



**EL ROL DE LOS ANALISTAS EN LA TRANSFERENCIA DE  
INFORMACIÓN: UN ENFOQUE EN CAMBIO DE DIVIDENDOS**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno:

Benjamín Murúa Bordoli

Profesor Guía:

Francisco Marcet Orellana

Director:

Erwin Hansen

17 de noviembre de 2023

Santiago, Chile

## Agradecimientos

Quiero expresar mi más sincero agradecimiento a todas las personas que han hecho posible la realización de esta tesis:

A mis padres, por su apoyo incondicional, por brindarme la oportunidad de estudiar y por ser mi fuente de inspiración.

A mis abuelos, por su ayuda constante, sabiduría y amor.

Al profesor Francisco Marcet, por darme la posibilidad de participar en este proyecto, por su guía, apoyo y confianza en mi trabajo.

Al profesor Claudio Bonilla por su constante motivación en el ámbito académico. Su apoyo y orientación fueron esenciales para mantenerme enfocado y comprometido

Esta investigación fue financiada por el proyecto Fondecyt Iniciación 11221187

# El Rol de los Analistas en la Transferencia de Información: Un Enfoque en Cambios de Dividendos

Benjamín Murúa Bordoli\*

Universidad de Chile

17 de noviembre de 2023

## Resumen

Las decisiones sobre dividendos son fundamentales en la comunicación entre empresas e inversores, ya que proporcionan indicios clave sobre las perspectivas financieras futuras de una empresa. Aunque se ha investigado ampliamente el efecto de los cambios en los dividendos en la empresa que los anuncia, hay menos claridad sobre cómo estos cambios influyen en empresas pares conectadas por analistas. Este estudio aborda cómo se transmite la información entre estas empresas después de un anuncio de cambio en los dividendos. Los hallazgos revelan una transferencia positiva de la información en caso de aumento de dividendos, cuya magnitud se intensifica con una mayor presencia de analistas en común y es especialmente pronunciada entre empresas de la misma industria en comparación con aquellas de sectores diferentes. Sin embargo, esta diferencia disminuye con un alto número de analistas compartidos. Los resultados sugieren que las redes de analistas desempeñan un papel esencial en la difusión de información, ofreciendo una perspectiva más amplia que la tradicional basada únicamente en relaciones industriales.

**Palabras Clave:** Cambio en Dividendos, Red de Analistas, Transferencia de información.

**Clasificación JEL:** G10, G12, G14, G35

---

\*Esta investigación fue financiada por el proyecto Fondecyt Iniciación 11221187

# 1. Introducción

En el sistema financiero, las decisiones sobre dividendos son fundamentales en la comunicación entre las empresas y sus inversores. Los dividendos brindan a los inversionistas información sobre la solidez y la salud financiera de una empresa. Las empresas se esfuerzan por mantener estables sus dividendos, lo cual ha sido respaldado por diversos estudios ([Lintner 1956](#); [Leary and Michaely 2011](#)). De acuerdo con la teoría de la suavización de dividendos, una reducción en el pago de estos debería enviar una señal negativa al mercado y a los inversores; por lo tanto, una empresa solo optará por esta medida bajo circunstancias excepcionales. Por otro lado, un incremento en los dividendos se interpreta como una señal positiva. Una empresa solo aumentará sus dividendos si está segura de poder mantenerlos a largo plazo sin enfrentar la necesidad de reducirlos en el futuro.

La información generada tras un cambio en la política de dividendos induce a los accionistas a ajustar sus expectativas sobre la empresa, lo que, a su vez, impacta en el rendimiento de las acciones. Generalmente, se observa que una disminución en los dividendos se asocia con retornos anormales negativos, mientras que un aumento suele relacionarse con retornos anormales positivos<sup>1</sup> ([Aharony and Swary 1980](#)). Además, el contenido informativo de un cambio en el dividendo no solo afecta a la empresa que lo anuncia; la señal de este cambio puede servir como indicador del desempeño futuro de otras empresas en la misma industria, influyendo así en el rendimiento de sus acciones el día del anuncio. Esto ocurre porque los analistas utilizan esta información para actualizar sus expectativas sobre el sector, resultando en una transferencia de información desde la empresa que anuncia el cambio hacia otras dentro del mismo sector ([Firth 1996](#)). Adicionalmente, la política de dividendos de una empresa no solo impacta en el rendimiento de las acciones pertenecientes a su misma industria. Cuando una empresa decide aumentar sus dividendos, esto provoca una cadena de reacciones en otras compañías del mismo sector industrial, llevándolas a elevar sus propios índices de pago. Esto sugiere que la influencia de las empresas dentro de la misma industria es uno de los factores más importantes en la formulación de la política de dividendos ([Grennan 2019](#)).

---

<sup>1</sup>Cabe destacar que, aunque los retornos anormales tienden a seguir la dirección del cambio, hay estudios que indican la presencia de casos aislados con retornos anormales en la dirección opuesta, como se reportó en la investigación de Grullon, Michaely y Swaminathan ([2002](#)).

*“Prácticamente todos los análisis de los consejos de administración y de la alta dirección relacionados con las decisiones sobre dividendos comienzan con una evaluación comparativa en profundidad de las empresas pares. Recomendamos la evaluación comparativa de métricas que incluyan ratios de pago de beneficios futuros y flujos de caja, rendimientos de dividendos y la combinación de pago de dividendos frente a recompra. Recomendamos además que las empresas miren más allá de sus competidores inmediatos y comparen los pagos con empresas de tamaño, crecimiento y flexibilidad financiera similares.” [Dividends: The 2011 Guide to Dividend Policy Trends and Best Practices (J.P. Morgan)]*

El fragmento del texto de J.P. Morgan resalta un efecto notable de las empresas pares en la determinación de la política de dividendos. Lo interesante de esta observación es que el impacto de las empresas pares va más allá de los competidores inmediatos, abarcando no solo a las empresas que comparten una industria o sector específico, sino también a otro tipo de relaciones empresariales que pueden influir en las decisiones de dividendos.

Por otro lado, la literatura académica ha documentado ampliamente el efecto de las empresas pares de la misma industria en la política de dividendos. Estos estudios han demostrado que las empresas, en muchas ocasiones, ajustan sus políticas de dividendos en función de las acciones de sus competidores directos en la industria ([Grennan 2019](#); [Adhikari and Agrawal 2018](#)). Sin embargo, una limitación destacada de esta literatura es su enfoque restrictivo, ya que se ha centrado exclusivamente en las relaciones entre empresas que comparten una industria o un sector específico, pasando por alto otras relaciones empresariales que, como señala J.P. Morgan, pueden ser igualmente importantes. Un tipo de conexión entre empresas que puede englobar relaciones más allá de las relaciones industriales es la conexión a través de analistas en común. Los analistas pueden cubrir acciones de diferentes sectores, pero con una exposición económica común. Los grupos de empresas pares pueden identificarse a través de las empresas seguidas por un mismo analista, ya que esta elección de cobertura refleja vínculos económicos entre las empresas ([Kaustia and Rantala 2021](#); [Kaustia and Rantala 2015](#)).

Cuando los analistas realizan investigaciones y emiten informes sobre una de las empresas que siguen, están comunicando información que no solo resulta relevante para los inversio-

nistas, sino que también tiene un impacto en toda su cobertura de empresas. Estos informes contienen datos cruciales relacionados con las condiciones del mercado y las empresas bajo su análisis, lo que los convierte en fuentes fundamentales de información para los administradores e inversionistas. Cuando un analista financiero sigue dos o más empresas, se observa un mayor grado de comovimiento en el rendimiento de las acciones de estas empresas (Marcet 2017; Muslu, Rebello, and Xu 2014; Israelsen 2016). Además, se identifica un efecto de influencia mutua en las políticas financieras de las empresas que están siendo seguidas por los mismos analistas; esta asociación se refleja tanto en las métricas de apalancamiento en términos de niveles y cambios, como en las decisiones relacionadas con la emisión de deuda y acciones (Gomes, Gopalan, Leary, and Marcet 2023).

Dada la influencia que ejercen los analistas en la transmisión de información entre empresas, surge una pregunta fundamental: ¿Cómo afectan los anuncios de cambios en los dividendos a las empresas conectadas por analistas en común? El propósito principal de este estudio es mostrar cómo el anuncio de un cambio inesperado en la política de dividendos de una empresa no sólo afecta a la propia empresa que realiza el anuncio, sino que también, tiene repercusiones en otras empresas pares con las que comparten analistas en común. En otras palabras, buscamos mostrar cómo la información revelada cuando una empresa anuncia un cambio en sus dividendos se extiende más allá de la empresa emisora y se comunica al mercado, impactando tanto a la empresa emisora como a otras empresas pares. Los analistas utilizarán la información revelada para actualizar sus expectativas tanto en relación con la empresa que realiza el anuncio como a otras empresas que siguen.

Un cambio en los dividendos no solo refleja la situación financiera y las expectativas de una empresa individual, sino que también puede ser indicativo de tendencias más amplias que afectan a empresas pares conectadas por analistas. Cuando una empresa anuncia un cambio en sus dividendos, los analistas, que actúan como intermediarios entre las empresas y los inversores, interpretan esta información y la extrapolan a otras empresas bajo su cobertura. Esta extrapolación se basa en la expectativa de que, si una empresa aumenta sus dividendos y experimenta una respuesta positiva en el precio de sus acciones, los analistas pueden anticipar un desempeño financiero positivo por parte de otras empresas que siguen. Por otro lado, si la empresa anuncia una disminución en sus dividendos y esto se traduce en una respuesta negativa en el precio de sus acciones, los analistas pueden esperar un desempeño financiero

negativo en las demás empresas que cubren. En situaciones en las que el cambio en los dividendos genera una respuesta en el precio de las acciones que difiere de las expectativas, los analistas ajustarán sus previsiones de acuerdo con esta respuesta. Si el cambio de dividendos no provoca una respuesta en el retorno de la acción, esto podría interpretarse como que la empresa no está comunicando información importante a los inversores, por ende, los analistas no ajustarán sus expectativas.

Otra perspectiva de extrapolación puede surgir bajo la teoría de Grennan (2019), en la cual, si una empresa decide aumentar sus dividendos, es probable que otras empresas de la misma industria también lo hagan. Sin embargo, los analistas pueden llevar esta lógica un paso más allá y aplicarla a otras empresas que siguen, independientemente de su sector. De esta manera, los analistas esperarán que las demás empresas bajo su cobertura aumenten sus dividendos, generando buenas expectativas para las empresas pares. Si este es el caso, es posible que el efecto de las disminuciones de dividendos sea menos pronunciado o incluso inexistente, debido a que las disminuciones no presentan un efecto en las empresas pares. Este proceso de interpretación y extrapolación genera una transferencia positiva de información en el mercado, donde las buenas (o malas) noticias de una empresa que divulga información pueden desencadenar, en promedio, una reacción positiva (o negativa) en el valor bursátil de sus empresas pares.

Para investigar la posible transferencia de información, comenzamos seleccionando los eventos en los que las empresas anunciaban cambios inesperados en sus dividendos y los clasificamos en aumentos y disminuciones. Luego, para cada evento, identificamos los analistas que seguían a la empresa anunciante y a las otras empresas bajo su cobertura. Este proceso nos permitió identificar claramente a las empresas pares, es decir, aquellas empresas que son monitoreadas por el mismo analista. Así, para cada evento ( $e$ ), distinguimos la empresa anunciante ( $a$ ) y sus empresas pares ( $p_i$ ) vinculadas a través de analistas compartidos.

Después de analizar la cobertura común de analistas, empleamos la metodología de estudio de eventos para medir el impacto del anuncio de cambios en el dividendo, tanto en la empresa  $a$  como en las empresas  $p_i$ . Este impacto debería manifestarse en el precio de las acciones. Para evaluar el impacto del evento, primero definimos la ventana de evento, que es el período

durante el cual esperamos observar cambios significativos en los precios de las acciones<sup>2</sup>. Luego, calculamos el Retorno Anormal (AR) durante esta ventana de evento. El AR se obtiene restando el retorno real de la acción al retorno esperado durante el período de elección. Además, para obtener una perspectiva que englobe todos los AR durante los días de la ventana de evento, calculamos el Retorno Anormal Acumulado (CAR) sumando los valores de AR en diferentes puntos temporales dentro de esta ventana. Para calcular el AR, utilizamos un modelo de mercado que nos ayuda a estimar cómo habría sido el rendimiento de la acción en ausencia del evento en cuestión. Este enfoque nos permite aislar y medir de manera precisa el impacto específico del anuncio de cambio en el dividendo en comparación con el comportamiento esperado de las acciones en condiciones normales de la empresa.

Para evaluar la transferencia de información desde la empresa anunciante hacia sus empresas pares, seguimos una metodología basada en dos estudios fundamentales. El primer estudio, realizado por Firth (1996), se centró en la transferencia de información intraindustrial tras un cambio de dividendo y utilizó una regresión que comparaba los retornos anormales de las empresas pares con los de la empresa anunciante. En este análisis, se incorporaron variables de control que podían influir en el proceso, como la política de dividendos de empresas dentro de la misma industria, la correlación histórica de los retornos, el logaritmo natural de uno más la cantidad de analistas cubriendo el sector y el tamaño de la empresa anunciante. Estas variables se interactuaron con el retorno anormal de la empresa anunciante; sin embargo, no se consideraron de forma aislada. El segundo estudio relevante es el de Brochet et al. (2018), que se enfocó en analizar la transferencia de información entre empresas de la misma industria durante conferencias empresariales. En su investigación, realizaron un análisis de regresión utilizando una estructura SUR (Seemingly Unrelated Regressions) para evaluar cómo los retornos intradía de la empresa anunciante impactan en los retornos de las empresas de la misma industria. También consideraron variables de control relacionadas con aspectos contables y la correlación histórica entre los retornos.

En nuestra metodología, hemos fusionado y adaptado estos enfoques al llevar a cabo una regresión con el propósito de cuantificar el impacto del CAR (o AR) de la empresa anunciante en relación con el CAR (o AR) de la empresa par. Además, hemos incorporado diversas

---

<sup>2</sup>Utilizamos diversas especificaciones para definir la ventana de evento, que incluyen  $D = 0$  hasta  $D + 1$ , donde  $D$  representa el día del anuncio de un cambio inesperado en el dividendo. También empleamos  $D - 10$  hasta  $D + 10$ , así como  $D = 0$  hasta  $D + 8$ .

variables que podrían influir en el proceso de transferencia de información entre ambas empresas. Estas variables incluyen la política de dividendos de la empresa par, aspectos contables relevantes, la correlación histórica de los retornos entre ambas empresas, un indicador que determina si ambas pertenecen a la misma industria y la red de analistas en común<sup>3</sup>. Es importante destacar que el CAR de la empresa anunciante es el factor principal en la transferencia de información. Por esta razón, hemos optado por interactuar esta variable con la red de analistas en común y con el indicador que determina si ambas empresas pertenecen a la misma industria, esto se justifica debido a que el efecto de ambas depende en gran medida de la magnitud del CAR de la empresa anunciante. Aunque Firth (1996) también consideró interacciones en su análisis, no incorporó las variables de forma aislada en su estudio, esta diferencia es crucial, ya que nos permite calcular el efecto marginal de cada una de estas variables. De esta manera podemos calcular cómo la red de analistas en común influye en la transferencia de información y evaluar si las empresas pares que comparten la misma industria presentan una mayor transferencia de información en comparación con aquellas que no pertenecen al mismo sector. Además, el efecto marginal del CAR de la empresa anunciante nos proporciona una medida cuantitativa de la magnitud de la transferencia de información entre las empresas, lo que nos permite comprender mejor su impacto en el CAR de la empresa par.

Los resultados obtenidos en nuestro estudio revelan que, en promedio, se registra un retorno anormal positivo ante aumentos de dividendo y un retorno anormal negativo ante disminuciones de dividendo. Esta dinámica sugiere que un incremento en los dividendos es percibido por el mercado como una señal positiva, lo que podría interpretarse como un indicativo de que la empresa cuenta con suficientes ganancias para otorgar una mayor retribución a sus accionistas. Esta situación se traduce en una manifestación de confianza en la solidez financiera de la empresa y en sus perspectivas de crecimiento a futuro. Por otro lado, una reducción en los dividendos suele ser interpretada como una señal de alarma, sugiriendo que la empresa podría estar atravesando por retos financieros o anticipando un horizonte más incierto, lo que la lleva a ajustar sus niveles de distribución de dividendos. Sin embargo, es crucial señalar que, aunque en la mayoría de los casos los retornos se alinean con la direc-

---

<sup>3</sup>La red de analistas en común es una medida desarrollada por Israelsen (2016), que cuantifica la cantidad de analistas compartidos entre dos compañías, ajustados en función de la cantidad total de analistas que siguen a cada empresa.

ción del cambio en los dividendos, existen ocasiones en las que no es así. Por ejemplo, si se observa un retorno negativo ante un aumento de dividendos, esto podría indicar que el mercado interpreta que la empresa carece de oportunidades de inversión rentables, lo que la lleva a no reinvertir sus recursos y, en cambio, a distribuirlos. En contraposición, un retorno positivo ante una disminución de dividendos podría ser interpretado como una señal de que la empresa está canalizando sus recursos hacia proyectos de inversión con alto potencial de rentabilidad, en lugar de distribuirlos en forma de dividendos.

Nuestros hallazgos en relación con la transferencia de información muestran que, al utilizar el modelo CAR durante los aumentos de dividendos, hay una clara transferencia de información positiva. Específicamente, el CAR de la empresa anunciante tiene un efecto positivo en el CAR de la empresa par. Este efecto se intensifica con un mayor número de analistas compartidos entre las empresas. Además, las empresas que pertenecen a la misma industria presentan una transferencia de información mayor en comparación con aquellas de diferentes industrias, sin embargo, esta distinción se atenúa cuando hay un alto número de analistas en común. Es crucial señalar que el efecto marginal de la red de analistas resulta significativo únicamente en situaciones donde el CAR de la empresa anunciante no es cercano a cero. Esto se debe a que, cuando el CAR se aproxima a cero, el cambio en los dividendos no transmite nueva información relevante al mercado. En el caso de las disminuciones de dividendos, con el modelo CAR, no se encontraron efectos significativos. Al emplear el modelo AR para los aumentos de dividendos, los resultados son consistentes con los del modelo CAR. Por otro lado, en las disminuciones de dividendos con el modelo AR, se identificó una transferencia de información significativa, similar a la observada en los aumentos.

Este estudio amplía la literatura existente al explorar no solo el efecto de los anuncios de cambios en los dividendos en la empresa anunciante, sino también al estudiar la transferencia de información hacia las empresas pares conectadas por analistas en común. A diferencia de la mayoría de las investigaciones centradas en la transferencia de información intraindustrial, este trabajo destaca la influencia de las redes de analistas en la propagación de señales financieras entre empresas de distintos sectores. Los hallazgos son especialmente valiosos para los profesionales, ya que revelan cómo los cambios en los dividendos de una empresa pueden afectar el rendimiento de empresas pares, proporcionando así datos cruciales para la toma de decisiones estratégicas tanto para administradores como para inversionistas. En el

ámbito académico, este estudio contribuye con una nueva perspectiva al demostrar que la transferencia de información no se limita a empresas de la misma industria, sino que también se extiende a través de conexiones establecidas por analistas financieros, ofreciendo así una comprensión más amplia del impacto de los anuncios de dividendos en el mercado.

El resto de esta investigación está organizada de la siguiente manera: La Sección 2 revisa la bibliografía y desarrolla la hipótesis. La Sección 3 presenta la muestra, los datos y la metodología ocupada. La Sección 4 informa los resultados empíricos. La Sección 5 concluye.

## 2. Revisión de Bibliografía y Desarrollo de Hipótesis

### 2.1. Análisis Bibliográfico

Esta investigación relaciona la transferencia de información que se produce tras un cambio inesperado en la política de dividendos y su propagación a través de los analistas, por lo tanto, está relacionada a dos ramas de la literatura; la primera, es en relación al contenido de información que conlleva un cambio en la política de dividendos de una empresa y la segunda es acerca del rol que tienen los analistas en el mercado financiero y cómo influyen en la transferencia de información entre las empresas que cubren.

El comportamiento de los pagos hacia los accionistas ha sido un área de gran interés en la literatura financiera, uno de los fenómenos más estudiados en esta línea es la teoría del suavizado de dividendos que parte con Litner (1956), quien entrevistó a directivos de 28 empresas y descubrió que, los directivos sólo reducen los dividendos cuando no tienen otra opción, y sólo los aumentan cuando creen que los ingresos futuros podrían mantener el nuevo nivel de dividendos, por ende las empresas tienden a mantener sus dividendos relativamente constantes a lo largo del tiempo. Hay una gran variedad de estudios que intentan explicar este fenómeno<sup>4</sup>, algunos se centran en la idea de que la suavización de dividendos se da por

---

<sup>4</sup>Algunos estudios muestran que la suavización puede estar relacionada con los costes financieros externos o la planificación fiscal, Miller y Scholes (1978) sugieren que los inversores reducen la tributación de los dividendos utilizando algunas disposiciones del impuesto sobre la renta de las personas físicas, por ende, empresas cuyas acciones son mayoritariamente poseídas por inversores individuales serían más propensas a suavizar sus dividendos y este fenómeno será más pronunciado en períodos en los que las tasas de impuestos personales sobre los dividendos son más altas. Por otro lado Allen, Bernardo y Welch (2000) explican que la suavización surge como medio de controlar los costes de agencia del flujo de caja libre. Los inversores institucionales son valorados por su capacidad de supervisión, lo que lleva a los directivos a utilizar los dividendos como un incentivo para atraerlos debido a ventajas fiscales. Una vez atraídos, los inversores institucionales pueden aplicar fuertes sanciones en caso de recortes de dividendos, lo que induce a los gestores a suavizar su política de dividendos.

la información asimétrica y ofrecen modelos en los que el dividendo sirve como señal de la información privada de los administradores sobre los flujos de caja actuales o futuros (Kumar 1988; Kumar and Lee 2001; Guttman, Kadan, and Kandel 2010).

El suavizado de dividendos puede actuar como un mecanismo de señalización, específicamente, al mantener dividendos constantes o al ajustarlos gradualmente, las empresas pueden enviar una señal positiva al mercado sobre la estabilidad y sostenibilidad de sus ganancias futuras. Las empresas que suavizan sus políticas de dividendos de manera más pronunciada tienden a ser aquellas que enfrentan altos niveles de asimetría informativa, como empresas más jóvenes y menos transparentes, con menos activos tangibles y mayores oportunidades de crecimiento. Esto se debe a que estas empresas utilizan el suavizamiento de dividendos como una estrategia de señalización para mitigar las señales negativas que podrían enviar a los inversores. Con el tiempo, a medida que mejora la disponibilidad de información debido a avances tecnológicos, es probable que el suavizamiento de dividendos disminuya. Además, factores como el tamaño de la empresa, la volatilidad de las ganancias, la cobertura de analistas y los conflictos de agencia también influyen en el grado de suavizamiento. Las empresas con flujos de caja sólidos pueden suavizar más sus dividendos para gestionar los conflictos de agencia (Leary and Michaely 2011).

En el análisis bibliográfico realizado por Allen y Michaely (2002), se destacan tres metodologías clave para evaluar la hipótesis de señalización a través de dividendos, basándose en su poder predictivo. La primera (i) investiga si las fluctuaciones en los dividendos anticipan cambios subsiguientes en las ganancias de la empresa. La segunda (ii) examina si los cambios en los dividendos puede predecir los siguientes retornos accionarios. Finalmente, la tercera (iii) evalúa si las alteraciones en los dividendos deberían coincidir con ajustes en las proyecciones del mercado sobre futuras ganancias, alineándose con la dirección del cambio en los dividendos (aunque estas condiciones son esenciales, no garantizan la validación de la señalización de información mediante dividendos).

Hasta la fecha de hoy, la primera metodología ha sido ocupada en diversos estudios<sup>5</sup> partiendo desde la Hipótesis del Contenido Informativo de los Dividendos de Miller y Modigliani

---

<sup>5</sup>Por ejemplo, Brickley (1983), Carroll (1995) y Aharony y Dotan (1994) muestran una mayor (menor) realización de beneficios durante el primer año tras un aumento (recorte) de dividendos; pero Watts (1973), Gonedes (1978), Penman (1983), Benartzi et al. (1997) y Grullon et al. (2005) concluyen que los cambios en los dividendos no contienen información adicional sobre futuros niveles o cambios inesperados en los beneficios.

(1961), quienes explican que los cambios en los dividendos transmiten nueva información sobre la rentabilidad futura de la empresa, debido a que las expectativas de beneficios futuros de la dirección influirán en sus decisiones sobre el reparto de dividendos actuales. Uno de los primero en probar esta proposición fue Watts (1973), quien llevó a cabo un análisis para determinar si era posible explicar las ganancias del año  $t + 1$  a través de los niveles actuales (año  $t$ ) y previos (año  $t - 1$ ) de dividendos y beneficios, su conclusión sugiere que, en caso de existir información en los dividendos, su magnitud es pequeña y poco significativa. Gonedes (1978) y Penman (1983) llegaron a conclusiones similares en sus investigaciones. sin embargo el número de firmas utilizado en estos estudios es limitado. Benartzi, Michaely y Thaler (1997) también investigaron la relación entre los cambios en los dividendos y los cambios futuros en los beneficios. Al comparar los cambios en las ganancias con el promedio de la industria, y ajustando por el momentum y la tendencia a la reversión media de las ganancias, los investigadores identificaron una relación significativa entre los ajustes de dividendos y los movimientos en las ganancias, tanto retrospectiva como contemporáneamente. En particular, observaron que los incrementos en los dividendos suelen coincidir con aumentos en las ganancias actuales. No obstante, no hallaron pruebas de que un alza en los dividendos sea un indicador confiable de un crecimiento futuro en las ganancias.

Por el contrario, Nissim y Ziv (2001), muestran que los cambios en los dividendos están positivamente relacionados con los cambios en los beneficios en cada uno de los dos años siguientes al cambio de dividendos. También muestran que los cambios en los dividendos están positivamente relacionados con el nivel de rentabilidad futura. Grullon, Michaely, Benartzi y Thaler (2005) utilizaron el modelo de ajuste parcial modificado propuesto por Fama y French (2000). Este modelo se diseñó para tener en cuenta la componente predecible de futuros cambios en las ganancias, basándose en niveles y cambios anteriores de las mismas. Fama y French desarrollaron su modelo para reflejar la naturaleza de las ganancias a lo largo del tiempo, destacando que los cambios en las ganancias tienden a regresar a la media, especialmente en valores extremos. Este modelo, según ellos, interpreta la trayectoria de las ganancias de manera más precisa que otros modelos que asumen una tasa constante de reversión a la media. Sin embargo, a pesar de usar este enfoque, no encontraron evidencia de que los cambios en los dividendos contengan información de los futuros beneficios de la empresa. Estudios más recientes, como el de Ham, Kaplan y Leary (2020) muestran que los

cambios en los dividendos contienen información sobre cambios persistentes en los ingresos futuros, ocupando enfoque de ventana de eventos para delinear el momento en que se anuncian los beneficios en relación con el anuncio de dividendo, también ocupan medidas de beneficios alternativas para controlar la inversión endógena y las amortizaciones y controlan la relación no lineal entre los cambios de dividendos y las reacciones de mercado.

Aunque la información de los futuros beneficios tras un cambio en los dividendos no es concluyente, es posible que los inversionistas lleguen a la conclusión, ya sea de manera lógica o no, de que los administradores emplean de manera constante las variaciones en los dividendos como una señal de beneficios futuros. Esto puede inducir reacciones en el precio de la acción positivas (negativas) ante incrementos (reducciones) en los dividendos. Aharony y Swary (1980) utilizan los rendimientos diarios de las acciones que cambian de dividendo y descubren que el mercado responde significativamente a los anuncios de cambios en los dividendos. Además, informan de que la reacción del mercado a estos cambios fue inmediata y completa, y que toda la información se incorporó a los precios de las acciones el mismo día en que apareció en los medios de comunicación. Grullon, Michaely and Swaminathan (2002) llegan a la misma conclusión<sup>6</sup>. El estudio, además, encuentra que las empresas que aumentan sus dividendos experimentan una disminución en el crecimiento de las ganancias futuras, lo que sugiere que los aumentos de dividendos pueden ser un indicador de que la empresa ha alcanzado una etapa de madurez.

La segunda rama de estudios en la cual nos enfocamos son los analistas, quienes desempeñan un papel crucial en el mercado de capitales, ya que ellos producen y proporcionan información de las empresas a los inversionistas. La reacción del mercado ante los informes de los analistas es, en promedio, superior a la de los demás días, esto quiere decir que la información producida y difundida por ellos es utilizada por los inversionistas para tomar decisiones (Frankel, Kothari, and Weber 2006). Adicionalmente, los analistas no sólo facilitan la distribución de información, sino que también mejoran la producción de información por parte de las empresas. Una mayor cobertura de analistas conlleva a una menor gestión

---

<sup>6</sup>Hay un gran número de estudios documentan una relación positiva entre los anuncios de cambio en la política de dividendos y el precio de la acción por ejemplo, Eades et al., (1985); Benartzi et al., (1997); Li y Lie, (2006), estos autores ocupan CRSP data, por otro lado, Aharony y Swary (1980), Asquith y Mullins (1983), Brickley (1983), Dielman y Oppenheimer (1984), y Pettit (1972), ocupan otras fuentes de datos pero llegan a las mismas conclusiones. Es importante notar que aunque la respuesta promedio es un retorno anormal acorde al cambio del dividendo, hay eventos que el cambio es contrario, tal como se muestra en mucho de los estudios.

de beneficios por parte de la empresa, lo que reduce la información asimétrica y mejora el entorno de información (Yu 2008; Crawford, Roulstone, and So 2012).

La cobertura de analistas también nos permite identificar vínculos entre empresas. Según Kaustia y Rantala (2015, 2021), los analistas, al elegir cubrir ciertas empresas, reflejan conexiones económicas subyacentes entre ellas. Esta interconexión se manifiesta en un mayor grado de correlación en el rendimiento de las acciones de estas empresas cubiertas por un mismo analista. (Marcet 2017; Muslu, Rebello, and Xu 2014; Israelsen 2016). Existen dos posibles explicaciones de la mayor correlación existente entre estas empresas. Por un lado, Israelsen (2016) muestra que los errores de las previsiones de utilidades hechas por un mismo analista para distintas empresas está correlacionado, ya que los analistas pueden utilizar el mismo modelo, metodología o datos al realizar sus previsiones, lo que provocará que cualquier error se propague a todas las previsiones. Cuando los errores en las señales de las futuras ganancias están positivamente correlacionados entre las acciones, las correlaciones condicionales esperadas de los retornos son superiores a lo que pueden explicar los fundamentales. Bajo la actualización Bayesiana racional, los inversores no pueden diferenciar completamente el componente de error de las señales y no pueden identificar la correlación en el error de pronóstico. Esto implica que el número de analistas en común entre las empresas está positivamente asociado al comovimiento que presentan los retornos.

Por otro lado, la mayor correlación entre empresas conectadas por analistas en común, se puede explicar mediante la Hipótesis del Desbordamiento Específico de la Cobertura (Muslu, Rebello, and Xu 2014), la idea central es que cuando los analistas realizan investigaciones y emiten informes sobre una de las empresas que siguen, están comunicando información que es relevante para toda su cobertura de empresas. La información producida por los analistas puede ser de gran utilidad para los administradores de las empresas, debido a que contienen información importante acerca de las condiciones del mercado y de las políticas financieras preferidas de las empresas. La correlación entre las empresas que comparten analistas comunes puede ser mayor debido a que la información que un analista descubre y reporta sobre una empresa puede influir en la percepción del mercado sobre otras empresas que él o ella también cubre. Esto significa que si un analista ajusta su visión sobre una empresa debido a nuevos datos, es probable que esta revisión afecte también a las otras empresas en su cartera. Por lo tanto, las empresas vinculadas por analistas comunes tienden a mostrar movimientos de

precios más similares, ya que el mercado responde no solo a la información específica de una empresa, sino también a las implicaciones más amplias que esa información tiene para las empresas relacionadas.

Los ejecutivos pueden tomar en cuenta los informes de los analistas por dos razones distintas: una es porque consideran que estos informes contienen información importante que afecta al valor de la empresa; la otra razón es como parte de su estrategia para complacer a los analistas y atender a sus preferencias (Degeorge, Ding, Jeanjean, and Stolowy 2013). Debido a que los administradores ocupan la información producida por los analistas, esto puede provocar un efecto par en la política financiera de las empresas conectadas por analistas en común. Gomes, Gopalan, Leary y Marcet (2023), documentan una asociación positiva entre la política financiera de una empresa y sus empresas pares conectadas por analistas en común, esta asociación se mantiene tanto para el apalancamiento en niveles y cambios como para las decisiones de emisión de deuda y acciones.

La cobertura común de analistas también se ha vinculado a la transferencia de información, por ejemplo, Brochet, Kolev y Lerman (2018) muestran que el mecanismo principal de transferencia de información intra-industria que se produce tras las llamadas de conferencia y los anuncios de ganancias es la cobertura común de analistas, los autores explican que los analistas tienden a especializarse en ciertas industrias y que es probable que la elección de la cobertura refleje similitudes tanto en las características del mercado de sus productos como en los atributos empresariales. Hilary y Shen (2013) muestran que las publicaciones de previsiones de gestión emitidas por las empresas hacen ganar experiencia a los analistas y que a través de esta experiencia ellos pueden mejorar la precisión en la previsión de beneficios de las demás empresas que siguen pertenecientes a la misma industria. Al mismo tiempo, muestran que los inversores son más receptivos a las previsiones de los analistas que siguen a ambas empresas.

## **2.2. Desarrollo de Hipótesis**

Aunque no se ha llegado a un consenso definitivo sobre si los cambios en los dividendos predicen consistentemente futuras ganancias, lo que es innegable es la reacción del mercado ante tales anuncios. Los estudios han demostrado de manera concluyente que existe un retorno

anormal el día del anuncio del cambio de dividendo ([Aharony and Swary 1980](#)). Este fenómeno es una clara indicación de que el mercado percibe los dividendos como un canal de información relevante, independientemente de las implicaciones a largo plazo sobre las ganancias. En este contexto, la literatura de los dividendos se ha centrado principalmente en la relación intrínseca entre los dividendos y la empresa que los emite. Sin embargo, en un mercado interconectado, es crucial considerar cómo la señal de información que transmite puede afectar no solo a la empresa anunciante, sino que también, a otras empresas vinculadas de diversas maneras.

El creciente interés en la interconexión del mercado nos lleva a considerar los hallazgos de Firth ([1996](#)), quien identificó una relación positiva en la transferencia de información entre una empresa que anuncia un cambio en sus dividendos y otras empresas pertenecientes a la misma industria. Esta relación sugiere que las decisiones sobre dividendos de una empresa no solo tienen un impacto en el rendimiento accionario de la misma, sino que también provocan reacciones significativas en el retorno de otras empresas pertenecientes al mismo sector. Además, Firth evidencia que los analistas ajustan sus previsiones de ganancias con respecto a una industria, cuando una empresa del sector cambia sus dividendos. Esto demuestra que las decisiones de dividendos de una empresa influyen directamente en las percepciones del analista respecto a su industria.

En sintonía con esta idea, Grennan ([2019](#)) propone un marco conceptual basado en el modelo de ajuste parcial de Lintner ([1956](#)). Este modelo destaca tres elementos clave: los beneficios, el objetivo de ratio de pago y el periodo de ajuste. Grennan se centra en cómo una empresa elige un objetivo de ratio de pago o un período de ajuste. Su teoría postula que si una empresa opera en una industria donde muchas otras están incrementando sus pagos de dividendos, es probable que dicha empresa ajuste su periodo o modifique su objetivo de ratio de pago con la intención de aumentar sus propios dividendos.

En conjunto, las investigaciones de Firth ([1996](#)) y Grennan ([2019](#)) destacan cómo las decisiones sobre dividendos influyen en empresas dentro de la misma industria, sin abordar otras posibles conexiones entre las compañías. Sin embargo, es interesante considerar que la transferencia de información no se limita únicamente a empresas dentro de un mismo sector industrial, existen otros vínculos que pueden propiciar la transferencia de información, estos pueden ser detectados mediante la cobertura común de analistas. La selección de empresas

por parte de los analistas revela conexiones económicas entre las empresas<sup>7</sup>. Esto indica que es posible identificar grupos de empresas pares basándose en aquellas que son monitoreadas por un mismo analista (Kaustia and Rantala 2021; Kaustia and Rantala 2015). Además, el enfoque analítico de estos profesionales abarca una profunda comprensión de los factores macroeconómicos y de mercado, lo que les permite evaluar cómo distintos aspectos pueden influir en empresas de variados sectores.

Debido a que la conexión de empresas mediante analistas, puede ser de utilidad para identificar empresas que comparten vínculos o características similares, entonces podríamos esperar una transferencia de información entre empresas pares conectadas por analistas, cuando una de ellas realice un cambio inesperado en los dividendos. Estos eventos, a menudo, reflejan condiciones más amplias del mercado, ante tales anuncios, los analistas, en su papel de interpretar y prever tendencias, probablemente revisarán y ajustarán sus proyecciones y valoraciones para otras empresas bajo su cobertura. Así, un incremento (o disminución) en los dividendos de una empresa podría influir en las expectativas de los analistas, llevándolos a anticipar un rendimiento financiero positivo (o negativo) para las demás empresas que siguen. Adicionalmente, los analistas podrían adaptar y ampliar la teoría de Grennan (2019), la cual sugiere que si una empresa incrementa sus dividendos, es probable que otras empresas del mismo sector sigan su ejemplo. En este sentido, los analistas pueden aplicar esta teoría a otras empresas vinculadas a través de su cobertura analítica, anticipando que estas también aumenten sus dividendos en el futuro, lo que genera expectativas positivas para las empresas pares. Este proceso de adaptación y extrapolación de información por parte de los analistas crea una dinámica interesante en el mercado financiero, y establece la base para nuestra hipótesis, la cual se define de la siguiente manera:

*Hipótesis: Las empresas que presentan una mayor cobertura común de analistas deberían mostrar un mayor grado de transferencia positiva de información tras un anuncio de cambio inesperado en el dividendo.*

---

<sup>7</sup>Los analistas pueden seguir a empresas que tengan otro tipo de relación, además de la industrial, tales como: De suministro o distribución, si una empresa es proveedora o distribuidora importante para la otra; De cadena de valor, las operaciones están interconectadas en algún punto de la producción, distribución o comercialización de productos o servicios; De relaciones estratégicas, Si las empresas tienen acuerdos estratégicos, como alianzas, asociaciones o joint ventures, y De perspectivas macroeconómicas, donde las empresas son sensibles a las mismas condiciones macroeconómicas o tendencias del mercado.

Una empresa que anuncia un cambio inesperado en los dividendos transfiere información importante al mercado, la cual es utilizada por los analistas para ajustar sus expectativas de previsión con respecto a la empresa anunciante<sup>8</sup> y a las demás empresas que sigue, siendo un canal importante en la transferencia de información.

### 3. Data y Metodología

Construimos una muestra exhaustiva uniendo las bases de datos, COMPUSTAT, CRSP e I/B/E/S. Obtenemos la información de cobertura de analistas de I/B/E/S, la información sobre el precio de las acciones se obtiene de CRSP y la información contable de COMPUSTAT. En esta sección definiremos detalladamente la construcción de la muestra obtenida y la metodología ocupada, partiendo por la muestra para los cambios en los dividendos en la subsección 3.1, luego la muestra de los analistas en 3.2, los retornos en 3.3 y finalmente explicaremos la metodología para entender la transferencia de información en 3.4

#### 3.1. Muestra para los cambios en los dividendos

Para el desarrollo de nuestro estudio consideramos los anuncios de dividendos de la base de datos del Centro de Investigación en Precios de los Valores (CRSP). El anuncio debe corresponder a un dividendo trimestral pagado en dólares (La variable DISTCD debe ser igual a 1232, donde el primer dígito (1) indica un dividendo ordinario; el segundo dígito (2) indica un pago en efectivo; el tercer dígito (3) señala que se trata de un dividendo trimestral; y el cuarto dígito (2) indica que es un dividendo normal sujeto a impuestos al mismo tipo que el dividendo). La muestra utilizada comienza en 1975, de esta manera se evita el periodo que rodeo a la congelación de dividendos de 1971 por el presidente Richard M. Nixon (Baker and Wurgler 2004) y termina en 2014. Seleccionamos las acciones comunes, con el código de acción (SHRCD) 10 y 11, que pertenezcan a empresas que coticen en la Bolsa de Nueva York

---

<sup>8</sup>En un estudio llevado a cabo por Ofer y Siegel (1987), se analizó cómo influían los cambios en los dividendos en las revisiones de los analistas sobre las previsiones de beneficios del año en curso. Los resultados mostraron que, en línea con la relación positiva observada entre los cambios de dividendos y las variaciones reales en los beneficios del mismo año (año en que se produjo el cambio de dividendos), los analistas ajustaban sus previsiones de beneficios de manera proporcional al cambio anunciado en los dividendos. Además, se evidenció que esta revisión por parte de los analistas tenía una correlación positiva con la respuesta del mercado al anuncio del dividendo.

(NYSE), la American Stock Exchange o el Nasdaq (código de bolsa CRSP EXCHCD de 1, 2 o 3). Siguiendo el procedimiento de Firth (1996) y Grennan (2019) Eliminamos las firmas pertenecientes al sector de servicios públicos (SICs 4900 a 4949) y a la industria financiera (SICs 6000 a 6999), debido a que sus dividendos están altamente regulados, razón por la cual un cambio en la política de dividendos no transmite el mismo tipo de información al mercado.

La base resultante cuenta con 164.931 anuncios de dividendos realizados por 3.947 empresas. Para calcular el cambio en la política de pago de dividendos definimos las expectativas en los dividendos de la siguiente manera:

$$E(Div_q) = Div_{q-1} \quad (1)$$

$$E(Div_q) = Div_{q-4} \quad (2)$$

La clasificación (1) define las expectativas del dividendo del trimestre  $q$ , como el monto del dividendo del trimestre anterior,  $q - 1$ , la clasificación (2) define el dividendo esperado como el monto del dividendo del mismo trimestre en el año anterior,  $q - 4$ . Por lo tanto la variable de cambios en los dividendos será definida como:

$$Change_q = E(Div_q) - Div_q \quad (3)$$

Se hizo un análisis del comportamiento de pago de dividendos por empresa para seleccionar su clasificación de dividendos esperados, dependiendo de la cantidad de cambios que presentaran en cada clasificación. Si la cantidad de cambios es mayor en la primera clasificación significa que la empresa es pagadora de dividendos estacionales, y sus dividendos son distintos en los trimestres del mismo año, pero sincroniza el dividendo en el mismo trimestre de años consecutivos, por ende se utilizará la segunda clasificación, mientras que si la cantidad de cambios es mayor en la segunda clasificación, la empresa es pagadora constante de dividendos, y sus dividendos no cambian en el tiempo, por ende se utilizará la primera clasificación. En este caso, 12 (3.213) empresas tienen una mayor cantidad de cambios de la primera (segunda) clasificación y hay 77 empresas que poseen una cantidad igual de cambios en ambas clasificaciones, para estas empresas se utilizará la primera clasificación. Con esta separación se presentan los resultados del Cuadro 1.

Para ambas clasificaciones, la mayoría de los cambios calculados con (3) se concentra en 0, con un 82,23% de los dividendos totales sin cambio. En cuanto a las variaciones, aproximadamente el 14,09% de los casos representan aumentos en los dividendos, mientras que un 3,67% corresponden a disminuciones. Esta tendencia refleja la preferencia de las empresas por mantener una estabilidad en sus pagos de dividendos, ya que cualquier cambio puede enviar señales importantes al mercado.

| Clasificación   | Sin Cambio | Aumento | Disminución | Total   |
|-----------------|------------|---------|-------------|---------|
| Clasificación 1 | 135.494    | 23.207  | 6.049       | 164.750 |
| Clasificación 2 | 132        | 39      | 10          | 181     |
| Total           | 135.626    | 23.246  | 6.059       | 164.931 |

Cuadro 1: Para cada clasificación de cambios 1 y 2 se calculo la cantidad de dividendos constantes (sin cambio), la cantidad de aumentos y disminuciones, también se calculo el total de dividendos constantes, de aumentos y disminuciones, y el total de dividendos pagados por firmas que pagan dividendos estacionales y dividendos constantes

En primer lugar, al mantener dividendos constantes, las empresas envían una señal de estabilidad al mercado. Esto indica que la empresa es confiable en términos de flujo de efectivo y cumplimiento de pagos. Este enfoque puede aumentar la confianza de los inversionistas y mantener una imagen positiva de la empresa. Esto también sugiere una salud financiera sólida, indica que la empresa tiene suficiente flujo de efectivo para cubrir sus obligaciones y seguir pagando dividendos en el futuro. Esta percepción puede ser un punto a favor de la empresa. Los inversionistas suelen formar expectativas en torno a los pagos de dividendos de una empresa, y mantener la estabilidad en estos pagos puede ser fundamental para mantener a los inversionistas satisfechos.

A continuación, presentamos la estadística descriptiva y el gráfico de densidad que ilustran cómo se comportan los cambios porcentuales de los dividendos. Estos cambios se calcularon utilizando la fórmula 4.

$$Cambios\ Porcentuales = \frac{Change_j}{Div_{j-1}} \quad (4)$$

El gráfico que se muestra en la Figura 1, representa la función de distribución de densidad de los cambios en los dividendos. En el Anexo 1, se encuentra la figura 10, donde se pueden observar los gráficos de densidad para cada clasificación por separado. Además, en el Cuadro 2 se presentan estadísticas descriptivas clave para los cambios porcentuales. Esto incluye

la media, desviación estándar, mínimo, mediana y máximo. Estas cifras revelan patrones y tendencias que, junto con los gráficos de densidad, proporcionan una visualización efectiva de cómo se distribuyen los cambios de dividendos.

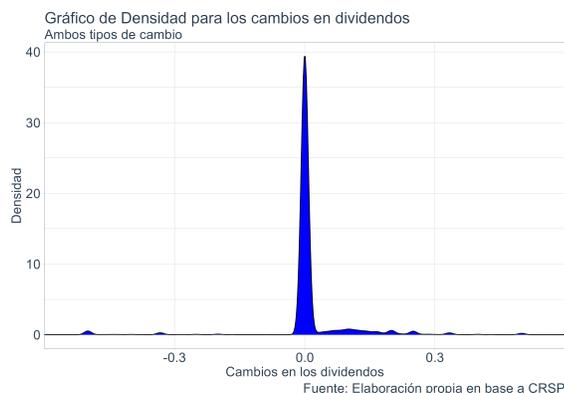


Figura 1: Densidad de los cambios: se muestra la función de distribución de densidad de ambas clasificaciones 1 y 2, de cambios en los dividendos

La media de los cambios en ambas especificaciones es próxima a 0, y la mediana se sitúa en 0, lo que sugiere que la mayoría de los cambios son nulos, sin embargo, es importante señalar que la desviación estándar es bastante alta en ambos casos, lo que indica una gran variabilidad en los cambios. Esto también se refleja en el amplio rango de cambios observados, donde el mayor aumento en la clasificación 1 es del 6356 %, y en la clasificación 2 es del 550 %, mientras que las disminuciones más pronunciadas fueron del -97.92 % y del -60 % para las clasificaciones 1 y 2, respectivamente.

| Clasificación   | Media  | Desv. Est. | Min     | p50 | Max   |
|-----------------|--------|------------|---------|-----|-------|
| Clasificación 1 | 0.0160 | 0.2739     | -0.9792 | 0   | 63.56 |
| Clasificación 2 | 0.0828 | 0.4417     | -0.6000 | 0   | 5.50  |
| Total           | 0.0161 | 0.2741     | -0.9792 | 0   | 63.56 |

Cuadro 2: Estadística descriptiva de los cambios: se calculo la media, la desviación estándar, La mayor disminución (Min), la mediana(p50) el mayor aumento (Max), para cada clasificación 1 y 2 de cambios en los dividendos

Es relevante destacar que en el análisis anterior no todos los anuncios de cambios en la política de dividendos de las empresas se consideran inesperados. Para determinar si el cambio fue una sorpresa para el mercado, se aplican ciertas consideraciones. En primer lugar, la empresa debe haber pagado dividendos regulares alrededor del evento, lo que implica que debe haber distribuido entre 3 y 5 dividendos trimestrales en el año anterior al evento<sup>9</sup>. Y

<sup>9</sup>Esta restricción se aplica debido a que en la base CRSP mensual, se encuentran dividendos clasificados como

no debe haber cambios el año anterior al evento. Es decir, para que  $Change_q$  sea inesperado,  $Change_{(q-1)} = Change_{(q-2)} = Change_{(q-3)} = Change_{(q-4)} = 0$ . Además, el cambio no debe ser el primer año que la empresa paga dividendos y al igual que en el estudio de Firth (1996) el último mes del año fiscal debe coincidir con el mismo mes del año fiscal anterior. También, para poder estudiar de mejor manera la información transferida al mercado tras el cambio inesperado de dividendo dejamos solo los cambios que fueron mayor al 10 % y se dejaron aquellos eventos que no tienen otro tipo de declaración de pagos en el mismo trimestre fiscal.

En última instancia, nuestra muestra refleja un total de 2.726 anuncios de cambios inesperados en la política de dividendos. Dentro de esta cifra, 842 corresponden a reducciones de dividendos, mientras que 1.884 se traducen en incrementos de dividendos. Es notable que la mayoría de estos cambios se concentran en el primer trimestre fiscal, alcanzando un total de 765. Este fenómeno puede atribuirse al hecho de que al inicio del año fiscal, es probable que las empresas establezcan nuevas metas financieras o adquieran una visión más precisa de su desempeño y flujo de efectivo proyectado. En segundo y tercer lugar se ubican el segundo y tercer trimestre fiscal, con 682 y 661 cambios en dividendos, respectivamente, seguidos por el cuarto trimestre con 618 cambios.

### 3.2. Muestra para la conexión de analistas

Para la siguiente muestra, obtenemos la información de cobertura de analista de I/B/E/S. Identificamos a un analista como seguidor de una empresa en un ejercicio fiscal si realiza al menos una previsión de beneficios durante el año y la previsión se realiza como máximo seis meses antes del final del ejercicio fiscal y como mínimo tres meses después del final del ejercicio fiscal anterior (Gomes, Gopalan, Leary, and Marcet 2023). Identificamos a empresas pares durante el año fiscal correspondiente, cuando el analista sigue a ambas empresas durante ese periodo. Luego de clasificar a las empresas conectadas por analistas en común, integramos la muestra de analistas con la muestra de cambios en los dividendos de la sección 3.1. Para cada evento ( $e$ ) en el cual una empresa ( $a$ ) anuncia un cambio inesperado en los dividendos, seleccionamos todas las empresas pares ( $p_i$ ) que estén conectadas a través de analistas compartidos.

---

trimestrales, pero en algunos casos la empresa pagó menos de 4 o más de 4 dividendos al año.

A continuación, calculamos el número de analistas en común ( $N_{a,p}$ ) para cada conjunto ( $c$ ) de empresa  $a$  y empresa  $p_i$ . Siguiendo a Israelsen (2016), calculamos la red de analistas en común,  $\rho_{a,p}^{an}$ , con la ecuación 5, la cual aproxima los errores de previsión de beneficios correlacionados entre pares de empresas que comparten analistas en común. En esencia, esta medida representa la similitud entre los analistas que cubren a cada empresa. Donde  $N_a$  y  $N_p$  representan el número total de analistas siguiendo a la empresa ( $a$ ) y a la empresa ( $p$ ), la variable por lo tanto se encuentra en el intervalo  $[0, 1]$ . Si las empresas no poseen analistas en común  $\rho_{i,j}^{an}$  tomara el valor mínimo (0), por otro lado, si ( $a$ ) posee los mismo analistas que ( $p$ ), la variable tomará el valor máximo (1).

$$\rho_{a,p}^{an} = corr(e_a, e_p) = \frac{N_{a,p}}{\sqrt{N_a N_p}} \quad (5)$$

En el Cuadro 3 presentamos la estadística descriptiva relacionada con la muestra de analistas y las conexiones entre empresas para cada evento. La tabla se organiza en dos categorías principales: Eventos de incremento y disminución de dividendos. Para una visión más amplia que incluye la totalidad de la muestra, se puede consultar el Cuadro 8 en el Anexo 2. En el caso de eventos donde hay un aumento en los dividendos, el promedio de empresas conectadas es 57, con un rango que va desde 1 hasta 195. Para eventos de disminución de dividendos, el promedio es ligeramente menor, siendo de 52 aproximadamente, con un rango de 1 a 162. Con respecto a los analistas compartidos en promedio, hay aproximadamente 2 analistas que cubren tanto la empresa anunciante como la empresa par en cada evento (aumento y disminuciones). El rango de analistas compartidos para los aumentos es de 1 a 36, en cambio en las disminuciones el rango es de 1 a 29. Por último para la variable de la red de analistas en común el promedio para los aumentos es de 0,18, mientras que para las disminuciones el promedio es ligeramente mayor, siendo 0,19.

|                       | Aumentos |          |      |        |        | Disminuciones |          |      |        |        |
|-----------------------|----------|----------|------|--------|--------|---------------|----------|------|--------|--------|
|                       | Mean     | Desv Est | Min  | Median | Max    | Mean          | Desv Est | Min  | Median | Max    |
| Empresas conectadas   | 57,23    | 34,22    | 1,00 | 53,00  | 195,00 | 52,35         | 32,15    | 1,00 | 48,00  | 162,00 |
| $\rho_{a,p}^{an}$     | 0,18     | 0,15     | 0,02 | 0,13   | 1,00   | 0,19          | 0,16     | 0,03 | 0,14   | 1,00   |
| Analistas Compartidos | 2,32     | 3,11     | 1,00 | 1,00   | 36,00  | 2,13          | 2,79     | 1,00 | 1,00   | 29,00  |

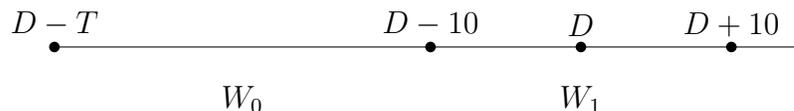
Cuadro 3: Estadística descriptiva para la muestra de analistas: se calculó la media, la desviación estándar, el Mínimo, la mediana(p50) y el Máximo, para las conexiones de empresas en cada evento, la red de cobertura común de analistas de cada conexión en cada evento y los analistas en común en cada conexión de cada evento.

### 3.3. Muestra para los Retornos Accionarios

Los precios y retornos accionarios se obtienen de la base diaria de CRSP, filtramos los retornos para todas las empresas pares y anunciantes mencionadas anteriormente, estos datos se utilizarán para obtener la correlación entre la empresa par y anunciante y también para calcular los retornos anormales explicados a continuación.

#### 3.3.1. Retornos Anormales

Para cada empresa  $a$ , que anuncia un cambio en su dividendo, y sus empresas pares  $p_i$ , procedemos a calcular sus retornos anormales en el periodo del evento. El día en el que se efectúa el cambio se designa como  $D = 0$ . La ventana de evento, denominada  $W_1$ , abarca desde  $D - 10$  hasta  $D + 10$ . Adicionalmente, establecemos una ventana de estimación  $W_0$  que puede variar entre 61 y 160 días. Esto implica que  $W_0$  se extiende desde  $D - T$  hasta  $D - 11$ , donde  $T$  puede oscilar entre 171 y 72 días<sup>10</sup>.



Los retornos anormales son calculados siguiendo la metodología de MacKinlay (1997) utilizando el modelo de mercado, el cual relaciona la rentabilidad de una acción específica con la rentabilidad de la cartera del mercado. La especificación lineal del modelo se deriva de la supuesta normalidad conjunta de los rendimientos de los activos. Para cualquier acción  $i$ , en un tiempo determinado  $t$ , el modelo de mercado es:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

donde  $R_{it}$  es el retorno de la firma anunciante o par en el día  $t$  y  $R_{mt}$  es el retorno de la cartera de mercado, en este caso utilizamos el retorno del índice S&P500. El término  $\epsilon_{it}$  es un error con media cero. Los parámetros  $\beta$  y  $\alpha$  fueron estimados a través de una regresión lineal simple utilizando el periodo anterior al evento ( $W_0$ ), este fue definido desde el día  $D - T$  hasta el día  $D - 11$ . Con las estimaciones de los parámetros se calculan los retornos anormales

---

<sup>10</sup>Es importante señalar que el número total de eventos se reduce a 1.174 debido a que se excluyen aquellos en los que el día  $D = 0$  no está disponible, también los eventos que tienen un periodo  $W_0$  de menos de 60 días, y aquellos que carecen de información sobre la empresa anunciante en la base de datos diaria.

(AR) utilizando la ecuación (7) para cada firma (i) en cada día (t) dentro de la ventana de evento ( $W_1$ ). Los retornos anormales acumulados (CAR) fueron calculados con la ecuación (8), para cada evento (e), de cada firma  $i$ , ya sea la firma anunciante  $a$  o las firmas pares  $p_i$ .

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{i,t} \quad (7)$$

$$CAR_{i,e} = \sum_{t=-10}^{10} AR_{i,t} \quad (8)$$

Se evaluó la significancia del CAR utilizando la metodología de MacKinlay, en la cual el estadístico t ( $t$  test) se determina mediante la ecuación 9. En esta ecuación, la varianza del CAR estimada se calcula de acuerdo con la ecuación 10. Esta estimación de la varianza sugiere que el CAR tendrá una varianza más elevada a medida que aumente el valor de  $W_1$  y presupone la independencia de las series temporales del retorno anormal medio de un período. Por lo general, se asume que la estadística de prueba sigue una distribución normal estándar en ausencia de un desempeño anormal. Sin embargo, es importante destacar que esta suposición es solo una aproximación, ya que se basa en estimaciones de la desviación estándar

$$t \text{ test} = \frac{CAR_{i,e}}{\sigma_{CAR}} \quad (9)$$

$$\sigma_{CAR}^2 = W_1 \sigma^2(AR_t) \quad (10)$$

Para construir los gráficos de los promedios de los retornos anormales, debemos agruparlos en categorías de aumentos y disminuciones. En nuestra muestra, contamos con un total de 1,174 eventos, de los cuales 828 corresponden a aumentos y 346 a disminuciones. El rendimiento anormal agregado de la muestra para el día t es:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (11)$$

Donde N es el numero de eventos, separando por disminuciones y aumentos de dividendo. luego agregamos las rentabilidades anormales medias a lo largo de la ventana de eventos utilizando el mismo método que el empleado para calcular la rentabilidad anormal acumulada de cada firma i.

$$\overline{CAR}_{i,e} = \sum_{t=-10}^{10} \overline{AR}_t \quad (12)$$

### 3.4. Determinantes de la transferencia de información

Mediremos la transferencia de información que se produce desde la empresa anunciante hacia la empresa par viendo la relación entre sus AR y sus CAR. Es importante destacar que varios factores pueden influir en esta transferencia de información entre empresas. Según Firth (1976), cuando una empresa anuncia un cambio en su dividendo, se produce una transferencia de información entre compañías de la misma industria. Por lo tanto, es razonable esperar que las empresas dentro de un mismo sector experimenten una transferencia de información más marcada. Sin embargo, también señala que el historial reciente de dividendos de la empresa par podría atenuar este efecto. Específicamente, si las empresas pares han ajustado sus políticas de dividendos en el último año, la transferencia de información podría ser reducida o incluso nula. Además, se ha mostrado en diversos estudios que el tamaño de las empresas y la correlación entre ellas afectan la transferencia de información (Firth 1976; Brochet, Kolev, and Lerman 2018). En línea con nuestro argumento principal, si los analistas desempeñan un papel crucial en la transmisión de información al anunciar un cambio en los dividendos, la red de analistas en común entre dos empresas debería potenciar positivamente esta transferencia de información.

Para evaluar si los factores identificados influyen significativamente en la transferencia de información, implementamos una regresión lineal con efectos fijos por año, trimestre fiscal y por combinación de empresas par y anunciante. Realizamos esta regresión por separado para los aumentos y disminuciones. Para cada evento  $e$ , determinamos a la firma anunciante  $a$  y sus firmas pares  $p_i$ . Nos centramos en los retornos anormales acumulados desde el día  $D = 0$  hasta  $D + 1$ , ya que es cuando se observan las reacciones más significativas del mercado. Identificamos los analistas compartidos entre las firmas durante el año fiscal del evento y calculamos la red de cobertura común de analistas. Utilizamos la clasificación GICS (Global Industry Classification Standard) para determinar si las empresas pertenecen al mismo sector. Posteriormente, en el periodo previo al evento, calculamos la correlación de Pearson entre la empresa anunciante y la empresa par dentro de la ventana  $W0$ . Detectamos si la empresa  $p_i$  había modificado sus dividendos en el año previo al anuncio de  $a$  y verificamos si  $p_i$  anunció un dividendo en el mismo trimestre que  $a$ , pero antes de su anuncio. En la ecuación 13, detallamos el modelo y las variables:

$$\begin{aligned}
PCAR_{p_i,e} = & \beta_1 ACAR_{a,e} + \beta_2 ACAR \times \rho_{a,p,e}^{an} + \beta_3 \rho_{a,p,e}^{an} + \beta_4 ACAR \times IND_{a,p_i} + \beta_5 IND_{a,p_i} \\
& + \beta_6 COR_{a,p_i,w_0} + \beta_7 PRIOR_{p_i} + \beta_8 PeerChange_{p_i} + \sum \beta_k P\&Acontrol_k + \gamma_{yq} + \delta_{a,p}^S + u_{a,p,t}
\end{aligned}
\tag{13}$$

El modelo propuesto es una regresión lineal con efectos fijos. La variable  $PCAR_{p_i,e,t}$  denota el retorno anormal acumulado de la empresa par  $p_i$  durante el evento  $e$ , específicamente desde el día  $D = 0$  hasta  $D + 1$ . Por su parte,  $ACAR_{a,e,t}$  refleja el retorno anormal acumulado de la firma anunciante  $a$  en el mismo intervalo y evento. La métrica  $\rho_{a,p}^{an}$  representa la red de analistas en común, conforme a la metodología de Israelsen (2016). La interacción  $ACAR \times \rho_{a,p}^{an}$  es el producto del CAR de la empresa  $a$  y la red de analistas en común. La variable binaria  $IND_{a,p}$  toma el valor de 1 si ambas empresas, ( $a$  y  $p_i$ ), pertenecen a la misma industria según la clasificación GICS, y su interacción con el CAR de  $a$  se denota como  $ACAR \times IND_{a,p}$ . La variable  $PRIOR_p$  es binaria y se activa (valor de 1) si la empresa par anunció un dividendo en el mismo trimestre del evento  $e$ , pero antes de la fecha del anuncio.  $PeerChange_p$  representa la variación porcentual en el dividendo de la empresa par, considerando únicamente aquellos ajustes realizados en el mismo sentido que la empresa anunciante y que tuvieron lugar hasta un año previo al evento  $e$ . En casos donde los ajustes fueron opuestos o no se registraron cambios en ese periodo, la variable se establece en 0. Para capturar la variabilidad transversal en el comovimiento, incorporamos  $COR_{a,p,w_0}$ , que mide la correlación de Pearson entre las rentabilidades de la empresa anunciante y su par durante  $W_0$ . Como controles contables, incluimos el logaritmo natural del tamaño,  $\ln(Size)$ , de ambas empresas. Finalmente  $\gamma_{yq}$  representa los efectos fijos de año - trimestre fiscal y  $\delta_{a,p}^S$  los efectos fijos por par de empresas. Bajo este esquema, asumimos una transferencia de información simétrica, es decir, la información que fluye desde  $a$  a  $p_i$  tiene un efecto equivalente a la que se transfiere desde  $p_i$  hacia  $a$ .

La ecuación 13 nos permite ver la relación entre el retorno anormal acumulado de la empresa par ( $PCAR_{p_i,e}$ ) y diversas variables explicativas. El coeficiente  $\beta_1$  refleja el impacto del CAR de la empresa anunciante sobre el CAR de la empresa par, bajo la condición de que ambas empresas sean de industrias distintas ( $IND = 0$ ) y no compartan analistas ( $\rho_{a,p}^{an} = 0$ ). Sin embargo, en nuestra muestra, todas las empresas comparten al menos un analista, con

un valor mínimo en la red de analistas de 0,02, lo que hace que la interpretación directa de  $\beta_1$  no sea efectiva. La ecuación 14 nos proporciona el efecto marginal del CAR de la empresa anunciante, que varía según la red de analistas y la pertenencia a la misma industria. Anticipamos que una red de analistas más amplia o empresas dentro de la misma industria amplificarán este efecto. Por otro lado,  $\beta_3$  captura el efecto de la red de analistas en común en ausencia de un retorno anormal de la empresa anunciante. Es decir, mide cómo varía el CAR de la empresa par con cambios en la red de analistas cuando el CAR de la empresa anunciante es nulo. Dado que un CAR nulo podría indicar que no hay nueva información relevante, el efecto de la red de analistas podría ser limitado. Para una mejor interpretación, recurrimos al efecto marginal de la red de analistas, como se muestra en la ecuación 15, que dependerá del valor específico del CAR de la empresa anunciante. Similarmente, el coeficiente asociado a  $IND$  indica la diferencia en la transferencia de información entre pares de empresas de la misma industria y pares de empresas de industrias distintas cuando el CAR es nulo. Para entender cómo esta diferencia se manifiesta cuando el CAR no es nulo, calculamos el efecto marginal usando la ecuación 16.

$$\frac{\partial E(PCAR|ACAR)}{\partial ACAR} = \beta_1 + \beta_2 \rho_{a,p,e}^{an} + \beta_4 IND_{a,p_i} \quad (14)$$

$$\frac{\partial E(PCAR|\rho_{a,p,e}^{an})}{\partial \rho_{a,p,e}^{an}} = \beta_3 + \beta_2 ACAR \quad (15)$$

$$\frac{\partial E(PCAR|IND)}{\partial IND} = \beta_5 + \beta_4 ACAR \quad (16)$$

Los demás coeficientes los podemos interpretar por si solos,  $\beta_6$  mide el efecto de la correlación histórica del par de empresas en el CAR de la empresa par. Una correlación pasada fuerte podría indicar una relación más estrecha entre las empresas, lo que podría influir en la magnitud de la transferencia de información. Finalmente, los coeficientes asociados a  $PRIOR_{p_i}$  y  $PeerChange_{p_i}$  examinan la influencia de la política de dividendos reciente de la empresa par en la transferencia de información. Si estas empresas han ajustado recientemente sus dividendos, podría afectar la manera en que el mercado interpreta y reacciona a los anuncios de dividendos de la empresa anunciante.

Para realizar el análisis en conjunto para aumentos y disminuciones, aplicamos el modelo descrito en la ecuación 17. En esta ecuación, la variable  $Event$  es una variable binaria que

toma el valor de 1 si se trata de un evento de aumentos y 0 si es una disminución. Dado que la literatura indica consistentemente que los aumentos y disminuciones pueden tener efectos distintos en las empresas, anticipamos que el impacto de las variables interactuadas con *Event* debería variar según el tipo de evento.

$$\begin{aligned}
PCAR_{p_i,e} = & \beta_1 ACAR_{a,e} + \beta_2 ACAR \times \rho_{a,p,e}^{an} + \beta_3 \rho_{a,p,e}^{an} + \beta_4 ACAR \times IND_{a,p_i} + \beta_5 IND_{a,p_i} \\
& + \beta_6 Event + \beta_7 Event \times ACAR + \beta_8 Event \times \rho_{a,p,e}^{an} + \beta_9 Event \times ACAR \times \rho_{a,p,e}^{an} \\
& + \beta_{10} Event \times IND_{a,p_i} + \beta_{11} Event \times ACAR \times IND_{a,p_i} + \beta_k controls_k
\end{aligned} \tag{17}$$

Además de la regresión planteada en la ecuación 13 y 17, se emplea el modelo 18, la diferencia principal radica en que se utiliza el retorno anormal individual para los días  $D = 0$  hasta  $D + 4$  en lugar de los retornos anormales individuales. En esta especificación  $PAR_{p_i,e,t}$ , representa el retorno anormal de la empresa par, en el día  $t$ , y  $AAR_{a,e,t}$  el retorno anormal de la empresa anunciante en el mismo día. Este modelo permite una perspectiva distinta sobre la relación entre las variables y puede proporcionar información adicional sobre la transferencia de información en el contexto de empresas par y anunciante.

$$\begin{aligned}
PAR_{p_i,e,t} = & \beta_1 AAR_{a,e,t} + \beta_2 AAR \times \rho_{a,p,e}^{an} + \beta_3 \rho_{a,p,e}^{an} + \beta_4 AAR \times IND_{a,p_i} + \beta_5 IND_{a,p_i} \\
& + \beta_6 COR_{a,p_i,w_0} + \beta_7 PRIOR_{p_i} + \beta_8 PeerChange_{p_i} + \sum \beta_k P\&Acontrol_k + \gamma_{yq} + \delta_{a,p}^S + u_{a,p,t}
\end{aligned} \tag{18}$$

En el Anexo 3 se muestra las tablas 9 y 11, con las correlaciones y la estadística descriptiva de las variables que determinan la transferencia de información, podemos notar que en promedio el 32,6% de las empresas conectadas en la muestra pertenecen a la misma industria, 33,3% en los aumentos y 30,8% en las disminuciones. La correlación promedio entre las empresas anunciante y par en el período anterior al evento es de alrededor del 27,5%. Esto indica una tendencia a tener correlaciones positivas en promedio. El cambio en el dividendo de la empresa par ante un aumento de dividendos de la empresa anunciante es en promedio 1,5% mientras que su máximo es de 1002,9%. Por otro lado, el cambio en el dividendo de  $p_i$  ante una disminución de  $a$  es en promedio  $-1,1\%$  mientras que la disminución más grande fue de  $-97,9\%$  respectivamente. Alrededor del 28,5% de las empresas par emitieron dividendos en el trimestre del evento, para las variables de control, los valores promedio indican que las empresas anunciante y par tienen tamaños relativamente similares en promedio.

## 4. Resultados Empíricos

En la presente sección, desglosaremos los hallazgos derivados de nuestros modelos en tres subsecciones detalladas. Inicialmente, presentaremos los retornos anormales de la empresa anunciante en respuesta a un cambio inesperado en los dividendos. A continuación, extendemos este análisis a las empresas pares, evaluando sus respectivos retornos anormales. Luego, realizaremos una regresión que tiene como objetivo analizar el grado de influencia y relevancia de los factores determinantes en la transferencia de información.

### 4.1. Retornos Anormales de la empresa anunciante

Para analizar la reacción de la empresa anunciante frente al anuncio de un cambio inesperado en los dividendos, comenzamos calculando los retornos anormales utilizando la ecuación 7. Estos retornos, una vez obtenidos, se agregaron siguiendo la fórmula 11. El resultado de este proceso se ilustra en la Figura 2, donde se presenta un gráfico que refleja el retorno anormal de cada día promediado para cada empresa. Posteriormente, para obtener una visión acumulada de estos retornos, aplicamos la ecuación 12, generando así el Retorno Anormal Acumulado (CAR). El comportamiento del CAR agregado se visualiza en el gráfico de la Figura 3.

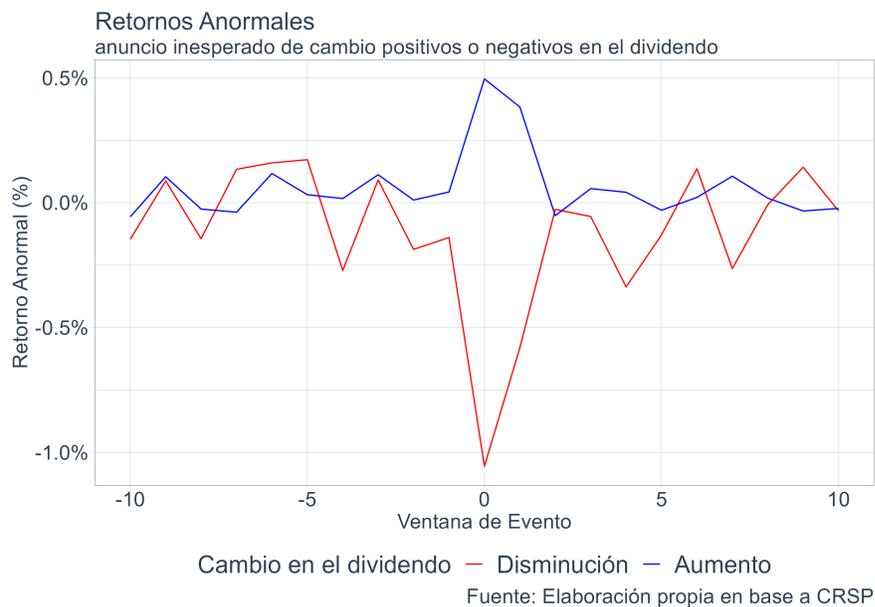


Figura 2: Retornos Anormales de la empresa anunciante desde el día  $D - 10$  hasta  $D + 10$

Es crucial destacar que los días  $D = 0$  y  $D + 1$  son los momentos de mayor reacción, tanto para los aumentos como para las disminuciones en los dividendos, ya que capturan la reacción inmediata de los precios al anuncio. Los periodos previos al anuncio pueden reflejar la anticipación del mercado a la información, mientras que los periodos posteriores ofrecen una perspectiva sobre cómo se estabiliza el mercado tras el anuncio. Es notable observar cómo los Retornos Anormales (AR) tienden a regresar a 0 entre el día  $D + 2$  y  $D + 3$ . Para una comprensión detallada de estos retornos, se pueden consultar los valores exactos en el Cuadro 12 del Anexo 4.

Los gráficos de las Figuras 2 y 3 junto con el Cuadro 12 muestran claramente que la respuesta a los anuncios de disminuciones de dividendos es significativamente más pronunciada en comparación con la reacción observada en los anuncios de aumentos de dividendos. De manera notable, los retornos anormales en los días 0 y 1 durante las disminuciones son aproximadamente el doble en magnitud que los retornos anormales correspondientes a los aumentos de dividendos. Este patrón se refleja igualmente en los retornos anormales acumulados.

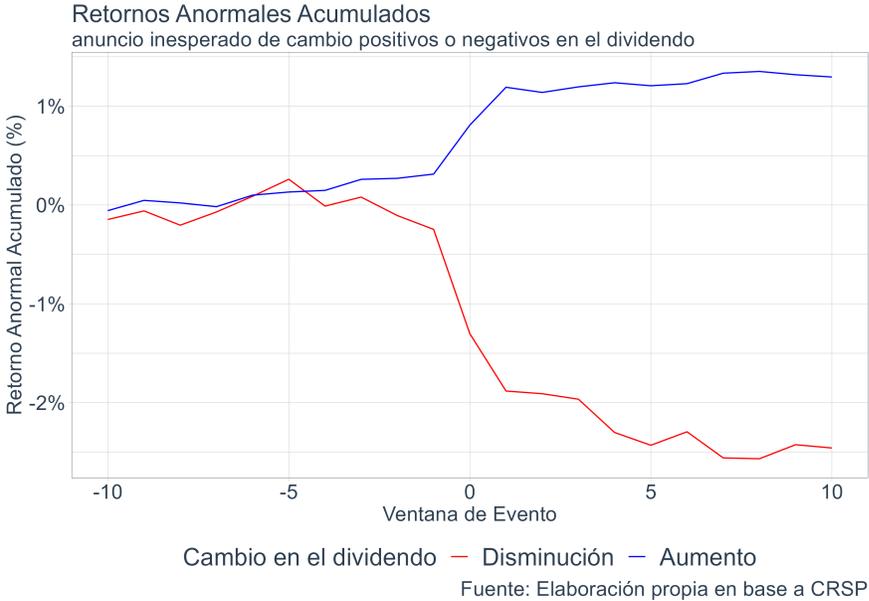


Figura 3: Retornos Anormales Acumulados de la empresa anunciante desde el día  $D - 10$  hasta  $D + 10$

Los resultados observados pueden ser interpretados a través de la teoría de la aversión a la pérdida (Tversky and Kahneman 1991). Esta teoría sostiene que las personas, de manera desproporcionada, se ven más afectados por las pérdidas que las ganancias equivalentes. Este sesgo psicológico no es ajeno a los inversores. En términos simples, la desazón provocada

por una pérdida financiera es más intensa que el placer derivado de una ganancia de igual magnitud. Así, ante anuncios de eventos percibidos como negativos, como podría ser una reducción en los dividendos, es probable que los inversores reaccionen con mayor magnitud debido a su aversión inherente a las pérdidas. La teoría de la aversión a la pérdida destaca tres principios fundamentales que pueden ser extrapolados al comportamiento de los inversores ante anuncios de dividendos: (i) Adaptación a estados estables: Las personas tienden a habituarse a situaciones o estados constantes. En el contexto financiero, esto sugiere que los inversores se acostumbran a recibir dividendos estables a lo largo del tiempo. (ii) Respuesta marginal decreciente a cambios: A medida que una persona experimenta sucesivas ganancias o pérdidas, el impacto emocional de cada cambio adicional tiende a ser menos pronunciado. Sin embargo, dada nuestra definición de anuncios de cambios inesperados en dividendos, que implica que no debe haber habido modificaciones en el año previo al evento, no podemos esperar que los efectos de los aumentos o disminuciones se vean atenuado. (iii) Predominio del dolor sobre el placer: Las personas suelen ser más sensibles a las pérdidas que a las ganancias, incluso si estas son de magnitudes comparables. Esta tendencia se refleja claramente en la reacción del mercado ante variaciones en los dividendos.

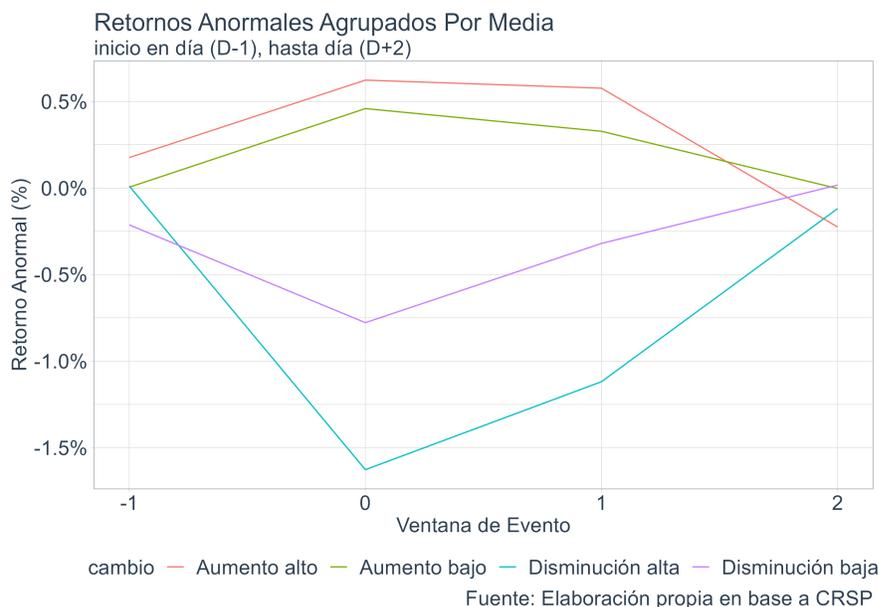


Figura 4: Retornos Anormales de los aumentos y disminuciones, ambos eventos se separan por la media del porcentaje de cambio, generando los grupos altos (sobre la media) y bajos (bajo la media)

La literatura financiera ha documentado la existencia de respuestas asimétricas por parte de los inversores ante noticias tanto positivas como negativas. Un ejemplo de ello se encuentra

en el estudio de Mackinlay (1997), que llega a resultados similares al analizar la reacción del mercado frente a dos tipos de noticias: las buenas noticias, definidas como anuncios de ganancias que superan las expectativas del Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S), y las malas noticias, que se caracterizan por quedar por debajo de las expectativas. En sus hallazgos, se observa que la respuesta de los inversores también es asimétrica, siendo más pronunciada en el caso de las malas noticias.

Un aspecto crucial a considerar es la relación intrínseca entre el retorno anormal de una firma y el porcentaje de cambio en su dividendo. La lógica sugiere que un cambio porcentual mayor en el dividendo debería generar una sorpresa más considerable para el mercado. Esta sorpresa, a su vez, llevaría a los inversionistas a reajustar sus expectativas con mayor determinación para dichas empresas. Como consecuencia, la transferencia de información al mercado sería más intensa, induciendo una reacción más marcada por parte de los inversionistas.

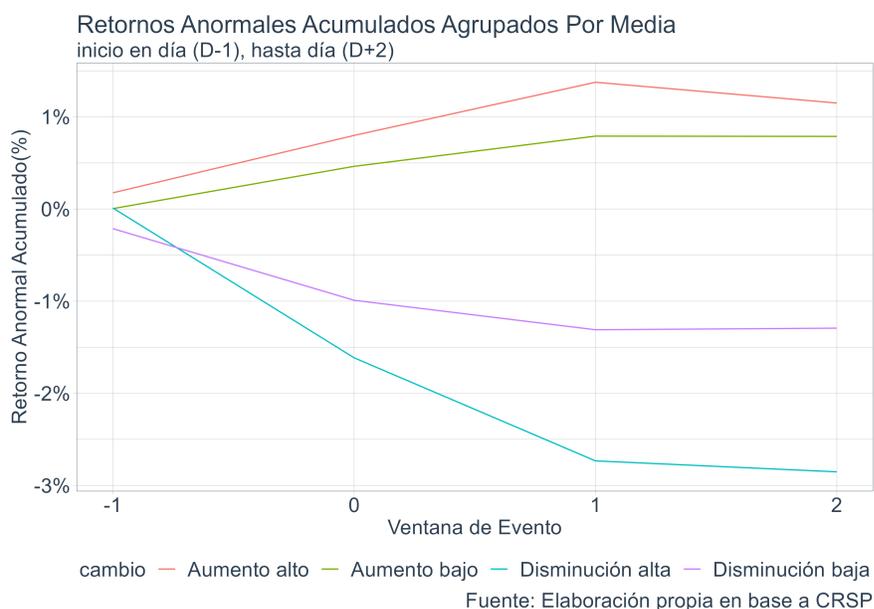


Figura 5: Retornos Anormales Acumulados de los aumentos y disminuciones, ambos eventos se separan por la media del porcentaje de cambio, generando los grupos altos (sobre la media) y bajos (bajo la media)

Para investigar esta relación, analizamos los retornos anormales desde el día ( $D - 1$ ) hasta el día ( $D + 2$ ). Segmentamos los datos en aumentos y disminuciones de dividendos. Luego, para cada tipo de evento, determinamos su media y mediana. Basándonos en estos valores, agregamos los retornos anormales para los eventos que estaban por encima y por debajo de la media del cambio porcentual en el dividendo. Los resultados de este análisis se presentan en las figuras 4 y 5. En las figuras 11 y 12 del Anexo 5, empleamos un enfoque similar,

pero con una segmentación basada específicamente en la mediana del cambio porcentual en el dividendo, en este caso la diferencia de los retornos anormales para los aumentos de dividendo es menor.

La interpretación subyacente de estos resultados es clara: cuanto mayor es el cambio porcentual en el dividendo, más pronunciada es la reacción del mercado. Esto refuerza la idea de que el mercado otorga una gran importancia a los cambios inesperados en los dividendos, ajustando sus percepciones y acciones en consecuencia. Para mostrar la relación entre el cambio de dividendo y el retorno anormal de la empresa realizamos la regresión expresada en 19.

$$ACAR_{[0-4]} = \beta_1 \text{Cambios Porcentuales} + \gamma_{yq} + \delta_a + u_a \quad (19)$$

La ecuación 19 especifica cómo el retorno anormal acumulado de la empresa anunciante,  $ACAR_{[0-4]}$ , en la ventana desde el día 0 al día 1, se relaciona con el cambio porcentual en los dividendos (*Cambios Porcentuales*). El coeficiente  $\delta_a$  controla los efectos fijos específicos de cada empresa anunciante y  $\gamma_{yq}$  el efecto fijo por año y trimestre fiscal. Por su parte,  $u_a$  representa el término de error, que se ha ajustado para considerar la heteroscedasticidad y la correlación serial, clusterizando a nivel de empresa anunciante y de año y trimestre fiscal. Los resultados de la regresión de la ecuación 19 se detallan en la Tabla 4. En dichos resultados, se evidencia de manera clara una relación positiva y estadísticamente significativa entre el cambio porcentual en los dividendos y el retorno anormal acumulado de la empresa. Sin embargo, esta relación no se manifiesta como significativa en el caso de los aumentos de dividendos, lo que lleva a que el modelo que engloba ambos eventos pierda significancia.

Es importante destacar que, en el Anexo 5, se presenta la estadística descriptiva de los CAR de la empresa anunciante, desde el día  $D = 0$  hasta  $D + 1$ , donde se observa que en el caso de los aumentos de dividendos, algunos CAR son negativos. Esta particularidad puede explicarse por la percepción del mercado de que el aumento de dividendos indica que la empresa dispone de excedentes de efectivo que no se están reinvertiendo en oportunidades de crecimiento rentables. Esta observación arroja luz sobre la relación entre el cambio porcentual en los aumentos de dividendos y el CAR de la empresa ante aumentos de dividendo.

| Dependent Variable:  | $ACAR_{[0-1]}$        |                    |                     |
|--|-----------------------|--------------------|---------------------|
|  | Disminución           | Aumento            | Ambos               |
| Model:   | (1)                   | (2)                | (3)                 |
| <i>Variables</i>   |                       |                    |                     |
| <i>Cambios Porcentuales</i>  | 0.9418***<br>(0.0000) | 0.0026<br>(0.0065) | 0.0079*<br>(0.0044) |
| <i>Fixed-effects</i>   |                       |                    |                     |
| $\delta_a$   | Yes                   | Yes                | Yes                 |
| $\gamma_{yq}$  | Yes                   | Yes                | Yes                 |
| <i>Fit statistics</i>  |                       |                    |                     |
| Observations   | 346                   | 828                | 1,174               |
| R <sup>2</sup>   | 1.0000                | 0.79146            | 0.73364             |
| Adjusted R <sup>2</sup>  | 1.0000                | 0.20156            | 0.24530             |
| <i>Errores estándar clusterizados (<math>\delta_a</math> y <math>\gamma</math>) entre paréntesis</i> |                       |                    |                     |
| <i>Códigos de Significancia: ***: 0.01, **: 0.05, *: 0.1</i>   |                       |                    |                     |

Cuadro 4: Se presentan los resultados de la regresión en la que se analiza la relación entre el CAR de la empresa anunciante, desde el día  $D = 0$  hasta el día  $D + 4$  y el porcentaje de cambio en sus dividendos, incorporando efectos fijos por año - trimestre fiscal y empresa. Los resultados se dividen entre aumentos, disminuciones y ambos juntos

## 4.2. Retornos Anormales de la empresa par

Para comprender adecuadamente los resultados de los retornos anormales de las empresas pares, es esencial reconocer que su rendimiento anormal está estrechamente relacionado con el retorno anormal de la empresa anunciante. Con el objetivo de analizar esta relación, se clasificaron los eventos según si el retorno anormal acumulado (CAR) de la empresa anunciante desde el día  $D = 0$  hasta  $D + 1$  era positivo o negativo, lo que nos proporciona información acerca del tipo de mensaje que estaba transmitiendo al mercado. Para obtener más detalles sobre esta clasificación y la significancia de los CAR, se puede consultar el Anexo 4, donde se presenta el Cuadro 13 y el Cuadro 14, que muestran la cantidad de CAR clasificados por su signo y si son significativos o no. La significancia se determinó considerando un nivel de confianza del 10%.

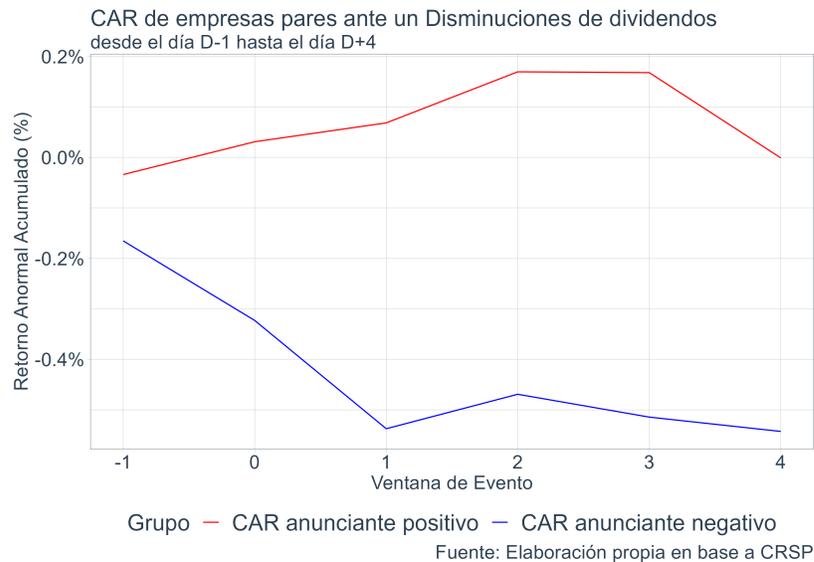


Figura 6: Retornos Anormales Acumulados de las empresas pares, ante disminuciones de dividendo, agrupados por un CAR de la empresa anunciante positivo o negativo.

Para los eventos de incremento de dividendos, se contabilizaron 469 casos con un CAR positivo de la empresa anunciante, correspondientes a 27.083 empresas pares, y 359 casos con un CAR negativo, asociados a 20.303 empresas pares. Por otro lado, en los anuncios de disminución de dividendos, se detectaron 143 eventos con un CAR positivo de la empresa anunciante, relacionados con 7.010 empresas pares, y 302 eventos con un CAR negativo, vinculados a 11.103 empresas pares.

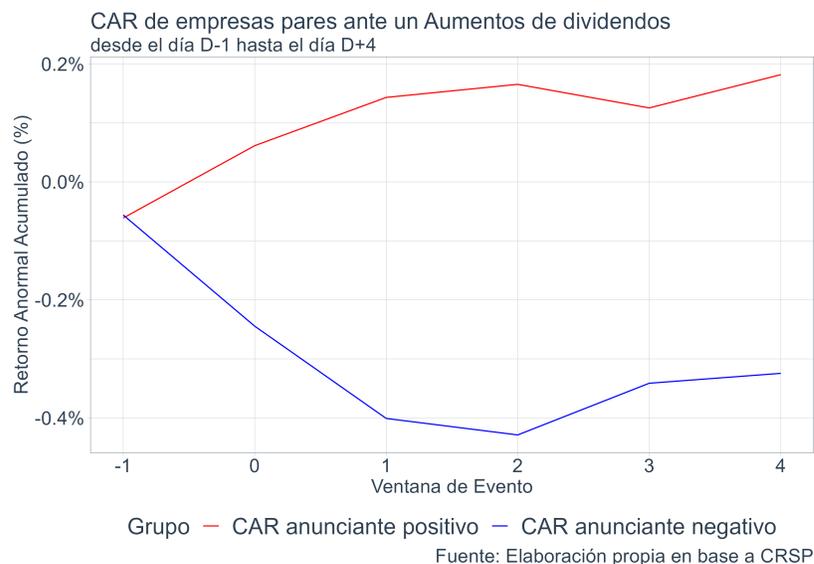


Figura 7: Retornos Anormales Acumulados de las empresas pares, ante aumentos de dividendo, agrupados por un CAR de la empresa anunciante mayor a 0 o un CAR de menor a 0

En el gráfico de la Figura 6, se ilustran las reacciones de las empresas pares clasificadas según el CAR de la empresa anunciante frente a anuncios de reducción de dividendos. Por otro lado, la Figura 7 despliega una segmentación similar pero en el escenario de incrementos de dividendos. Para profundizar en el análisis, se procedió a segmentar los eventos en base a los cuartiles del CAR de la empresa anunciante, en lugar de la clasificación binaria previa. Los gráficos que surgen de esta segmentación se encuentran en las Figuras 13 y 14, incluidas en el Anexo 6. Estos gráficos evidencian una correlación positiva entre el CAR de la empresa anunciante y el CAR de la empresa par.

El análisis gráfico revela una tendencia consistente en la relación entre el CAR de las empresas pares y el de la empresa anunciante, independientemente de si se trata de un aumento o una disminución en los dividendos. Se observa que cuando el CAR de la empresa anunciante es superior a cero, ya sea en el contexto de un incremento o una reducción de dividendos, el CAR promedio de las empresas pares también tiende a ser positivo. De manera similar, si el CAR de la empresa anunciante es negativo, el CAR promedio de las empresas pares sigue esta tendencia, registrando valores promedio inferiores a cero en ambos escenarios. Estos resultados evidencian cómo las empresas pares reaccionan según la magnitud del CAR de la empresa que anuncia.

### 4.3. Estimaciones

En esta sección, se presentan los resultados empíricos derivados de las regresiones realizadas para analizar los determinantes en la transferencia de información. Con el objetivo de proporcionar una comprensión exhaustiva y robusta de las relaciones subyacentes, se llevaron a cabo regresiones con y sin efectos fijos. Además, se exploraron tanto los retornos anormales acumulados (CAR) como los retornos anormales (AR) para ofrecer una perspectiva más completa.

En el Cuadro 5, se presentan los resultados de la estimación de la ecuación 13, pero sin considerar efectos fijos. La muestra se divide en dos categorías, aumentos y disminuciones de dividendos. En las primera dos columnas, realizamos la regresión solamente con el retorno anormal de la empresa anunciante ( $ACAR$ ), la variable de red de analistas en común de

Israelsen (2016),  $\rho_{a,p}^{an}$  y la interacción entre estas dos. En las columnas 3 y 4, se agregaron la variable  $IND$  y su interacción con  $ACAR$ , junto con la correlación de Pearson de los rendimientos entre ambas empresas en el período  $W0$ . Por último, en las columnas 5 y 6, se incluyeron controles de tamaño ( $Size$ ) para ambas firmas. Es relevante destacar que, en general, las variables mantuvieron su signo y significancia en todas las especificaciones. Mostrando un efecto positivo para  $ACAR$  y  $ACAR \times \rho_{a,p}^{an}$  tanto en aumentos como en disminuciones. Sin embargo, es esencial mencionar que, aunque estos resultados ofrecen una primera aproximación a las relaciones estudiadas, podrían estar sujetos a sesgos debido a la omisión de variables no observadas que son constantes a lo largo del tiempo pero varían entre unidades y a la influencia de cambios en el entorno a lo largo del tiempo.

Cada par de empresas puede tener características intrínsecas no observadas que afectan su comportamiento conjunto en relación con los dividendos. Estas características pueden surgir de la interacción específica entre las dos empresas, como relaciones comerciales previas, competencia directa en segmentos de mercado similares o la percepción conjunta por parte de los inversores y analistas. Si estas características específicas del par de empresas también están correlacionadas con las variables explicativas, los coeficientes estimados pueden estar sesgados. Además, las empresas operan en un entorno que cambia con el tiempo debido a factores macroeconómicos, tendencias del mercado o cambios en la regulación. Sin controlar estos efectos temporales, los resultados pueden no reflejar la verdadera relación causal entre las variables de interés. Para abordar estas preocupaciones, es crucial considerar la inclusión de efectos fijos en el análisis. Al agregar efectos fijos simétricos por par de empresas  $\delta_{a,p}^S$ , controlamos todas las características inobservables y constantes específicas de cada combinación única de empresas anunciante y par que podrían estar afectando la variable dependiente. Además, al incorporar efectos fijos temporales  $\gamma_{yq}$ , controlamos las variaciones comunes a todos los pares de empresas en un momento específico, como shocks macroeconómicos o cambios regulatorios.

En el Cuadro 6, se han incorporado efectos fijos por pares de empresas y por año-trimestre fiscal. Las primeras dos columnas muestran los resultados considerando únicamente el efecto fijo por pares, sin el temporal. Las columnas tres y cuatro, por su parte, integran ambos efectos. Al observar los aumentos de dividendo, es evidente que el CAR de la empresa anunciante tiene un impacto positivo y significativo al 1% sobre el CAR de la empresa par, bajo la

condición de que  $IND$  y  $\rho_{a,p}^{an}$  sean cero. Esta tendencia se mantiene en todas las especificaciones. No obstante, para las disminuciones de dividendo, la significancia de  $ACAR$  desaparece al incluir los efectos fijos. Aun así, es fundamental resaltar que la adición de estos efectos fijos ha reforzado la capacidad explicativa de los modelos, evidenciado por el aumento en los valores de  $R^2$  y  $R^2$  ajustado. El modelo más adecuado, basándonos en estas métricas, es el presentado en las columnas 3 y 4 del Cuadro 6, que incluye ambos efectos fijos. Por ello, nos enfocaremos en este modelo para el cálculo de efectos marginales y la interpretación posterior de los resultados.

|                               | <i>Variable Dependiente:</i> |                       |                      |                       |                       |                       |
|-------------------------------|------------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                               |                              |                       | PCAR                 |                       |                       |                       |
|                               | Disminución                  | Aumento               | Disminución          | Aumento               | Disminución           | Aumento               |
|                               | (1)                          | (2)                   | (3)                  | (4)                   | (5)                   | (6)                   |
| $ACAR$                        | 0.025***<br>(0.008)          | 0.042***<br>(0.006)   | 0.023***<br>(0.008)  | 0.031***<br>(0.006)   | 0.028***<br>(0.008)   | 0.031***<br>(0.006)   |
| $ACAR \times \rho_{a,p}^{an}$ | 0.107***<br>(0.032)          | 0.174***<br>(0.025)   | 0.111***<br>(0.034)  | 0.102***<br>(0.026)   | 0.103***<br>(0.034)   | 0.103***<br>(0.026)   |
| $\rho_{a,p}^{an}$             | 0.002<br>(0.002)             | -0.001<br>(0.001)     | 0.003<br>(0.002)     | -0.00001<br>(0.001)   | 0.001<br>(0.002)      | 0.0001<br>(0.001)     |
| $ACAR \times IND_{a,p}$       |                              |                       | -0.001<br>(0.011)    | 0.072***<br>(0.009)   | -0.001<br>(0.011)     | 0.072***<br>(0.009)   |
| $IND_{a,p}$                   |                              |                       | -0.0002<br>(0.001)   | -0.001***<br>(0.0004) | -0.0001<br>(0.001)    | -0.001***<br>(0.0004) |
| $COR_{a,p,w_0}$               |                              |                       | -0.004***<br>(0.002) | -0.0002<br>(0.001)    | -0.004**<br>(0.002)   | -0.001<br>(0.001)     |
| $ChangePeer_p$                |                              |                       |                      |                       | -0.008**<br>(0.004)   | 0.0001<br>(0.001)     |
| $PRIOR_p$                     |                              |                       |                      |                       | -0.0003<br>(0.001)    | 0.0005<br>(0.0003)    |
| $\ln(size_a)$                 |                              |                       |                      |                       | -0.001***<br>(0.0002) | 0.00001<br>(0.0001)   |
| $\ln(size_p)$                 |                              |                       |                      |                       | 0.0004**<br>(0.0002)  | 0.0002*<br>(0.0001)   |
| Constant                      | -0.001***<br>(0.0005)        | -0.001***<br>(0.0002) | -0.001<br>(0.001)    | -0.0004<br>(0.0003)   | 0.005<br>(0.003)      | -0.003*<br>(0.002)    |
| Observations                  | 18,113                       | 47,386                | 18,113               | 47,386                | 18,113                | 47,386                |
| $R^2$                         | 0.005                        | 0.009                 | 0.006                | 0.011                 | 0.007                 | 0.011                 |
| Adjusted $R^2$                | 0.005                        | 0.009                 | 0.006                | 0.010                 | 0.006                 | 0.010                 |

Note:

\*p<0.1; \*\*p<0.05; \*\*\*p<0.01

Cuadro 5: La tabla presenta los resultados de la regresión de la ecuación 13 sin efectos fijos. la variable dependiente son los CAR de la empresa par, desde el día  $D = 0$  hasta el día  $D + 1$  las principales variables explicativas son los retornos anormales acumulados de la empresa anunciante  $ACAR$ , la red de cobertura de analistas y su interacción con  $ACAR$ , una variable binaria que es igual a 1 si las empresas son de la misma industria, y su interacción con  $ACAR$ . Se controla por la correlación en el periodo de estimación  $W_0$ , la política de dividendos de la empresa par y variables de control contables de ambas empresas.

El coeficiente asociado a  $\rho_{a,p}^{an}$  representa el efecto de la red de analistas en común sobre  $PCAR$ , cuando  $ACAR$  es igual a cero. En los contextos de aumentos y disminuciones de dividendos, este coeficiente no alcanza significancia estadística. Esta observación sugiere que, si el CAR de la empresa anunciante es nulo, la presencia de analistas compartidos no ejerce influencia significativa en el CAR de las empresas pares. Esta interpretación tiene sentido, ya que un CAR de cero por parte de la empresa anunciante indica que no está comunicando información relevante al mercado. Como resultado, los analistas no tienen motivos para ajustar sus expectativas con respecto a las empresas pares. Para comprender el impacto de  $\rho_{a,p}^{an}$  cuando  $ACAR$  es distinto de 0, en el Anexo 7, la Figura 15 ilustra la variación del efecto marginal de los analistas en función del retorno anormal acumulado de la empresa anunciante. Es notable que, en contextos de aumentos de dividendos y cuando el CAR de la empresa anunciante supera el umbral de 5 %, la red de analistas compartidos ejerce un impacto positivo y significativo en el CAR de la empresa par. Sin embargo, si el  $ACAR$  es inferior a  $-10\%$ , este efecto marginal se invierte, tornándose negativo y significativo. Esta dinámica sugiere que, en escenarios de incremento de dividendos, la influencia de la red de analistas sobre el CAR de la empresa par está fuertemente condicionada por el valor del CAR de la empresa anunciante. Contrariamente, cuando la empresa anunciante opta por reducir sus dividendos, la red de analistas no manifiesta un efecto marginal significativo.

En relación con la variable  $IND$ , se observan comportamientos distintos según el tipo de efecto fijo empleado y el contexto de dividendos. En situaciones de disminución de dividendos, cuando se utiliza únicamente el efecto fijo por par de empresa, el coeficiente asociado a  $IND$  es positivo y significativo. Sin embargo, al incorporar conjuntamente el efecto fijo por año-trimestre y por par de empresas, dicho coeficiente pierde tanto su signo como su significancia. Contrariamente, en el contexto de aumentos de dividendos, el coeficiente mantiene su signo negativo y su significancia al 10 % en ambos modelos. Esto quiere decir que, durante aumentos de dividendos y cuando el CAR de la empresa anunciante es nulo, las empresas pares que pertenecen a la misma industria tienen un retorno anormal menor que las empresas de la misma industria. En cambio, en situaciones de disminución de dividendos y con un  $ACAR$  nulo, no hay una diferencia significativa entre ambos grupos.

| Variable Dependiente:         | PCAR        |           |             |           |
|-------------------------------|-------------|-----------|-------------|-----------|
|                               | Disminución | Aumento   | Disminución | Aumento   |
| Model:                        | (1)         | (2)       | (3)         | (4)       |
| <i>Variables</i>              |             |           |             |           |
| ACAR                          | 0.0664*     | 0.0511*** | 0.0591      | 0.0481*** |
|                               | (0.0362)    | (0.0134)  | (0.0438)    | (0.0168)  |
| $ACAR \times \rho_{a,p}^{an}$ | -0.1705     | 0.1580*** | -0.1588     | 0.1667*** |
|                               | (0.1725)    | (0.0551)  | (0.1598)    | (0.0590)  |
| $\rho_{a,p}^{an}$             | -0.0147     | -0.0003   | -0.0033     | 0.0018    |
|                               | (0.0109)    | (0.0041)  | (0.0127)    | (0.0043)  |
| $ACAR \times IND_{a,p}$       | 0.0786      | 0.0702*** | 0.1004      | 0.0566**  |
|                               | (0.0721)    | (0.0203)  | (0.0709)    | (0.0275)  |
| $IND_{a,p}$                   | 0.0197**    | -0.0210*  | -0.0021     | -0.0245*  |
|                               | (0.0088)    | (0.0113)  | (0.0049)    | (0.0127)  |
| $COR_{a,p,w_0}$               | -0.0077     | -0.0016   | -0.0177     | -0.0084** |
|                               | (0.0071)    | (0.0019)  | (0.0115)    | (0.0036)  |
| $ChangePeer_p$                | -0.0085     | -0.0009   | -0.0102     | -0.0008   |
|                               | (0.0069)    | (0.0011)  | (0.0073)    | (0.0010)  |
| $PRIOR_p$                     | -0.0031     | 0.0009    | -0.0038     | 0.0007    |
|                               | (0.0022)    | (0.0006)  | (0.0029)    | (0.0006)  |
| $\ln(size_a)$                 | -0.0002     | 0.0004    | 0.0018      | 0.0014*   |
|                               | (0.0013)    | (0.0004)  | (0.0024)    | (0.0008)  |
| $\ln(size_p)$                 | 0.0010      | 0.0002    | 0.0040      | 0.0008    |
|                               | (0.0016)    | (0.0004)  | (0.0028)    | (0.0007)  |
| <i>Fixed-effects</i>          |             |           |             |           |
| $\delta_{a,p}^S$              | Yes         | Yes       | Yes         | Yes       |
| $\gamma_{yq}$                 |             |           | Yes         | Yes       |
| <i>Fit statistics</i>         |             |           |             |           |
| Observations                  | 18,113      | 47,386    | 18,113      | 47,386    |
| R <sup>2</sup>                | 0.90434     | 0.74662   | 0.91219     | 0.75704   |
| Adjusted R <sup>2</sup>       | 0.06196     | 0.11043   | 0.09528     | 0.14105   |

Errores estándar clusterizados ( $\delta_{a,p}^S$  y  $\gamma$ ) entre paréntesis

Códigos de Significancia: \*\*\*: 0.01, \*\*: 0.05, \*: 0.1

Cuadro 6: La tabla presenta los resultados de la regresión de la ecuación 13. la variable dependiente son los CAR de la empresa par, desde el día  $D = 0$  hasta el día  $D + 1$  las principales variables explicativas son los retornos anormales acumulados de la empresa anunciante  $ACAR$ , la red de cobertura de analistas y su interacción con  $ACAR$ , una variable binaria que es igual a 1 si las empresas son de la misma industria, y su interacción con  $ACAR$ . Se controla por la correlación en el periodo de estimación  $W_0$ , la política de dividendos de la empresa par y variables de control contables de ambas empresas. Se utilizan además efectos fijos por par de empresas simétrico y por año y trimestre fiscal

Para profundizar en este análisis, se calculó el efecto marginal de  $IND$ , el cual se presenta detalladamente en la Figura 16 del Anexo 7. En el escenario de aumentos de dividendos, cuando el  $ACAR$  es inferior a 0, el efecto marginal de pertenecer a la misma industria es negativo. Esto sugiere que, si el retorno anormal de la empresa anunciante es negativo, las empresas pares de la misma industria registrarán un retorno anormal aún más negativo en comparación con aquellas empresas pares de industrias diferentes. Sin embargo, si el  $CAR$  de la empresa anunciante es positivo, el efecto marginal de  $IND$  no es significativo, lo que indica que el  $CAR$  de las empresas pares de la misma industria no difiere significativamente del  $CAR$  de empresas pares de otras industrias. En el contexto de disminuciones de dividendos, el efecto marginal de  $IND$  no muestra significancia.

Tanto el efecto marginal de  $IND$  como el de  $\rho_{a,p}^{an}$ , dependen del retorno anormal de la empresa anunciante. Si la empresa anunciante presenta un  $CAR$  negativo, lo cual indica que el aumento de dividendos no se percibe como una noticia positiva para el mercado, los analistas pueden interpretar esta señal como una indicación de que la empresa carece de proyectos de inversión rentables para reinvertir sus ganancias. Esta interpretación podría extenderse a otras empresas seguidas por los analistas, lo que generaría una señal negativa para estas empresas, ya que se asumiría que tampoco tienen oportunidades de inversión atractivas. En esta situación, las empresas pares de la misma industria podrían experimentar un  $CAR$  menor en comparación con las empresas pares de industrias distintas, debido a que los proyectos de inversión generalmente se asocian a una industria en particular. Por otro lado, si la empresa anunciante registra un  $CAR$  positivo, los analistas podrían interpretarlo como una señal positiva. En este caso, los analistas ajustarían sus expectativas al alza para otras empresas que siguen, sin importar si estas empresas pertenecen a la misma industria o a industrias diferentes. El efecto de la industria en este contexto no sería tan relevante, ya que el enfoque principal se centra en la percepción positiva del mercado con respecto al anuncio de dividendos de la empresa anunciante.

Al analizar la variable  $ACAR$ , se observan comportamientos distintivos en función de los aumentos y disminuciones de dividendos. En el contexto de los aumentos de dividendos, los coeficientes asociados a  $ACAR$ ,  $ACAR \times \rho_{a,p}^{an}$  y  $AAR \times IND_{a,p}$ , son positivos y significativos. Esto sugiere que tanto la red de analistas como la pertenencia a la misma industria amplifican el efecto marginal de  $ACAR$ . Sin embargo, en el escenario de las disminuciones

de dividendos, la incorporación de efectos fijos provoca que los coeficientes relacionados con ACAR y sus interacciones pierdan su significancia. Es esencial señalar que el coeficiente  $\beta$  asociado a ACAR indica el impacto de ACAR cuando IND y  $\rho_{a,p}^{an}$  son nulos. Sin embargo, esta interpretación enfrenta ciertas restricciones en nuestro estudio, ya que, en nuestra muestra, la red de analistas nunca es cero.

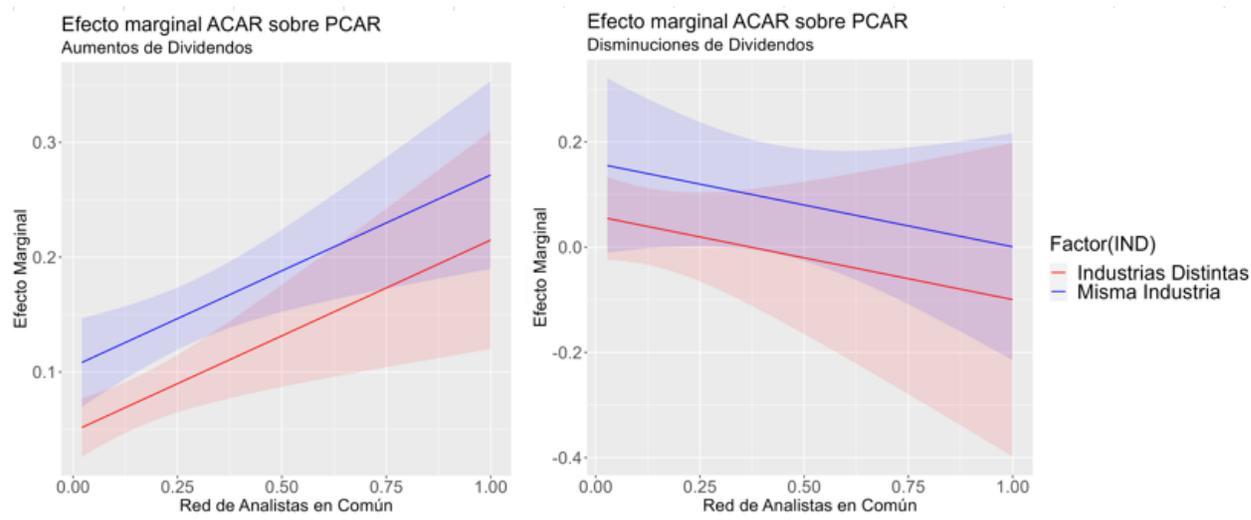


Figura 8: Variación en el efecto marginal de ACAR, ante cambio en  $\rho_{a,p}^{an}$  y diferenciando entre empresas de la misma industria y empresas de industrias distintas. A la izquierda se muestra para Aumentos y a la derecha para Disminuciones. El intervalo de confianza fue construido al 95%

Para una comprensión más profunda, recurrimos a los efectos marginales ilustrados en la figura 8. Esta figura revela que, para los aumentos, el efecto marginal de ACAR es consistentemente positivo y significativo, independientemente de los valores de IND o  $\rho_{a,p}^{an}$ . A pesar de ello, un incremento en la red de analistas conduce a un aumento en el efecto marginal de ACAR. Es notable que las empresas pares de la misma industria son más influenciadas por ACAR en comparación con aquellas de diferentes industrias. Sin embargo, esta diferencia se atenúa cuando hay un alto número de analistas en común, lo que indica que la transferencia de información entre empresas pares, ya sean de la misma industria o de diferentes, tiende a ser similar cuando la red de analistas es amplia. Por otro lado, en el caso de las disminuciones, el efecto marginal de ACAR no muestra significancia, y no se percibe un impacto definido de IND o de la red de analistas sobre dicho efecto.

La pérdida de significancia de los efectos marginales en las disminuciones de dividendo esta relacionada con la teoría de Grennan (2019), quien argumenta que el comportamiento de las empresas pares tiene un impacto sólido y significativo en los aumentos de dividendos,

pero no en las reducciones. Una posible explicación es que las empresas pares, al observar una disminución de dividendos en otra empresa, pueden ser reacias a seguir ese camino debido a las connotaciones negativas asociadas. Una reducción en los dividendos puede ser interpretada por el mercado como una señal de problemas financieros. Por otro lado, un aumento en los dividendos es generalmente visto como una señal de confianza y solidez financiera. Por lo tanto, dado que las empresas a menudo compiten por atraer inversores, es más probable que busquen igualar o superar los dividendos al alza de sus competidores para parecer más atractivas. Esta tendencia hacia la competencia positiva puede explicar la prevalencia de aumentos de dividendos en comparación con las disminuciones. Como resultado, la reacción de los CAR de las empresas pares puede ser más heterogénea, debido a que menos analistas ajustaran sus expectativas con respecto a esta empresa.

Para los aumentos de dividendos, la correlación entre ambas empresas,  $COR_{a,p,w_0}$ , se vuelve significativa solo cuando se incorporan ambos efectos fijos y es negativa. Esta relación negativa sugiere que, cuando la empresa anunciante experimenta un aumento en sus dividendos, las empresas pares con una mayor correlación de rendimientos con la empresa anunciante tienden a mostrar retornos anormales acumulados (CAR) más bajos. Una posible explicación para este comportamiento es que los inversores podrían percibir que las empresas altamente correlacionadas con la empresa anunciante ya han incorporado parcialmente la información positiva del aumento de dividendos en sus precios. Es decir, la anticipación de buenas noticias ya podría estar reflejada en el precio de las acciones de las empresas pares altamente correlacionadas, lo que lleva a menores CAR cuando la noticia se anuncia oficialmente. La significancia al agregar ambos efectos fijos podría indicar que la relación entre la correlación de rendimientos y el CAR de la empresa par es más clara y robusta cuando se controla tanto por características específicas de la combinación de empresas como por factores temporales.

En el caso de las disminuciones, la variable  $COR_{a,p,w_0}$  es negativa y significativa en la mayoría de las especificaciones, excepto cuando solo se utiliza el efecto fijo por par de empresas. Esta relación negativa indica que, a medida que aumenta la correlación, la empresa par mostrará un CAR de mayor magnitud y más negativo. Esto podría interpretarse como que las empresas pares altamente correlacionadas con la empresa anunciante son más sensibles a las malas noticias, amplificando el efecto negativo en sus retornos. La pérdida de significancia al solo considerar el efecto fijo por par de empresas podría deberse a que, en este modelo, se

omiten factores temporales que podrían estar influyendo en la relación entre la correlación y el CAR, lo que lleva a una estimación menos precisa de la relación.

Las variables que controlan la política de dividendos de la empresa par no muestran significancia, al igual que las variables contables. Esto sugiere que ni la política de dividendos de las empresas pares ni el tamaño de las empresas par y anunciante tienen un impacto significativo en los resultados.

En el Cuadro 16 del Anexo 8, presentamos los resultados de la regresión basada en la ecuación 17, que incorpora tanto aumentos como disminuciones de dividendos, diferenciándolos mediante la variable *Event*. Al analizar conjuntamente ambos tipos de eventos, observamos que la mayoría de las variables pierden significancia estadística (debido a la poca significancia de las disminuciones), con la notable excepción de la correlación histórica entre las empresas. Este resultado sugiere que la correlación histórica ejerce un efecto similar tanto en los aumentos como en las disminuciones de dividendos. Además, la variable *Event* muestra un valor positivo y es significativa al 10 %, indicando que, incluso con un *ACAR*,  $\rho_{a,p}^{an}$  e *IND* son igual a 0, los aumentos tienen un impacto mayor que las disminuciones.

Para obtener una comprensión más detallada de los efectos de las variables, hemos calculado los efectos marginales y presentamos los resultados en las Figuras 17 y 18 del Anexo 8. En la primera figura, se ilustra el efecto marginal de la variable *Event*, que representa la diferencia en la transferencia de información entre aumentos y disminuciones de dividendos. En el gráfico, se observa que el impacto de *ACAR* en *PCAR* es consistentemente mayor durante los aumentos, aunque esta disparidad no es significativa cuando *ACAR* se encuentra en el rango de  $-0,1$  a  $0$ .

En la segunda figura, se presenta el efecto marginal de *ACAR* variando la cantidad de analistas en común. Se destaca que, en el caso de los aumentos, *ACAR* muestra significancia en todo el rango. En contraste, para las disminuciones, *ACAR* solo exhibe un efecto positivo y significativo sobre *PCAR* en rangos específicos de la red de analistas, particularmente entre  $0,1$  y  $0,5$ . Es relevante señalar que la magnitud de este efecto es menor en comparación con la observada en los aumentos.

Anteriormente, examinamos los resultados de nuestra regresión utilizando los Retornos Anormales Acumulados (CAR) de las empresas. Ahora, nos enfocaremos en presentar los resultados de un modelo alternativo que utiliza los Retornos Anormales Individuales (AR) como nuestra variable de interés, tal como se muestra en la ecuación 18. La principal diferencia entre estos dos enfoques radica en cómo medimos el impacto de los anuncios. El modelo basado en CAR proporciona una visión del impacto acumulado del dividendo, lo que podría no captar ciertos patrones o cambios diarios en el retorno anormal. Por otro lado, el modelo de AR nos permite identificar cambios diarios en el retorno y respuestas al mercado en los días posteriores. En términos de resultados, podríamos esperar que el modelo con AR individuales sea más sensible a las variaciones en las variables clave, ya que captura la información a nivel diario. Esto podría revelar patrones de comportamiento del mercado y transferencia de información que podrían pasar desapercibidos en el modelo basado en CAR. Además, la resolución diaria podría ayudarnos a entender cómo evoluciona la reacción del mercado a medida que transcurre el tiempo. En resumen, al utilizar el modelo con AR individuales, estamos explorando la transferencia de información con mayor detalle y resolución temporal.

En el cuadro 7, se presentan los resultados utilizando AR. En primer lugar, notamos que los valores de  $R^2$  y  $R^2$  ajustado son más bajos en el modelo de AR individuales. Esto sugiere que, al considerar retornos diarios en lugar de acumulados, se introduce más dispersión en los datos, lo que afecta la capacidad del modelo para explicar la variabilidad en los retornos. Nuevamente, el modelo que presenta una mayor capacidad explicativa es aquel que incorpora ambos efectos fijos. Al contrastar este modelo con el basado en CAR, emergen diferencias notables, especialmente en el contexto de las disminuciones, donde varias variables adquieren significancia. Específicamente, los coeficientes asociados a  $AAR \times \rho_{a,p}^{an}$ ,  $AAR \times IND_{a,p}$  e  $IND$  resultan ser significativos y positivos en el modelo AR, a diferencia del modelo CAR donde no alcanzaban significancia. Además, el coeficiente de Prior se manifiesta como negativo y significativo en el modelo AR, a pesar de no haber sido significativo en el modelo CAR. Finalmente, los coeficientes relacionados con el tamaño muestran una ganancia en significancia en ambos eventos, manifestándose como positivos y significativos, a diferencia de su comportamiento en el modelo CAR donde no eran significativos. Es importante notar que para los aumentos de dividendos no hay diferencias importantes entre el modelo AR y CAR.

| Dependent Variable:          | PAR (0,4)              |                                   |                        |                                   |
|------------------------------|------------------------|-----------------------------------|------------------------|-----------------------------------|
|                              | Disminución            | Aumento                           | Disminución            | Aumento                           |
| Model:                       | (1)                    | (2)                               | (3)                    | (4)                               |
| <i>Variables</i>             |                        |                                   |                        |                                   |
| AAR(0,4)                     | -0.0029<br>(0.0094)    | 0.0208***<br>(0.0049)             | -0.0051<br>(0.0095)    | 0.0196**<br>(0.0086)              |
| $AAR \times \rho_{a,p}^{an}$ | 0.2902***<br>(0.0509)  | 0.1277***<br>(0.0261)             | 0.2893**<br>(0.1262)   | 0.1282***<br>(0.0293)             |
| $\rho_{a,p}^{an}$            | 0.0012<br>(0.0037)     | 0.0003<br>(0.0011)                | 0.0005<br>(0.0042)     | 0.0012<br>(0.0012)                |
| $AAR \times IND_{a,p}$       | 0.0349***<br>(0.0113)  | 0.0619***<br>(0.0072)             | 0.0356**<br>(0.0154)   | 0.0607***<br>(0.0128)             |
| $IND_{a,p}$                  | 0.0250***<br>(0.0022)  | -0.0072***<br>(0.0007)            | 0.0135***<br>(0.0019)  | -0.0111***<br>(0.0018)            |
| $COR_{a,p,w_0}$              | -0.0090***<br>(0.0023) | -0.0017***<br>(0.0006)            | -0.0162***<br>(0.0044) | -0.0045***<br>(0.0012)            |
| $ChangePeer_p$               | -0.0024<br>(0.0015)    | $3,98 \times 10^{-5}$<br>(0.0003) | -0.0028<br>(0.0017)    | 0.0001<br>(0.0003)                |
| $PRIOR_p$                    | -0.0014**<br>(0.0006)  | 0.0003<br>(0.0002)                | -0.0021***<br>(0.0007) | $8,59 \times 10^{-5}$<br>(0.0002) |
| $\ln(size_a)$                | 0.0030***<br>(0.0005)  | 0.0008***<br>(0.0001)             | 0.0080***<br>(0.0011)  | 0.0022***<br>(0.0003)             |
| $\ln(size_p)$                | 0.0048***<br>(0.0005)  | 0.0012***<br>(0.0001)             | 0.0106***<br>(0.0013)  | 0.0024***<br>(0.0003)             |
| <i>Fixed-effects</i>         |                        |                                   |                        |                                   |
| $\delta_{a,p}^S$             | Yes                    | Yes                               | Yes                    | Yes                               |
| $\gamma_{yq}$                |                        |                                   | Yes                    | Yes                               |
| <i>Fit statistics</i>        |                        |                                   |                        |                                   |
| Observations                 | 90,565                 | 236,930                           | 90,565                 | 236,930                           |
| R <sup>2</sup>               | 0.18620                | 0.14548                           | 0.19040                | 0.14835                           |
| Adjusted R <sup>2</sup>      | 0.00805                | 0.00286                           | 0.01199                | 0.00574                           |

*Errores estándar clusterizados ( $\delta_{a,p}^S$  y  $\gamma$ ) entre paréntesis*

*Códigos de Significancia: \*\*\*: 0.01, \*\*: 0.05, \*: 0.1*

Cuadro 7: La tabla presenta los resultados de los determinantes en la transferencia de información. la variable dependiente son los retornos anormales de la empresa par, desde el día  $D = 0$  hasta el día  $D + 4$  las principales variables explicativas son los retornos anormales acumulados de la empresa anunciante  $AAR$  en el mismo periodo, la red de cobertura de analistas y su interacción con  $AAR$ , una variable binaria que es igual a 1 si las empresas son de la misma industria, y su interacción con  $AAR$ . Se controla por la correlación en el periodo de estimación  $W_0$ , la política de dividendos de la empresa par y variables de control contables de ambas empresas. se utilizan además efectos fijos por par de empresas y por año y trimestre fiscal

La Figura 9 ilustra los efectos marginales de  $AAR$  sobre  $PAR$ . En el contexto de los aumentos, el efecto marginal de  $AAR$  se mantiene positivo y significativo, independientemente de los valores de la red de analistas o de  $IND$ . No obstante, en esta ocasión, la distinción en el efecto marginal de  $ACAR$  entre empresas pares de la misma industria y aquellas de industrias diferentes es más pronunciada y significativa, evidenciando una transferencia de información más intensa entre empresas pertenecientes a la misma industria. De manera inesperada, para las disminuciones, el efecto marginal de  $AAR$  resulta ser positivo y significativo, y su magnitud se intensifica a medida que aumenta el número de analistas compartidos. Sin embargo, la variación en el efecto marginal de  $ACAR$  entre empresas pares de la misma industria y las de diferentes industrias es inexistente. Esto sugiere que, tras una disminución de dividendos, la transferencia de información es homogénea entre empresas de la misma industria y aquellas de diferentes industrias, siempre que estas empresas presenten un valor igual en la red de analistas compartidos.

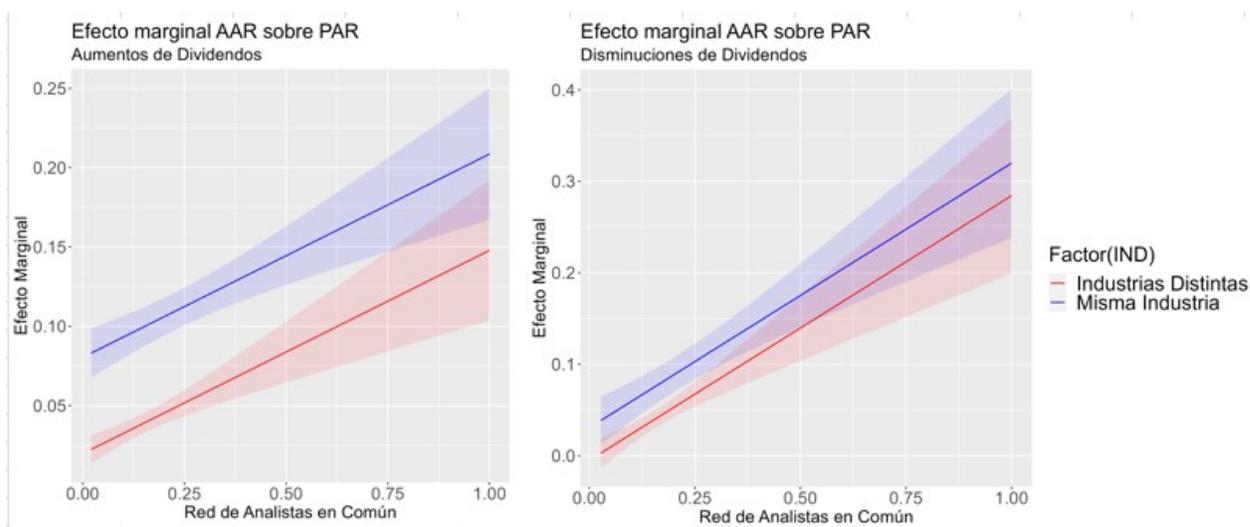


Figura 9: Variación en el efecto marginal de  $AAR$ , ante cambio en  $\rho_{a,p}^{an}$  y diferenciando entre empresas de la misma industria y empresas de industrias distintas. A la izquierda se muestra para Aumentos y a la derecha para Disminuciones. El intervalo de confianza fue construido al 95%.

Las Figuras 19 y 20, presentadas en el Anexo 9, ilustran los efectos marginales de  $IND$  y de  $\rho_{a,p}^{an}$ . En relación con la red de analistas en común, su efecto marginal es significativo tanto en aumentos como en disminuciones, siempre y cuando el  $AR$  de la empresa anunciante no sea nulo. Este efecto es positivo cuando  $AAR$  es superior a 0 y negativo en caso contrario. En cuanto a la variable  $IND$ , su efecto marginal muestra una significancia más pronunciada en el modelo con  $AR$  en comparación con el modelo que utiliza  $CAR$ . Durante los aumentos, este

efecto es coherente con la dirección de AAR y resulta ser significativo. Para las disminuciones, el efecto marginal se manifiesta positivamente, pero solo cuando AAR supera el valor de 10 %.

## 5. Conclusión

Nuestro estudio aporta evidencia empírica que confirma la existencia de una transferencia de información significativa entre empresas que comparten analistas comunes, en el contexto de anuncios de cambios inesperados en sus dividendos. Esta dinámica de transferencia de información demuestra ser particularmente robusta en escenarios donde las empresas anunciantes experimentan aumentos en sus dividendos. Sin embargo, la robustez de esta transferencia no se manifiesta con la misma intensidad en los casos de disminuciones de dividendos.

El mecanismo subyacente a esta transferencia de información radica en la capacidad de los analistas para actualizar sus expectativas no solo respecto a la empresa que hace el anuncio, sino también en relación con otras empresas que siguen, en la misma dirección del cambio en el retorno de la empresa anunciante. Esto refleja la importancia de los analistas como intermediarios clave en el mercado financiero. Su función no se limita a interpretar la situación de una única empresa, sino que se extiende a considerar el impacto más amplio que esta noticia puede tener en todo su conjunto de empresas bajo cobertura.

En términos cuantitativos, nuestros hallazgos revelan una relación positiva entre el retorno anormal, tanto diario (AR) como acumulado (CAR), de la empresa anunciante y su empresa par, en el contexto de aumentos en los dividendos. Curiosamente, en el caso de las disminuciones, esta relación se mantiene únicamente con el AR. Además, hemos observado que el efecto de la transferencia de información se amplifica proporcionalmente con el número de analistas que siguen a ambas empresas, lo que indica que la magnitud de la transferencia de información es directamente proporcional a la red de analistas en común.

Sin embargo, es crucial señalar que, mientras que los aumentos en los dividendos mantienen su significancia en el CAR, el impacto de las disminuciones en los dividendos se vuelve estadísticamente insignificante. Este hallazgo es coherente con la investigación de Grennan (2019), quien sugiere que únicamente los aumentos en los dividendos generan un efecto contagio significativo dentro de la industria.

Corroborando la literatura existente, como la aportada por Firth (1996), nuestro estudio también identifica una transferencia de información positiva entre empresas pertenecientes a la misma industria. Este resultado refuerza la noción de que los anuncios de dividendos de una empresa tienen el potencial de influir en la percepción del mercado sobre otras empresas del mismo sector, evidenciando la interconexión y la sensibilidad del mercado a las señales corporativas.

La relevancia de esta conclusión tiene relevancia tanto para los inversionistas como para los administradores de empresas. Para los inversionistas, comprender esta transferencia de información es fundamental, ya que les permite tomar decisiones de inversión más informadas. Cuando se produce un anuncio de cambio en el dividendo de una empresa, los analistas revisan y ajustan sus expectativas no solo para esa empresa, sino también para otras compañías en su cartera. Los inversionistas pueden aprovechar esta información para tomar decisiones basadas en datos actualizados, lo que puede ser beneficioso para sus estrategias de inversión. Por otro lado, para los administradores de empresas, esta conclusión es igualmente valiosa. Les brinda una herramienta única para comprender cómo los anuncios de dividendos afectan las percepciones de los accionistas y los inversores en general. Los administradores pueden observar cómo reacciona el mercado y cómo cambian las expectativas de los analistas, lo que les permite adaptar sus políticas empresariales y estrategias de comunicación para satisfacer las demandas de los accionistas. Esta adaptabilidad es esencial para mantener una relación sólida con los inversionistas y garantizar el éxito a largo plazo de la empresa.

Una línea de investigación que podría explorarse en el futuro es analizar cómo la reputación y la precisión de los analistas influyen en la transferencia de información entre empresas. La credibilidad y la trayectoria de un analista podrían desempeñar un papel importante en la forma en que se reciben y procesan las recomendaciones e informes. Por lo tanto, explorar cómo los analistas de renombre afectan la difusión de información podría arrojar luz sobre las dinámicas detrás de esta transferencia y cómo se modulan a través de la confiabilidad de los analistas.

# Anexos

## Anexo 1

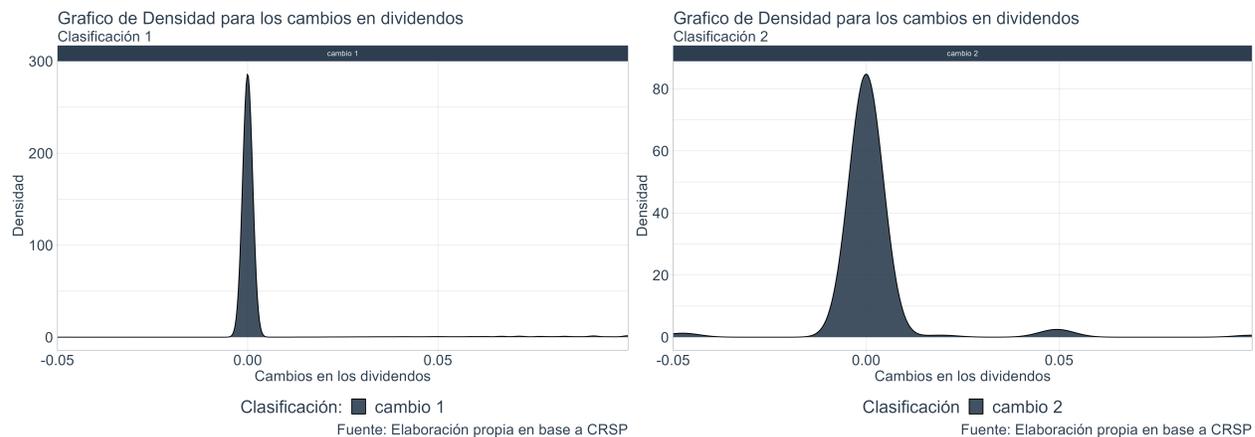


Figura 10: Se presentan los gráficos de densidad de los cambios en los dividendos. En el lado derecho, se observan los cambios realizados por las empresas pertenecientes a la clasificación 1, mientras que en el lado izquierdo se muestran los cambios efectuados por las empresas de la clasificación 2 de cambios en los dividendos.

## Anexo 2

|                       | Muestra Completa |          |      |        |        |
|-----------------------|------------------|----------|------|--------|--------|
|                       | Mean             | Desv Est | Min  | Median | Max    |
| Empresas conectadas   | 55,79            | 33,69    | 1,00 | 51,50  | 195,00 |
| $\rho_{a,p}^{an}$     | 0,18             | 0,15     | 0,02 | 0,13   | 1,00   |
| Analistas Compartidos | 2,27             | 3,03     | 1,00 | 1,00   | 36,00  |

Cuadro 8: Estadística descriptiva para la muestra de analistas: se calculo la media, la desviación estándar, el Mínimo, la mediana(p50) y el Máximo, para las conexiones de empresas en cada evento, la red de cobertura común de analistas de cada conexión en cada evento y los analistas en común en cada conexión de cada evento.

## Anexo 3

|                   | PCAR     | ACAR     | $\rho_{a,p}^{an}$ | $IND_{a,p}$ | $COR_{a,p,w_0}$ | $ChangePeer_p1$ | $PRIOR_p$ | $\ln(size_a)$ | $\ln(size_p)$ |
|-------------------|----------|----------|-------------------|-------------|-----------------|-----------------|-----------|---------------|---------------|
| PCAR              |          |          |                   |             |                 |                 |           |               |               |
| ACAR              | 0,083*** |          |                   |             |                 |                 |           |               |               |
| $\rho_{a,p}^{an}$ | 0,000    | -0,005   |                   |             |                 |                 |           |               |               |
| $IND_{a,p}$       | -0,004   | 0,019*** | 0,355***          |             |                 |                 |           |               |               |
| $COR_{a,p,w_0}$   | -0,006   | 0,014**  | 0,132***          | 0,159***    |                 |                 |           |               |               |
| $ChangePeer_p$    | 0,001    | 0,025*** | 0,000             | 0,002       | 0,031***        |                 |           |               |               |
| $PRIOR_p$         | 0,008    | 0,016*** | 0,028***          | -0,042***   | -0,023***       | 0,025***        |           |               |               |
| $\ln(size_a)$     | -0,005   | 0,088*** | -0,143***         | 0,020***    | 0,303***        | 0,021***        | -0,036*** |               |               |
| $\ln(size_p)$     | 0,010    | 0,045*** | -0,079***         | -0,027***   | 0,357***        | 0,028***        | 0,162***  | 0,268***      |               |

Códigos de Significancia: \*\*\*: 0.01, \*\*: 0.05, \*: 0.1

Cuadro 9: Correlaciones y su significancia entre los determinantes de transferencia de información

|                 | Aumentos |          |        |        |        | Disminuciones |          |        |        |        |
|-----------------|----------|----------|--------|--------|--------|---------------|----------|--------|--------|--------|
|                 | Mean     | Desv Est | Min    | Median | Max    | Mean          | Desv Est | Min    | Median | Max    |
| $IND_n$         | 0,333    | 0,471    | 0,000  | 0,000  | 1,000  | 0,308         | 0,462    | 0,000  | 0,000  | 1,000  |
| $COR_{a,p,w_0}$ | 0,290    | 0,213    | -0,364 | 0,261  | 0,961  | 0,234         | 0,208    | -0,326 | 0,185  | 0,954  |
| $ChangePeer_p$  | 0,015    | 0,179    | 0,000  | 0,000  | 10,029 | -0,011        | 0,079    | -0,979 | 0,000  | 0,000  |
| $PRIOR$         | 0,280    | 0,449    | 0,000  | 0,000  | 1,000  | 0,299         | 0,458    | 0,000  | 0,000  | 1,000  |
| $\ln(size_a)$   | 14,990   | 1,590    | 10,413 | 15,007 | 19,171 | 14,218        | 1,726    | 9,593  | 14,157 | 18,970 |
| $\ln(size_p)$   | 14,353   | 1,708    | 7,227  | 14,337 | 20,206 | 14,093        | 1,732    | 8,080  | 14,050 | 20,182 |

Cuadro 10: Estadística descriptiva de los determinantes de la transferencia de información para Aumentos y Disminuciones.

|                 | Toda la muestra |          |        |        |        |
|-----------------|-----------------|----------|--------|--------|--------|
|                 | Mean            | Desv Est | Min    | Median | Max    |
| $IND_n$         | 0,326           | 0,469    | 0,000  | 0,000  | 1,000  |
| $COR_{a,p,w_0}$ | 0,275           | 0,213    | -0,364 | 0,238  | 0,961  |
| $ChangePeer_p$  | 0,008           | 0,158    | -0,979 | 0,000  | 10,029 |
| $PRIOR$         | 0,285           | 0,452    | 0,000  | 0,000  | 1,000  |
| $\ln(size_a)$   | 14,776          | 1,665    | 9,593  | 14,839 | 19,171 |
| $\ln(size_p)$   | 14,281          | 1,719    | 7,227  | 14,266 | 20,206 |

Cuadro 11: Estadística descriptiva de los determinantes de la transferencia de información para toda la muestra.

## Anexo 4

| Modelo de Mercado |                      |          |                          |          |
|-------------------|----------------------|----------|--------------------------|----------|
| Día del evento    | Aumento de Dividendo |          | Disminución de Dividendo |          |
|                   | AR                   | CAR      | AR                       | CAR      |
| -10               | -0,013 %             | -0,013 % | -0,105 %                 | -0,105 % |
| -9                | 0,018 %              | 0,005 %  | 0,000 %                  | -0,105 % |
| -8                | -0,026 %             | -0,022 % | -0,205 %                 | -0,311 % |
| -7                | -0,064 %             | -0,085 % | 0,163 %                  | -0,148 % |
| -6                | 0,064 %              | -0,021 % | 0,205 %                  | 0,057 %  |
| -5                | 0,050 %              | 0,030 %  | 0,196 %                  | 0,254 %  |
| -4                | 0,061 %              | 0,091 %  | -0,020 %                 | 0,234 %  |
| -3                | 0,086 %              | 0,177 %  | 0,008 %                  | 0,241 %  |
| -2                | 0,017 %              | 0,195 %  | -0,136 %                 | 0,105 %  |
| -1                | -0,020 %             | 0,174 %  | -0,159 %                 | -0,054 % |
| 0                 | 0,431 %              | 0,605 %  | -1,105 %                 | -1,159 % |
| 1                 | 0,310 %              | 0,915 %  | -0,650 %                 | -1,809 % |
| 2                 | -0,035 %             | 0,880 %  | -0,117 %                 | -1,926 % |
| 3                 | -0,014 %             | 0,866 %  | 0,059 %                  | -1,867 % |
| 4                 | 0,089 %              | 0,954 %  | -0,329 %                 | -2,196 % |
| 5                 | 0,015 %              | 0,969 %  | -0,058 %                 | -2,254 % |
| 6                 | 0,019 %              | 0,988 %  | 0,183 %                  | -2,071 % |
| 7                 | 0,063 %              | 1,052 %  | -0,244 %                 | -2,315 % |
| 8                 | 0,037 %              | 1,089 %  | -0,008 %                 | -2,323 % |
| 9                 | -0,079 %             | 1,009 %  | 0,271 %                  | -2,051 % |
| 10                | -0,013 %             | 0,996 %  | -0,016 %                 | -2,067 % |

Cuadro 12: Se muestra el retorno anormal (AR) y retorno anormal acumulado (CAR) de la empresa anunciante, la ventana de evento es desde el día D-10 hasta el día D+10. Para llevar a cabo el calculo se utilizó el modelo de mercado especificado en la ecuación 6

| <b>evento</b> | <b>CAR anunciante</b> | <b>no significativo</b> | <b>significativo</b> |
|---------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|
| aumento       | negativo              | 346                     | 13                   |
| aumento       | positivo              | 435                     | 34                   |
| disminución   | negativo              | 170                     | 33                   |
| disminución   | positivo              | 132                     | 11                   |

Cuadro 13: El cuadro presenta una clasificación de los retornos anormales acumulados (CAR) de las empresas anunciantes en función de su significancia (10%), considerando tanto si su CAR fue positivo o negativo como si el evento involucró un aumento o una disminución en los dividendos.

| <b>evento</b> | <b>CAR anunciante</b> | <b>no significativo</b> | <b>significativo</b> |
|---------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|
| aumento       | negativo              | 18988                   | 2118                 |
| aumento       | positivo              | 23423                   | 2857                 |
| disminución   | negativo              | 9101                    | 808                  |
| disminución   | positivo              | 7476                    | 728                  |

Cuadro 14: El cuadro presenta una clasificación de los retornos anormales acumulados (CAR) de las empresas pares en función de su significancia (10%), considerando tanto si el CAR de la empresa anunciante fue positivo o negativo como si el evento involucró un aumento o una disminución en los dividendos.

## Anexo 5

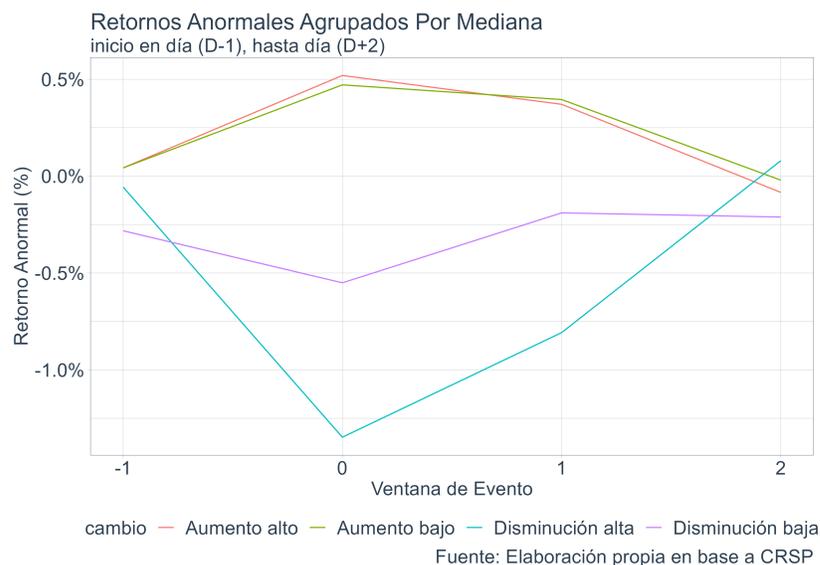


Figura 11: Retornos Anormales de los aumentos y disminuciones, ambos eventos se separan por su mediana, generando los grupos altos (sobre la mediana) y bajos (bajo la mediana)

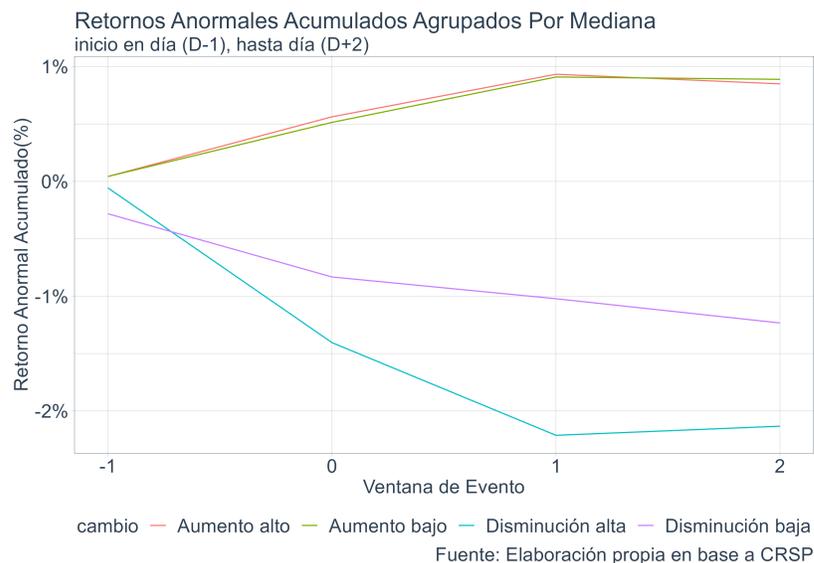


Figura 12: Retornos Anormales Acumulados de los aumentos y disminuciones de dividendos, ambos eventos se separan por su mediana, generando los grupos altos (sobre la mediana) y bajos (bajo la mediana)

| Evento      | Promedio | Desv. Est | Min      | P50     | Max     |
|-------------|----------|-----------|----------|---------|---------|
| Aumento     | 0,88 %   | 4,33 %    | -14,38 % | 0,47 %  | 32,64 % |
| Disminución | -1,64 %  | 6,60 %    | -24,71 % | -0,91 % | 23,48 % |

Cuadro 15: Estadística Descriptiva, para los CAR[0,1], de los aumentos y disminuciones de dividendos

## Anexo 6

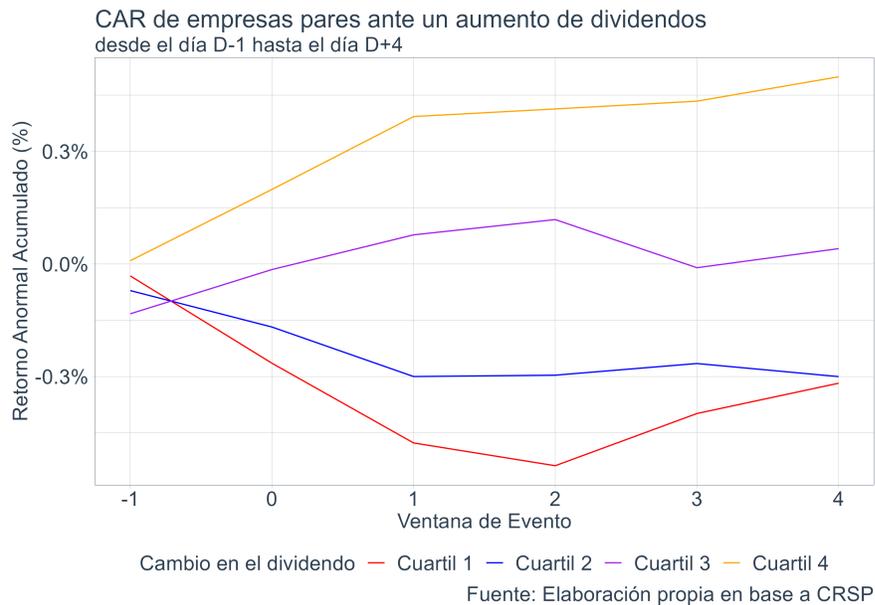


Figura 13: Retornos Anormales Acumulados de los aumentos de dividendos, los eventos se separan de acuerdo a los cuartiles de la empresa anunciante del cambio en el dividendo, generando los grupos Cuartil 1, Cuartil 2, Cuartil 3 y Cuartil 4.

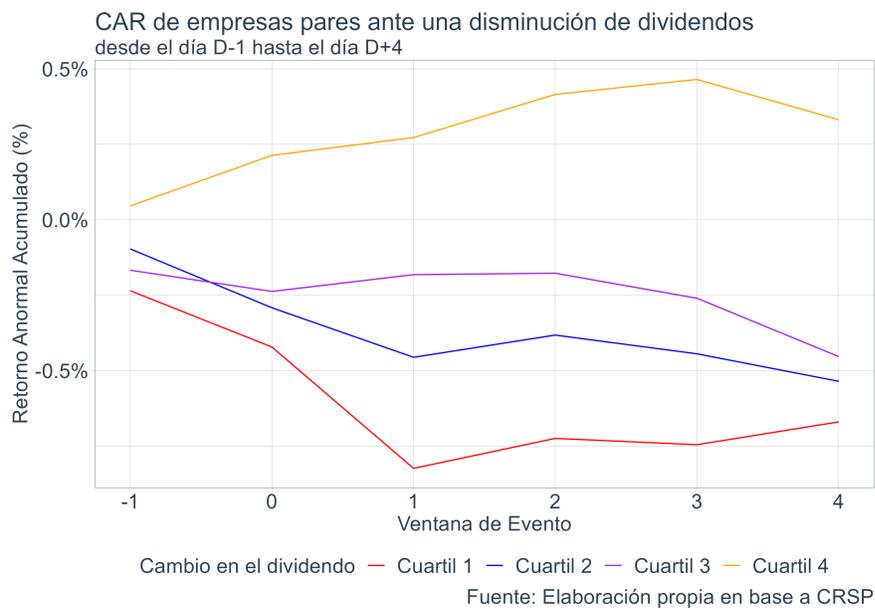


Figura 14: Retornos Anormales Acumulados de las disminuciones de dividendos, los eventos se separan de acuerdo a los cuartiles de la empresa anunciante del cambio en el dividendo, generando los grupos Cuartil 1, Cuartil 2, Cuartil 3 y Cuartil 4.

## Anexo 7

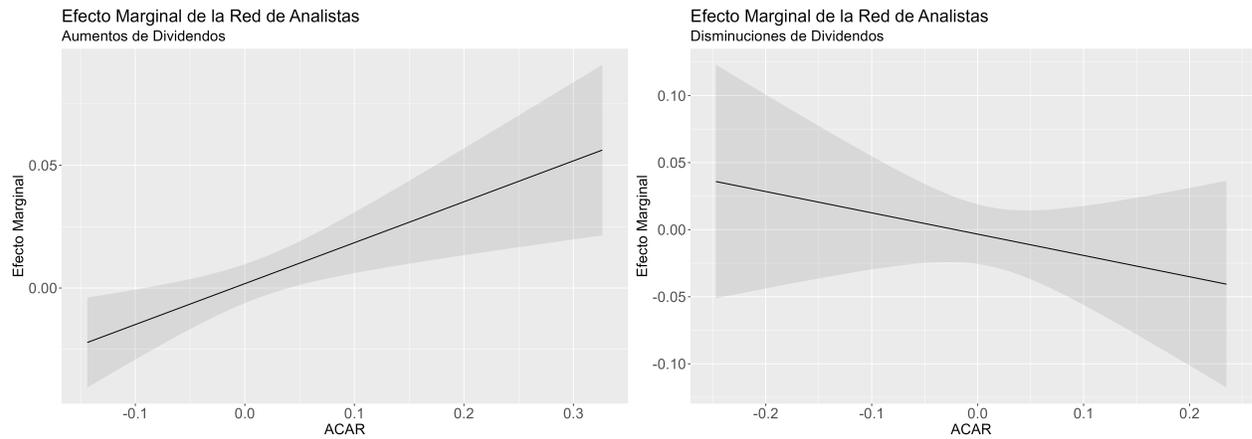


Figura 15: Variación en el efecto marginal de  $\rho_{a,p}^{an}$ , ante cambios en *ACAR*. A la izquierda se muestra para Aumentos y a la derecha para Disminuciones.

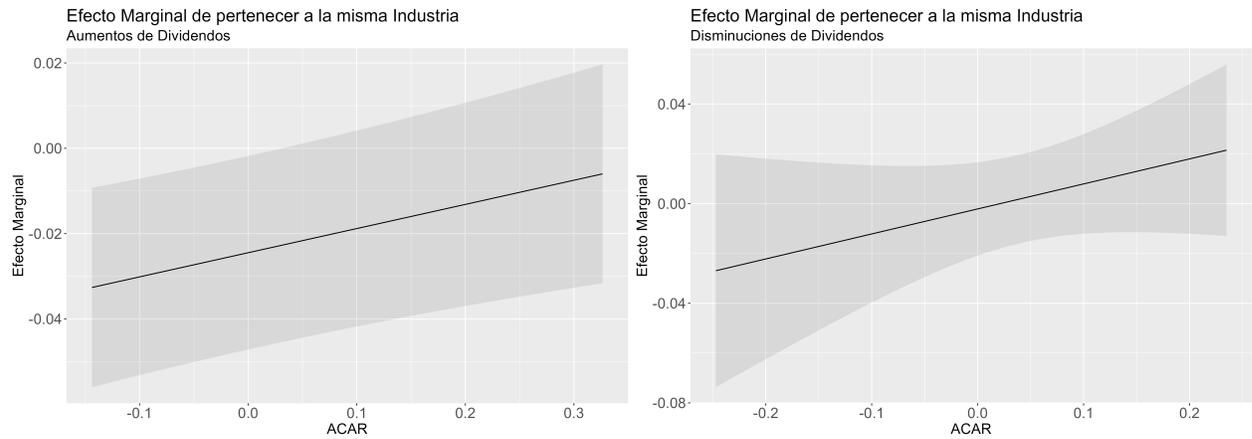


Figura 16: Variación en el efecto marginal de *IND*, ante cambios en *ACAR*. A la izquierda se muestra para Aumentos y a la derecha para Disminuciones.

## Anexo 8

| Dependent Variable:  | PCAR                   |
|--|------------------------|
| <i>Variables</i>   |                        |
| ACAR   | 0.0276<br>(0.0212)     |
| $\rho_{a,p}^{an}$  | 0.0004<br>(0.0050)     |
| $IND_{a,p}$  | 0.0148<br>(0.0141)     |
| <i>Event</i>   | 0.0027*<br>(0.0014)    |
| $COR_{a,p,w_0}$  | -0.0101***<br>(0.0031) |
| $ACAR \times \rho_{a,p}^{an}$  | 0.0227<br>(0.0712)     |
| $ACAR \times IND_{a,p}$  | 0.0230<br>(0.0306)     |
| $ACAR \times Event$  | 0.0313<br>(0.0270)     |
| $\rho_{a,p}^{an} \times Event$   | 0.0017<br>(0.0039)     |
| $IND_{a,p} \times Event$   | -0.0019<br>(0.0019)    |
| $ACAR \times \rho_{a,p}^{an} \times Event$   | 0.1195<br>(0.0930)     |
| $ACAR \times IND_{a,p} \times Event$   | 0.0210<br>(0.0386)     |
| <i>Controles contables y de la política de dividendos</i>  |                        |
| <i>Fixed-effects</i>   | Yes                    |
| $\delta_{a,p}^S$   | Yes                    |
| $\gamma_{yq}$  | Yes                    |
| <i>Fit statistics</i>  |                        |
| Observations   | 65,499                 |
| R <sup>2</sup>   | 0.70631                |
| Adjusted R <sup>2</sup>  | 0.10384                |
| <i>Errores estándar clusterizados (<math>\delta_{a,p}^S</math> y <math>\gamma</math>) entre paréntesis</i> |                        |
| <i>Códigos de Significancia: ***: 0.01, **: 0.05, *: 0.1</i>   |                        |

Cuadro 16: La tabla presenta los resultados de la regresión de la ecuación 17. la variable dependiente son los CAR de la empresa par, desde el día  $D = 0$  hasta el día  $D + 1$  las principales variables explicativas son los retornos anormales acumulados de la empresa anunciante  $ACAR$ , la red de cobertura de analistas y su interacción con  $ACAR$ , una variable binaria que es igual a 1 si las empresas son de la misma industria, y su interacción con  $ACAR$ . Se utiliza la variable  $Event$ , para diferenciar el efecto de  $ACAR$ ,  $\rho_{a,p}^{an}$  e  $IND$ , con respecto a los aumentos y disminuciones. Se controla por la correlación en el periodo de estimación  $W_0$ , la política de dividendos de la empresa par y variables de control contables de ambas empresas. Se utilizan además efectos fijos por par de empresas simétrico y por año y trimestre fiscal

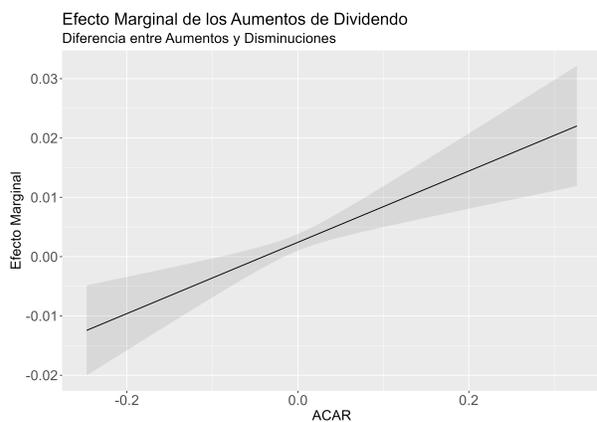


Figura 17: Variación en el efecto marginal de *Event* ante cambios en *ACAR*.

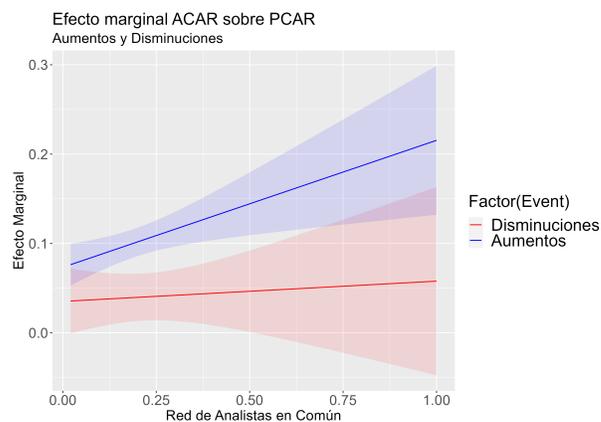


Figura 18: Variación en el efecto marginal de *ACAR* ante cambios en  $\rho_{a,p}^{an}$ .

## Anexo 9

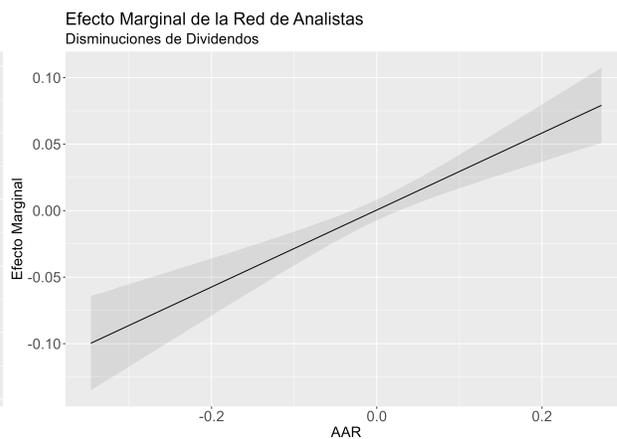
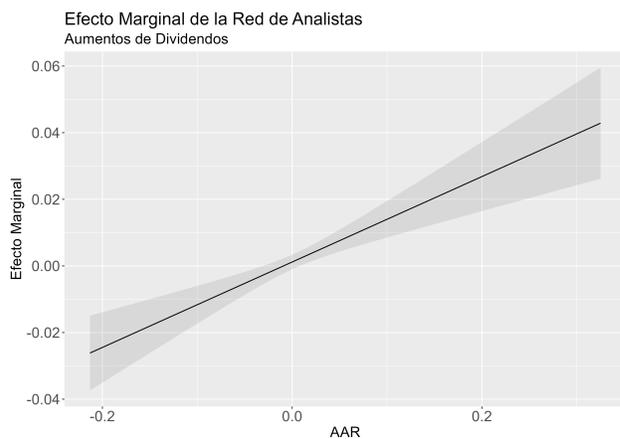


Figura 19: Variación en el efecto marginal de  $\rho_{a,p}^{an}$ , ante cambios en *ACAR*. A la izquierda se muestra para Aumentos y a la derecha para Disminuciones.

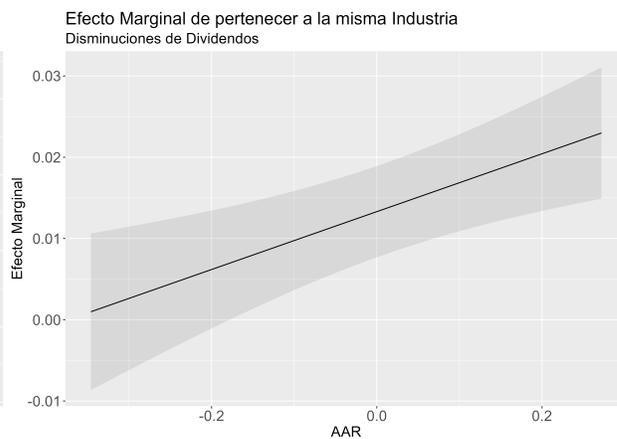
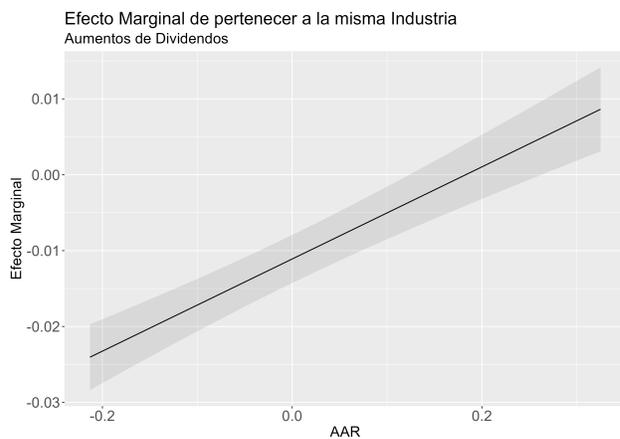


Figura 20: Variación en el efecto marginal de *IND*, ante cambios en *ACAR*. A la izquierda se muestra para Aumentos y a la derecha para Disminuciones.

## Referencias

- Adhikari, B. K. and A. Agrawal (2018). Peer influence on payout policies. *Journal of Corporate Finance* 48, 615–637.
- Aharony, J. and A. Dotan (1994). Regular dividend announcements and future unexpected earnings: An empirical analysis. *Financial Review*@(1), 125–151.
- Aharony, J. and I. Swary (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *The Journal of finance*@(1), 1–12.
- Allen, F., A. E. Bernardo, and I. Welch (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The journal of finance*@(6), 2499–2536.
- Asquith, P. and D. W. Mullins Jr (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of business*, 77–96.
- Baker, M. and J. Wurgler (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of finance*@(3), 1125–1165.
- Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of finance*@(3), 1007–1034.
- Brickley, J. A. (1983). Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: An empirical study. *Journal of Financial Economics*@(2), 187–209.
- Brochet, F., K. Kolev, and A. Lerman (2018). Information transfer and conference calls. *Review of Accounting Studies* 23, 907–957.
- Carroll, T. J. (1995). The information content of quarterly dividend changes. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*@(2), 293–317.
- Crawford, S. S., D. T. Roulstone, and E. C. So (2012). Analyst initiations of coverage and stock return synchronicity. *The Accounting Review*@(5), 1527–1553.
- Degeorge, F., Y. Ding, T. Jeanjean, and H. Stolowy (2013). Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study. *Journal of Accounting and Public Policy*@(1), 1–25.
- Dielman, T. E. and H. R. Oppenheimer (1984). An examination of investor behavior during periods of large dividend changes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*@(2), 197–216.

- Eades, K. M., P. J. Hess, and E. H. Kim (1985). Market rationality and dividend announcements. *Journal of Financial Economics*@(4), 581–604.
- Fama, E. F. and K. R. French (2000). Forecasting profitability and earnings. *The Journal of Business*@(2), 161–175.
- Firth, M. (1976). The impact of earnings announcements on the share price behaviour of similar type firms. *The Economic Journal*@(342), 296–306.
- Firth, M. (1996). Dividend changes, abnormal returns, and intra-Industry firm valuations. *Journal of financial and Quantitative Analysis*@(2), 189–211.
- Frankel, R., S. Kothari, and J. Weber (2006). Determinants of the informativeness of analyst research. *Journal of Accounting and Economics*@(1-2), 29–54.
- Gomes, A. R., R. Gopalan, M. T. Leary, and F. Marcet (2023). Analyst coverage networks and corporate financial policies. *Available at SSRN 2708935*.
- Gonedes, N. J. (1978). Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividends, income, and extraordinary items. *Journal of accounting research*, 26–79.
- Grennan, J. (2019). Dividend payments as a response to peer influence. *Journal of Financial Economics*@(3), 549–570.
- Grullon, G., R. Michaely, S. Benartzi, and R. H. Thaler (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*@(5), 1659–1682.
- Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*@(3), 387–424.
- Guttman, I., O. Kadan, and E. Kandel (2010). Dividend stickiness and strategic pooling. *The Review of Financial Studies*@(12), 4455–4495.
- Ham, C. G., Z. R. Kaplan, and M. T. Leary (2020). Do dividends convey information about future earnings? *Journal of Financial Economics*@(2), 547–570.
- Hilary, G. and R. Shen (2013). The role of analysts in intra-industry information transfer. *The Accounting Review*@(4), 1265–1287.
- Israelsen, R. D. (2016). Does common analyst coverage explain excess comovement? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*@(4), 1193–1229.

- Kaustia, M. and V. Rantala (2015). Social learning and corporate peer effects. *Journal of Financial Economics*@(3), 653–669.
- Kaustia, M. and V. Rantala (2021). Common analysts: method for defining peer firms. *Journal of financial and quantitative analysis*@(5), 1505–1536.
- Kumar, P. (1988). Shareholder-manager conflict and the information content of dividends. *The Review of Financial Studies*@(2), 111–136.
- Kumar, P. and B.-S. Lee (2001). Discrete dividend policy with permanent earnings. *Financial Management*, 55–76.
- Leary, M. T. and R. Michaely (2011). Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *The Review of Financial Studies*@(10), 3197–3249.
- Li, W. and E. Lie (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of financial economics*@(2), 293–308.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*@(2), 97–113.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*@(1), 13–39.
- Marcet, F. (2017). Analyst coverage network and stock return comovement in emerging markets. *Emerging Markets Review* 32, 1–27.
- Michaely, R. and F. Allen (2002). *Payout policy*. Available at SSRN 309589.
- Miller, M. H. and F. Modigliani (1961). *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. *the Journal of Business*@(4), 411–433.
- Miller, M. H. and M. S. Scholes (1978). *Dividends and taxes*. *Journal of financial economics*@(4), 333–364.
- Muslu, V., M. Rebello, and Y. Xu (2014). *Sell-side analyst research and stock comovement*. *Journal of Accounting Research*@(4), 911–954.
- Nissim, D. and A. Ziv (2001). *Dividend changes and future profitability*. *The Journal of finance*@(6), 2111–2133.

- Ofer, A. R. and D. R. Siegel (1987). *Corporate financial policy, information, and market expectations: An empirical investigation of dividends*. The Journal of Finance@4, 889–911.
- Penman, S. H. (1983). *The predictive content of earnings forecasts and dividends*. The Journal of finance@4, 1181–1199.
- Pettit, R. R. (1972). *Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency*. The Journal of finance@5, 993–1007.
- Tversky, A. and D. Kahneman (1991). *Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model*. The Quarterly Journal of Economics@4, 1039–1061.
- Watts, R. (1973). *The information content of dividends*. the Journal of Business@2, 191–211.
- Yu, F. F. (2008). *Analyst coverage and earnings management*. Journal of financial economics@2, 245–271.