.67399]	1.221342 (1.16117) [1.05182]
DLINGMYCR(-2)	0.054927 (0.14054) [0.39082]	0.171950 (0.41537) [0.41397]	0.811916 (0.48288) [1.68141]	0.797265 (1.18461) [0.67302]
DLUTIMYCR(-1)	-0.056100 (0.06275) [-0.89408]	0.099892 (0.18544) [0.53867]	0.139284 (0.21558) [0.64608]	0.442395 (0.52887) [0.83649]
DLUTIMYCR(-2)	-0.004677 (0.06109) [-0.07656]	0.000236 (0.18055) [0.00131]	-0.038424 (0.20990) [-0.18306]	0.428898 (0.51493) [0.83293]
DLDIVMYCR(-1)	0.034231 (0.05416) [0.63200]	-0.004653 (0.16007) [-0.02907]	-0.545465 (0.18609) [-2.93119]	-1.079735 (0.45652) [-2.36513]
DLDIVMYCR(-2)	0.030665 (0.04531) [0.67673]	0.042072 (0.13392) [0.31416]	-0.681802 (0.15568) [-4.37937]	-0.787936 (0.38193) [-2.06303]
C	0.002707 (0.02748) [0.09851]	-0.026895 (0.08121) [-0.33119]	-0.005510 (0.09441) [-0.05836]	0.073726 (0.23160) [0.31833]
R-squared	0.552474	0.381983	0.807896	0.634806
Adj. R-squared	0.104947	-0.236034	0.615791	0.269611
Sum sq. resids	0.098709	0.862184	1.165219	7.012701
S.E. equation	0.111079	0.328288	0.381644	0.936263
F-statistic	1.234505	0.618079	4.205504	1.738268
Log likelihood	19.64277	1.220791	-1.339369	-16.59529
Akaike AIC	-1.252090	0.915201	1.216396	3.011210
Schwarz SC	-0.810977	1.356314	1.657509	3.452323
Mean dependent	0.005075	-0.021613	-0.012675	0.042871
S.D. dependent	0.117411	0.295284	0.615709	1.095521
Determinant Residual Covariance		4.35E-05		
Log Likelihood (d.f. adjusted)		-11.12261		
Akaike Information Criteria		5.543837		
Schwarz Criteria		7.308289		

ANEXO F:

VECTORES AUTO REGRESIVOS

Gráfico 10. Vectores Auto Regresivos Índice Bursátil Caracas

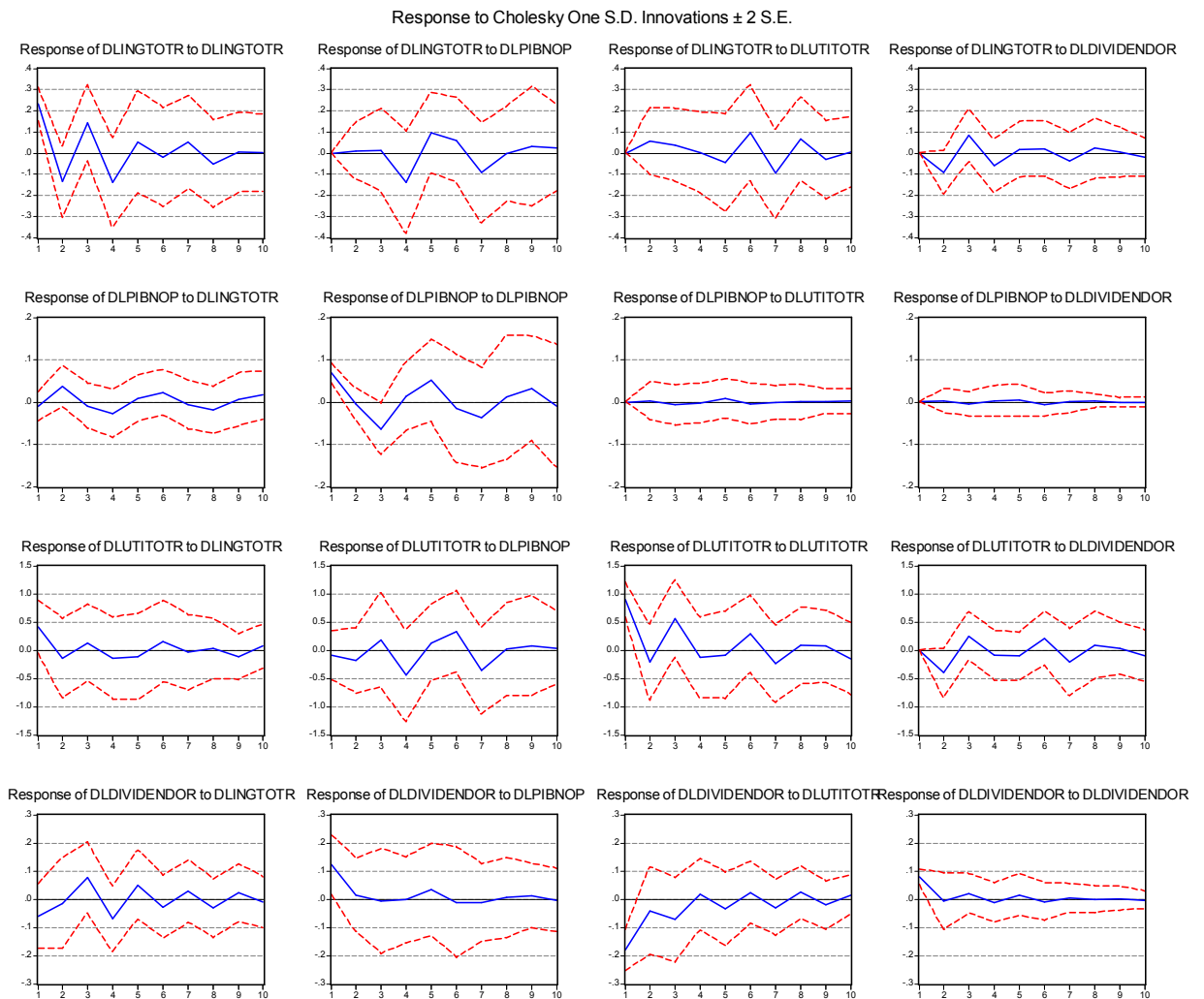


Gráfico 11. Vectores Auto Regresivos Sector Manufacturas y Construcción

Índice Bursátil Caracas

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

