

**ANALISIS DE DIVIDENDOS DECRETADOS Y PAGADOS EN LAS COMPAÑIAS  
COTIZANTES EN LA BOSA DE VALORES DE COLOMBIA**

**RICARDO JOSE PATERNINA MORA**

**UNIVERSIDAD TECNOLOGICA DE BOLIVAR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
CARTADENA DE INDIAS, D.T. Y C.  
PROGRAMA DE CONTADURIA PÚBLICA**

**2010**

**ANALISIS DE DIVIDENDOS DECRETADOS Y PAGADOS EN LAS COMPAÑIAS  
COTIZANTES EN LA BOSA DE VALORES DE COLOMBIA**

**RICARDO JOSE PATERNINA MORA**

**Documento para acreditar el Minor de finanzas**

**Asesor**

**IGNACIO VELEZ PAREJA**

**Máster en Ingeniería Industrial**

**UNIVERSIDAD TECNOLOGICA DE BOLIVAR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
PROGRAMA DE CONTADURIA PÚBLICA  
CARTADENA DE INDIAS, D.T. Y C.**

**2010**

## TABLA DE CONTENIDO

	<b>Pág.</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>4</b>
<b>1. ESTUDIO EMPIRICO</b>	<b>5</b>
1.1 La utilidad y los dividendos	5
1.2 El pago de dividendos	6
1.3 Base teórica del estudio empleado	7
1.4 Muestra y datos	10
<b>2. ANALISIS DE DATOS</b>	
2.1 Calculo de dividendos decretados y pagados. Caso: Grupo Nacional de Chocolates S.A.	11
2.2 Resultados	12
2.2.1 <i>Dividendos decretados</i>	12
2.2.2 Dividendos pagados	16
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>17</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>18</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>19</b>

## **Resumen**

El Estado de Cambio en la Situación Financiera contiene un rubro cuyo cálculo merece una especial atención, el de “dividendos pagados”. Su cálculo implica un juego de cuentas, sintetizados en la fórmula denominada “depuración de dividendos” basado en las fórmulas de depuración (Clean Surplus Relation, CSR) de Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995). Con ésta, se intenta verificar si los dividendos decretados y pagados, reportados por las compañías en sus anexos, coinciden o no con el cálculo de la relación de depuración de dividendos. Para ello, se acudió a los balances de las compañías cotizantes en la Bolsa de Valores de Colombia, de los cuales se analizaron los períodos comprendidos entre los años 2005 y 2009.

## **Abstract**

The Statement of Cash Flows calculations contains an items wich deserves special attention, the “dividend paid”. Its calculation involves a set of accounts, summarized in the formula known as *Clean Surplus Relation (CSR)* proposed by Ohlson (1995) and Feltham and Ohlson (1995). With it, it is tried to verify inf the dividends declared and paid, as reported by companies in its annexes, agree or disagree with the Clean Surplus Relation. For this purpose, it is worked the balanced sheets of listed companies on stock exchange of Colombia, wich analized the periods between 2005 and 2009.

## **Palabras claves:**

Dividendos, dividendos decretados, dividendos pagados, reserva, utilidad neta, depuración de dividendos.

## INTRODUCCIÓN

Los directivos en general tienen como objetivo básico financiero el de maximizar el valor de sus compañías, el logro de éste objetivo está influenciado por tres tipos de decisiones: de inversión, de financiación y de dividendos. Ninguna de las tres son mutuamente excluyentes, sino que están interrelacionadas. Las decisiones de dividendos están condicionadas por las dos primeras y a su vez las condiciona. Sin un financiamiento suficiente no se podrían realizar proyectos aceptables que generen futuras utilidades y posteriores dividendos. En base a ello, es como los directivos deciden o no pagar dividendos y a cuánto ascendería el monto.

Por otro lado, el departamento financiero de las compañías debe presentar anualmente diversos informes financieros a los directivos y, estos a su vez a los accionistas. Dentro de estos se encuentra el Estado de Cambio en la Situación Financiera, que nos muestra como fueron obtenidos los fondos y cuál fue su destinación (usos) en el período. Entre los usos cuyo cálculo merece una especial atención es el de “dividendos pagados”, ya que dentro del balance general hay algunas cuentas que no clasifican como fuentes o usos, las cuales se deben involucrar en el cálculo de los dividendos pagados como son: la reserva legal, las otras reservas y las utilidades retenidas. Su cálculo implica un juego de cuentas, sintetizados en una fórmula denominada “depuración de dividendos” basado en las formulas de depuración (Clean Surplus Relation, CSR) de Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995).

Todo lo anterior, conlleva a plantearnos si en las compañías, los responsables de la información financiera, hacen uso de ésta fórmula para determinar los dividendos decretados y pagados. En el presente trabajo se pretende verificar si los dividendos decretados y pagados reportados en los anexos y notas financieras, de las compañías cotizantes en la Bolsa de Valores de Colombia, coinciden o no con el cálculo de la relación de depuración de dividendos, a partir de la información suministrada en sus balances general.

## **1. ESTUDIO EMPIRICO**

### **1.1 La utilidad y los dividendos**

El estado de resultado es un informe que relaciona los ingresos, costos y gastos en las cuales incurrió un ente económico en un período determinado, producto del desarrollo de su objeto social, dando como resultado una utilidad o pérdida en el ejercicio. Estas utilidades obtenidas producen un incremento en el capital contable, en cambio las pérdidas lo disminuyen. De haber utilidad, esta podría tener tres posibles destinaciones: las reservas, resultado de ejercicios anteriores o distribución de utilidades como dividendos en efectivo.

Una primera destinación de las utilidades son las reservas. Estas son apropiaciones que tienen como finalidad la de cubrir a la compañía de eventos que desmejoren su valor o impulsar proyectos de expansión e inversión. Hargadon Jr. (1997) establece que "todas las reservas se establecen con un fin general: congelar activos. Pero cada una de ellas tendrá un fin específico, y de acuerdo con tal fin a cada cuenta se asignara el nombre particular". Mientras la reserva legal no alcance el tope del 50% del capital suscrito, se deben apropiar un 10% de las utilidades; si los estatutos tienen establecidos pautas para realizar apropiaciones para un fin específico, estas se deben realizar en los porcentajes establecidos; por otro lado, en la asamblea de accionistas, estos pueden aprobar otras reservas de acuerdo al proyecto de distribución de utilidades que los directivos propongan. Mientras que la primera reserva es de obligatorio cumplimiento, las segundas son opcionales, puesto que están supeditadas a lo establecido en los estatutos de la compañía o a lo que se determine en las asambleas de accionistas.

La segunda destinación de las utilidades es la cuenta "Utilidades de ejercicios anteriores", donde se van acumulando a lo largo de la vida de la compañía todas las utilidades o pérdidas que ha tenido. A diferencia de las reservas, aquí yacen las utilidades retenidas que son susceptibles de distribución, mientras que allá son ganancias retenidas de manera permanente, salvo que cambien las disposiciones legales o estatutarias que las regulan.

La última destinación de las utilidades de un periodo es la distribución de dividendos en efectivo. La distribución esta condicionada a varios factores, entre ellos: a) La disponibilidad de efectivo para realizar el pago. Esto es verídico, ya que la utilidad reflejada en el Estado de Resultado es meramente contable, por lo tanto, esta puede estar reflejada en activos no corrientes más no en activos de fácil liquidación, teniendo que recurrir a financiación externa para cancelarlas. b) La política de dividendos. Las decisiones gerenciales están basadas en muchos factores que conllevan el pago de dividendos en efectivo; una de ellas es que el pago de dividendos reduce el financiamiento interno. Como dicen Ross, Westerfield y Jaffe (2009), "los dividendos pueden reducir las fuentes internas de financiamiento. Los dividendos pueden obligar a la empresa a abandonar proyectos con un VPN positivo o a basarse en un costoso financiamiento externo de capital accionario". Otro de los factores a tener en cuenta es que un mayor o menor pago de dividendos envían señales positivas o negativas a los inversionistas, como dicen Berk y Demarzo (2009) "cuando una compañía incrementa sus dividendos, envía una señal positiva a los inversionistas de que la dirección espera ser capaz de enfrentar un dividendo más grande en el futuro previsible. Por el contrario, cuando los administradores recortan el dividendo, es una señal de que han perdido esperanzas de que las utilidades repunten en el corto plazo (...)". Esto implica que "una vez que se haya establecido, las reducciones de dividendos son difíciles de llevar a cabo sin afectar de una manera adversa al precio de las acciones de la empresa" (Roos, Westerfield y Jaffe (2009). En fin, los directivos deben jugar con muchas variables que afectan positiva y negativamente a la compañía el hecho de distribuir o no dividendos en efectivo.

## **1.2 El pago de dividendos**

El consejo de administración de la compañía es la que establece la cantidad del dividendo a pagar por acción. Como explican Berk y Demarzo (2009), ésta determina en cuantas cuotas va a realizar el pago y la frecuencia dentro del año siguiente. La fecha en que el consejo autoriza el dividendo es la fecha de declaración, es aquí cuando se puede hablar de *dividendos decretados*. El consejo

elabora una lista de todos los posibles accionistas a la fecha establecida y fija una fecha llamada *fecha de registro*; el pago de dividendos se realizará a los accionistas registrados a esa fecha. Como el registro de las acciones toma tres días hábiles, únicamente los accionistas que compren acciones antes de tres días a la fecha de registro podrán recibir el pago. A esta fecha se le conoce como *fecha ex dividendo*. Posteriormente llegarán las *fechas de pago* en las cuales se giraran los cheques a los respectivos accionistas beneficiarios. En estas fechas es donde se consuma el término de *dividendos pagados*.

A partir de la fecha de declaración surge la obligación de la compañía y el derecho de los accionistas a percibir los dividendos en las formas y fechas establecidas. Contablemente, acorde con el Decreto 2649 de 1993, la compañía debe realizar un traslado de la totalidad de los dividendos decretados de la cuenta de patrimonio (reservas o utilidades de ejercicios anteriores) a una de pasivo (dividendos decretados). Posteriormente, a medida que se realice el pago, se debe ir disminuyendo la cuenta de pasivo contra el efectivo.

### **1.3 Base teórica del estudio empleado**

Los procesos contables subyacentes a los estados financieros están compuestos de numerosas relaciones que son la base para su elaboración y que derivan de la ecuación fundamental contable:

$$\mathbf{Activos = Pasivos + Patrimonio}$$

Toda la estructura de la elaboración de los estados financieros puede extraerse de las relaciones integradas a ésta fórmula. Cada uno de los elementos de ella puede dividirse en dos categorías así:

Activos = Activo corriente + Activo no corriente

Pasivos = Pasivo corriente + Pasivo no corriente

Patrimonio = Capital aportado + Utilidad no distribuida



Subsecuentemente,

Utilidad no distribuida = Reservas + Utilidad acumulada + Utilidades del ejercicio – dividendos

Y,

Utilidad del ejercicio = Ingreso - Costos – Gastos

Así, se van derivando numerosas relaciones que permiten, a los analistas, realizar toda clase de estudios a los estados financieros en procura de efectuar diagnósticos conducentes a tomas de decisiones acertadas. Es así como se pueden realizar análisis de la circulación del efectivo, flujo de fondos, de cambio en el capital de trabajo o patrimonio, del valor agregado, análisis de actividad, valoración de empresas, entre otros.

Dentro de ese universo de relaciones encontramos la fórmula de depuración de dividendos, derivada de las relaciones de depuración o Clean Surplus Relation – CSR, desarrolladas por Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995). Esta expresa el valor de los dividendos decretados en un periodo  $t$  a partir de dos balances generales, uno en  $t$  y otro en  $t-1$ . Esta viene dada de la siguiente manera:

$$(1) \text{ Div}_t = \text{UN}_{t-1} - (\text{RL}_t - \text{RL}_{t-1} + \text{OR}_t - \text{OR}_{t-1} + \text{UR}_t - \text{UR}_{t-1})$$

Donde: Div = Dividendo pagado en el período actual

UN = Utilidad neta en el período anterior

RL = Reserva legal en el periodo actual

OR = Otras Reservas en el periodo actual

UR = Utilidades retenidas del período actual

Como explica Vélez (2000), imaginemos el balance general como un tanque, lo que hace que el nivel del tanque aumente es la UN de  $t-1$  que se convierte en RL, OR y UR y lo que hace que este disminuya es el pago de dividendos en  $t$ . Entonces,

$$\text{RL}_t + \text{UR}_t + \text{OR}_t = \text{RL}_{t-1} + \text{OR}_{t-1} + \text{UR}_{t-1} + \text{UN}_{t-1} - \text{Div}_t$$

Despejamos,

$$\text{Dividendos decretados}_t = \text{RL}_t + \text{UR}_t + \text{OR}_t + \text{UN}_{t-1} - (\text{RL}_{t-1} + \text{OR}_{t-1} + \text{UR}_{t-1})$$

$$\text{Dividendos decretados}_t = \text{UN}_{t-1} - (\text{RL}_t - \text{RL}_{t-1} + \text{OR}_t - \text{OR}_{t-1} + \text{UR}_t - \text{UR}_{t-1})$$

Con esta fórmula calculamos el valor de los dividendos decretados en un periodo.

Las compañías realizan su asamblea de accionistas a finales del primer trimestre del año donde se presenta el proyecto de distribución de utilidades y se decretan los dividendos a pagar. Algunas compañías realizan los pagos de una a cuatro cuotas, pero lo más común es que lo hagan en cuatro. Siendo común el pago en cuatro cuotas quiere decir que, una 3/4 parte se cancela en el año en que se declaran y 1/4 parte en el siguiente año. Contablemente, cuando los dividendos son decretados pasan del patrimonio a la cuenta de pasivos "Dividendos por pagar" adicionándose al saldo que se trae del año anterior, y solo cuando se pagan efectivamente, desaparecen de ella. Por tanto, los dividendos decretados, difícilmente serán iguales a los dividendos pagados en un mismo año. Por tal motivo se hace necesario incluir este factor en la relación de depuración de dividendos:

$$\text{Div}_t = \text{UN}_{t-1} - (\text{RL}_t - \text{RL}_{t-1} + \text{OR}_t - \text{OR}_{t-1} + \text{UR}_t - \text{UR}_{t-1}) + \text{DxP}_{t-1} - \text{DxP}_t$$

Organizando la fórmula quedaría,

$$(2) \text{ Div}_t = \text{UN}_{t-1} - (\text{RL}_t - \text{RL}_{t-1} + \text{OR}_t - \text{OR}_{t-1} + \text{UR}_t - \text{UR}_{t-1}) - (\text{DxP}_t - \text{DxP}_{t-1})$$

Donde: DxP = Dividendos por pagar

Esta relación es consecuente al planteamiento expuesto por Anaya (2006):

Superávit ganado<sub>t</sub> (Reserva + Utilidades acumuladas + resultado del ejercicio)

Menos: Superávit ganado<sub>t-1</sub> (excluyendo las utilidades del ejercicio)

*Subtotal:* dividendos decretados

*Mas:* Dividendos por pagar<sub>t-1</sub>

*Menos:* Dividendos por pagar<sub>t</sub>

*Resultado:* Dividendos efectivamente pagados en el periodo

#### 1.4. Muestra y datos

La muestra utilizada corresponde a 35 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Para ello se ha accedido a la base de datos del Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE del Sistema Integral de Información del Mercado Valores -SIMEV- de la Superintendencia Financiera de Colombia, de la cual se ha extraído los balances generales, el estado de resultado y algunos anexos. También se ha ingresado a cada una de las páginas web de las compañías analizadas para obtener las notas financieras. La información utilizada comprende desde el año 2005 hasta el 2009, siendo cuatro los periodos analizados. Tras eliminar aquellas empresas de las cuales no se pudo conseguir información completa para realizar un análisis comparativo, las empresas objeto de análisis disminuyeron a 20, teniendo la información detallada en todos sus años 18 de ellas. Siendo 4 los periodos estudiados, las observaciones realizadas ascendieron a 80, pero se descartaron por falta de información 7 periodos en diferentes empresas para un total de 73 observaciones realizadas.

MUESTRA INICIAL	MUESTRA ANALIZADA	EMPRESAS ANALIZADAS CON INFORMACION COMPLETA	PERIODOS OBSERVADOS
<b>35</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>73</b>

De las 20 empresas seleccionadas cotizantes en bolsa, 11 están catalogadas en el rango de alta bursatilidad, 6 de media y tres de baja bursatilidad (Véase Anexo 1). Diez de ellas se encuentran en el ranking de las 15 empresas con mayor capitalización bursátil\* (Véase Anexo 2).

---

\* Capitalización Bursátil: Corresponde al valor total del patrimonio de una empresa, según el precio al que se cotizan sus acciones.

## 2. ANALISIS DE DATOS

### 2.1 Calculo de dividendos decretados y pagados. Caso: Grupo Nacional de Chocolates S.A.

Antes de exponer los resultados hallados, se procede a mostrar a manera de ejercicio el cálculo de la relación con datos de una compañía. Para ello, se toma al Grupo Nacional de Chocolates S.A. cuya información, extraída de los balances generales, se presenta a continuación:

Valores en millones de pesos	2009	2008	2007	2006	2005
RESERVAS	850.198	694.950	570.753	461.874	386.450
OBLIGATORIAS	86.316	86.316	86.316	86.316	86.316
RESERVAS ESTATUTARIAS	0	0	0	0	0
RESERVAS OCASIONALES	763.882	608.634	484.436	375.558	300.133
RESULTADOS EJERCICIOS ANTERIOR	0	0	0	0	0
RESULTADOS DEL EJERCICIO	225.495	291.006	244.291	210.697	169.410

Por su parte, de los anexos financieros fueron extraídos los siguientes datos:

Valores en millones de pesos	2009	2008	2007	2006	2005
Dividendos decretados	135.758	120.094	101.820	93.987	90.909
Dividendos pagados (efectivo)	131.409	115.408	99.436	70.281	104.977
Dividendos por pagar	37.356	33.007	28.322	25.939	2.234

A partir de la información de los años 2008 y 2009 procederemos a calcular el valor de los dividendos decretados y los dividendos pagados en el año 2009 haciendo uso de las dos relaciones planteadas:

Dividendos decretados

$$(1) \text{ Div}_t = \text{UN}_{t-1} - (\text{RL}_t - \text{RL}_{t-1} + \text{OR}_t - \text{OR}_{t-1} + \text{UR}_t - \text{UR}_{t-1})$$

$$\text{Dividendos decretados}_{2009} = 291.006 - ((86.316 - 86.316) + (0 - 0) + (763.882 - 608.634) + (0 - 0))$$

$$\text{Dividendos decretados}_{2009} = 291.006 - 155.247$$

$$\text{Dividendos decretados}_{2009} = 135.758$$

Dividendos pagados

$$(2) \text{ Div}_t = \text{UN}_{t-1} - (\text{RL}_t - \text{RL}_{t-1} + \text{OR}_t - \text{OR}_{t-1} + \text{UR}_t - \text{UR}_{t-1}) - (\text{DxP}_t - \text{DxP}_{t-1})$$

A la formula de dividendos pagados se le disminuye el incremento de los dividendos por pagar y tenemos:

$$\text{Dividendos pagados}_{2009} = 291.006 - 155.247 - (37.356 - 33.007)$$

$$\text{Dividendos pagados}_{2009} = 291.006 - 155.247 - 4.349$$

$$\text{Dividendos pagados}_{2009} = 131.409$$

De la misma manera se procede a calcular los demás periodos. A continuación se presenta los resultados para cada uno de ellos:

#### *Dividendos decretados*

AÑOS	2009	2008	2007	2006	2005
Resultado de la relación	135.759	120.094	101.820	93.987	-
Valor según Notas a los estados financieros	135.759	120.094	101.820	93.987	90.909

#### *Dividendos pagados*

AÑOS	2009	2008	2007	2006	2005
Resultado de la relación	131.409	115.408	99.436	70.281	-
Valor según Notas a los estados financieros	131.409	115.408	99.436	70.281	104.977

Como observará el lector, las relaciones de depuración coincidieron con los datos suministrados por la compañía. Es decir, la relación se cumple para todos los período comprendidos entre el 2005 y 2009.

## **2.2. Resultados**

### *2.2.1. Dividendos decretados.*

Respecto a la primera relación de depuración, los resultados de las observaciones revelaron que, en una alta mayoría de las observaciones (93%), los dividendos

decretados a lo largo del periodo comprendido entre 2005 y 2009 por las compañías consultadas, coincidieron con los valores calculados con la primera fórmula de depuración expuesta, la de dividendos decretados. A continuación se presente los resultados:

<i>RESULTADO DE LAS EMPRESAS ANALISADAS</i>	PERIODOS OBSERVADOS	OBSERVACIONES QUE COINCIDEN CON DD	OBSERVACIONES QUE COINCIDEN CON DP
<b>TOTALES</b>	73	68	29
<b>PORCENTAJE</b>		93%	40%

Ahora, sucede un caso particular; la compañía Promigas S.A, en los balances general, no presenta las cuentas de Resultado del ejercicio y Resultado de ejercicios anteriores de manera separada, manteniendo los saldos de cada uno bajo una cuenta denominada Resultados acumulados. Lo anterior ha conllevado a imprecisiones en el cálculo de la relación de depuración de dividendos. De no ser por esta situación, los resultados de las observaciones hubieran coincidido en un 99%. El 1% restante corresponde a la observación del periodo 2007-2008 de la compañía Suramericana de Inversiones S.A., cuyo cálculo no concordó con lo reportado en las notas de los estados financieros. El lector puede verificar lo expuesto en el *Anexo 3*.

Por otra parte, dentro de la información estudiada que coincidió con la reportada en las notas, cabe comentar: en 11 observaciones los valores arrojados por la relación de depuración no coincidía con lo reportado en las notas, esto sucedió por un problema que surge con el balance general. Por ser éste un estado estático, presenta los saldos de las cuentas en las respectivas fechas, pero no los movimientos que ocurran en un período entre dos años analizados. Se tiene como ilustración el caso de la compañía Valorem S.A. para el cual se dispone de la siguiente información:

Valores en millones de pesos	2009	2008	2007	2006	2005
RESERVAS	40.121,89	8.954,66	8.954,66	8.762,90	8.762,90
Obligatorias	11.151,28	8.954,66	8.954,66	8.762,90	8.762,90

RESERVAS ESTATUTARIAS	-	-	-	-	-
RESERVAS OCASIONALES	28.970,61	-	-	-	-
RESULTADOS EJERCICIOS ANTERIOR	(1.014.830,79)	(1.014.830,79)	(1.089.615,77)	(860.043,85)	(836.991,81)
RESULTADOS DEL EJERCICIO	2.520,75	84.631,21	74.784,97	(81.437,18)	(23.052,04)

La información suministrada por las notas a los estados financieros presentan los dividendos decretados durante los respectivos años así:

AÑOS	2009	2008	2007	2006	2005
DIVIDENDOS DECRETADOS	53.463,98	-0,01	0,02	0,00	-

Si un analista se atiene a la información de los balances presentados, tendríamos como resultado de la relación de depuración de dividendos, lo siguiente:

AÑOS	2009	2008	2007	2006	2005
DIVIDENDOS DECRETADOS	53.463,98	-0,01	147.942,98	0,00	-

El lector puede observar que en el año 2007 hay una discrepancia entre el valor reportado en las notas y el hallado con la relación de depuración. Si no se dispone de mayor información sobre los movimientos, el resultado daría para pensar en un posible error en la información expuesta en los balances. Pero si se tiene el estado de cambio en el patrimonio, entonces encontramos que los movimientos de estas cuentas fueron:

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO POR EL AÑO TERMINADO AL 31 DE DIC. 2007	Saldos al 31 de pérdidas 2006	Traslado de las pérdidas 2006	Movimientos y utilidades 2007	Efecto de la fusión	Saldos al 31 de diciembre de 2007
Capital suscrito y pagado	4.776,75	0,00	0,00	0,00	4.776,75
Prima en colocación de acciones	179.238,26	0,00	0,00	0,00	179.238,26
Superávit por aplicación método de participación	277.142,38	0,00	213.841,3	-33.834,42	457.149,33
Reserva legal	0,00	0,00	0,00	191,75	191,75
Reserva para readquisición de acciones	14.712,96	0,00	0,00	0,00	14.712,96
Menos: Acciones propias readquiridas	-5.950,05	0,00	0,00	0,00	-5.950,05
Revalorización del patrimonio	663.549,36	0,00	0,00	379.778,22	1.043.327,58
Pérdidas de ejercicios anteriores	-860.043,86	81.437,19	0,00	-148.134,72	-1.089.615,77

Superávit por valorizaciones	539.088,13	0,00	5.606,45	-231.063,85	313.630,73
(Pérdida) Utilidad del período	-81.437,19	81.437,19	41.844,76	32.940,22	74.784,98
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>731.076,74</b>	<b>0,00</b>	<b>261.292,59</b>	<b>-122,81</b>	<b>992.246,53</b>

Como vemos, en éste informe hay una columna adicional denominada “Efecto de la fusión”, donde a cada cuenta del patrimonio se le adiciona un saldo producto de X fusión. En lo que nos concierne, vemos que, de las cuentas utilizadas para la depuración de dividendos, la cuenta de Resultados de ejercicios anteriores ha sido cargada con un valor de \$ 148.134,72. Esta situación altera la ecuación de depuración, por tanto el saldo a 2007 hay de disminuirlo en ese valor quedando en - \$ 941.481,05. Entonces, el resultado de la depuración sería:

$$Div_t = UN_{t-1} - (RL_t - RL_{t-1} + OR_t - OR_{t-1} + UR_t - UR_{t-1})$$

$$Div_{2007} = -81.437,18 - ((0-0) + (0-0) + (0+0) + (-941.481,05 - (-860.043,85)))$$

$$Div_{2007} = -81.437,18 - (-81.437,20)$$

$$Div_{2007} = 0.2$$

Otro caso para ilustrar es el de la compañía Mineros S.A para el periodo 2007-2008 que presenta la siguiente información:

	<b>2008</b>	<b>2007</b>
RESERVAS	85.019,75	65.341,62
Obligatorias	5.659,75	5.659,75
RESERVAS ESTATUTARIAS	0,00	0,00
RESERVAS OCASIONALES	79.359,99	59.681,86
RESULTADOS EJERCICIOS ANTERIOR	0,00	0,00
RESULTADOS DEL EJERCICIO	60.379,54	40.494,74

Los dividendos reportados en las notas a los estados y el cálculo de estos por medio de la relación son los siguientes:

<b>AÑOS</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
DIVIDENDOS DECRETADOS	20.411,62	17.271,37
DIVIDENDOS (formula depuración)	20.816,61	-



Como se observa, también resulta una diferencia que daría para análisis meramente especulativos. Pero teniendo a la mano la información completa, como se presenta a continuación, las explicaciones resultarían a la vista.

	Reserva para readquisición de acciones	Acciones propias readquiridas	Reserva Legal	Reserva para protección de Activos	Reserva para donaciones	Reserva a disposición de la asamblea	Total otras reservas	Resultado del ejercicio
<b>Saldos al 31 de diciembre de 2007</b>	<b>11.191</b>	<b>(5.611)</b>	<b>79</b>	<b>9.935</b>	<b>-</b>	<b>49.747</b>	<b>59.761</b>	<b>40.495</b>
Traslado	0	0	-	2.400	405	37.690	(40.495)	-
Utilización donación	0	0	-	-	(405)	-	(405)	-
Dividendos distribuidos sobre las utilidades del 2007	0	0	-	-	-	(20.412)	(20.412)	-
Revalorización del Patrimonio	0	0	-	-	-	-	-	-
Utilidad del año	0	0	-	-	-	-	-	60.380
Incremento del año	0	0	-	-	-	-	-	-
<b>Saldos al 31 de diciembre de 2008</b>	<b>11.191</b>	<b>0</b>	<b>79</b>	<b>12.335</b>	<b>-</b>	<b>67.025</b>	<b>79.439</b>	<b>60.380</b>

Se observa que el resultado del ejercicio 2007 se traslada en su totalidad a las cuentas de reservas, excepto a la reserva legal. Dentro de éstas hay una denominada reserva para donaciones, donde se ve que hay una liberación en el periodo de análisis. Es ahí, con ese valor, donde el resultado de la ecuación se distorsiona, por tanto, ese valor retirado hay que adicionarlo en el cálculo del incremento de la cuenta otras reservas.

$$\text{Div}_{2008} = 40.495 - ((79-79+405) + (59.761-79439))$$

$$\text{Div}_{2008} = 20.412$$

Como se puede apreciar en los dos casos, lo que se obtiene al comparar dos balances en fechas distintas es la variación neta de cada rubro entre una y otra fecha, pero no un registro de sus movimientos durante el período. Esta es una de las limitaciones del balance general al ser una fotografía de la situación financiera de una empresa en una fecha.

Como éste, fueron varios los casos encontrados (alrededor de 11) donde hubo que acudir al Estado de Cambio en el Patrimonio para detectar las variaciones que estaban afectando el cálculo de las depuraciones. Más que todo, eran liberaciones de reservas con destino diferente a pago de dividendos o mitigación de pérdidas.

### *2.2.2. Dividendos pagados*

Como mencionamos, el cálculo de dicho rubro implica que se tenga en cuenta el saldo de la cuenta Dividendos por pagar en ambos periodos para determinar los dividendos efectivamente pagados. Aplicando la segunda relación expuesta, hallamos que solo un 40% de las observaciones realizadas coincidieron con los datos suministrados en los anexos o notas a los estados financieros. Esto se debe a que, en muchos casos, la información hallada no era concordante; es decir, en varias de ellas el reporte de dividendos pagados era igual a los dividendos decretados, cuando se habían reportado variaciones en la cuenta de dividendos por pagar de un año a otro, situación que hace que los dividendos pagados y decretados en un año no coincidan. De los movimientos de la cuenta de Dividendos por pagar entre periodos, no se conto con dicha información como para hacer una evaluación de los pagos.

## CONCLUSIONES

1. Podemos asegurar que la relación de depuración de dividendos decretados se cumple con su objetivo, que es determinar los dividendos decretados en un año  $t$  a partir de dos balances, uno en  $t$  y otro en  $t-1$ . Por tanto, resulta confiable hacer uso de ella, para lo acometido, cuando no se tiene anexos o notas a los estados financieros. Esta resultaría de gran utilidad para los usuarios externos a la hora de realizar análisis de compañías muy conservadoras, de las cuales no se puede obtener información adicional a la del balance general y estado de resultado.
2. Al evaluar los dividendos decretados con la relación de depuración planteada, resulta oportuno tener a la mano información más allá de los datos que presenta el balance general, ya que al ser un estado estático, podría conducir a errores en el cálculo. En caso de presentarse diferencias, es pertinente que se trate de identificar las variaciones que hubo en el periodo, variaciones como: primero, las liberaciones de reservas ocasionales o estatutarias, las cuales son creadas para diferentes fines específicos, ya sea, readquirir acciones, financiar proyectos de expansión o inversión, realizar donaciones, adquirir o proteger activos, desarrollar proyectos sociales, etc.; segundo, las variaciones en las reservas producto de fusiones o escisiones; y tercero, ajustes contables que se hagan en el periodo. En fin, se deben observar todas las variaciones por traslados que no tenga como destino otra cuenta de reserva o resultados del ejercicio actual o ejercicios anteriores.
3. Así como la relación de depuración de dividendos, existen muchas técnicas para realizar cualquier sinnúmero de análisis, y todas, derivadas de la ecuación reina:  $\text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Patrimonio}$ . Y con dos estados a la mano, el de situación y el de resultado, podríamos realizar los análisis desde lo más sencillo, como el análisis de liquidez, hasta lo más complejo como una valoración de empresa. Claro está, con información a la mano que sea, clara, pertinente, confiable y su revelación sea conforme a los principios generalmente aceptados.

4. Dentro del estudio realizado se encontró que 60% de la información sobre pago de dividendos en las compañías analizadas no concordó con los resultados de la depuración de dividendos. ¿Que explicaciones puede haber sobre éstas diferencias? Es probable que los movimientos de la cuenta *dividendos por pagar* haya incidido en ello, como resulta con las variaciones en las cuentas de reserva; pero sucede que ninguna de las empresas estudiadas revela en sus estados financieros dicha variación, por lo cual no se pudo realizar un análisis de ese rubro. Por tanto, resulta trascendental la conformidad con una de las cualidades supremamente importantes de la información contable, la confiabilidad; la cual exige que la información financiera deba ser neutral, verificable y represente fielmente los hechos económicos.

## BIBLIOGRAFÍA

Berk, J. y Demarzo, P. (2009). *Finanzas corporativas*. México: Pearson.

Decreto 2649 de 1993.

Hargadon, B. y Múnera, A. (1997.) Principios de contabilidad. 4 ed. Colombia: Norma.

Feltham, G. y Ohlson, J. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial operating. *Contemporary Accounting Research*; Spring 1995. P. 689-726.

Ohlson, J. (1995). "Earnings, book Values and dividends in equity valuation", *Contemporary Accounting Research*, Spring, Vol.11, N° 2. P.661-687

Ortiz A., H. (2006). Análisis financiero. Bogotá: Universidad externado de Colombia. p. 364.

Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE. Superintendencia Financiera de Colombia. [http// www.superfinanciera.gov.co](http://www.superfinanciera.gov.co). Ultima visita, 13 de octubre de 2009.

Ross, S., Westerfield, R. y Jaffe, J. (2008). *Finanzas corporativas*. México D.F.: Mc Graw Hill. 884 p.

Vélez, I. y Dávila R. (2009). *Análisis financiero y control*. Pontificia universidad Javeriana. [http//ssrn.com.abstract=1366523](http://ssrn.com.abstract=1366523).

## Anexo 1

### Clasificación bursátil de los emisores en BVC

<b>Código del título valor</b>	<b>Nombre del título valor</b>	<b>Clasificación de bursatilidad</b>	<b>Valor del indicador</b>
COAECPO00008	AO ECOPETROL S.A.	IBA - ALTA	10.00000
COACSSO00003	AO GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	IBA - ALTA	9.21000
COACCB000001	AO CEMENTOS ARGOS S.A - (ANTES CEMENTOS DEL CARIBE)	IBA - ALTA	9.17500
COAISAO00008	AO INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	IBA – ALTA	9.05899
COAISGO00006	AO ISAGEN S.A. E.S.P.	IBA – ALTA	9.04599
COAARGO00004	AO INVERSIONES ARGOS S.A - (ANTES CIA DE CEMENTOS ARGOS S.A.)	IBA – ALTA	8.83200
COAEXIO00009	AO ALMACENES EXITO S.A.	IBA – ALTA	8.49699
COATMCO00003	AO TABLEROS Y MADERAS CALDAS S.A.	IBA – ALTA	8.24600
COANCHO00006	AO INVERSIONES NACIONAL DE CHOCOLATES S.A.	IBA – ALTA	8.02800
COAEEBO00011	AO EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	IBA – ALTA	7.81400
COAENKO00005	AO ENKA DE COLOMBIA S.A.	IBA – MEDIA	7.51799
COAMASO00009	AO MINEROS S.A.	IBA – MEDIA	7.13199
COAVBSO00008	AO VALOREM S.A. (ANTES VALORES BAVARIA S.A.)	IBA – MEDIA	6.91500
COASIEO00000	AO SOCIEDAD DE INVERSIONES EN ENERGIA S.A.	IBA – MEDIA	6.81200
COAAPRO00005	AO ACERIAS PAZ DEL RIO S.A. -EN REESTRUCTURACION	IBA – MEDIA	6.76400
COAOIO00000	AO ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	IBA – MEDIA	6.36500
COABGAO00007	AO BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COL.	IBA – MEDIA	5.57200
COASPRO00008	AO ADM.DE FDOS.DE PENS.Y CES PROTECCION S.A.	IBA – MEDIA	4.68599
COABCAO00005	AO BANCO SANTANDER COLOMBIA S.A.	IBA – MEDIA	4.63300
COABGAD00000	ADP BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA	IBA – MEDIA	2.54300
COASPRO00008	AO ADM.DE FDOS.DE PENS.Y CES PROTECCION S.A.	IBA - BAJA	4.68599
COABCAO00005	AO BANCO SANTANDER COLOMBIA S.A.	IBA - BAJA	4.63300
COABGAD00000	ADP BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA	IBA - MINIMA	2.54300

## Anexo 2

### Ranking de Bursatilidad Capitalización

<b>Puesto</b>	<b>Emisor</b>	<b>Capitalización Bursátil</b>
1	ECOPETROL S.A.	165.734.939,05
2	BANCOLOMBIA S.A.	23.049.070,46
4	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	18.179.884,20
5	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	16.127.790,14
6	CEMENTOS ARGOS S.A.	15.248.141,38
7	INVERSIONES ARGOS S.A.	14.611.856,00
9	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	13.212.199,07
11	GRUPO NACIONAL DE CHOCOLATES S.A.	11.356.722,25
13	ALMACENES EXITO S.A.	7.651.661,75
14	ISAGEN S.A. E.S.P.	7.333.133,68
19	PROMIGAS S.A. E.S.P.	4.449.987,40
21	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COL.	4.088.174,69
27	MINEROS S.A.	2.004.525,50
29	ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	1.171.042,05
31	ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CES PROTECCION	1.051.780,26
35	BANCO SANTANDER COLOMBIA S.A.	791.431,17
36	VALOREM S.A.	773.318,33
40	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A.	670.950,81
52	TABLEMAC S.A.	253.729,21
58	ENKA DE COLOMBIA S.A.	190.734,33

### Anexo 3

#### Resultado de las observaciones realizadas

		PERIODOS OBSERVADOS	OBSERVACIONES QUE COINCIDEN CON DD*	OBSERVACIONES QUE COINCIDEN CON DP**
1	Admin. Pensiones Protección	4	4	4
2	Alm. éxito	4	4	4
3	B. Bilbao Vizcaya	4	4	0
4	B. Santander	4	4	0
5	Bancolombia	4	4	0
6	Cementos Argos	4	4	0
7	Ecopetrol	3	3	0
8	E.E.B	2	2	0
9	E. Energía del Pacífico	4	4	0
10	Enka S.A.	4	4	4
11	Grupo Nal. De Chocolates	4	4	4
12	Grupo Suramericana	3	2	2
13	Inv. Argos	4	4	0
14	I.S.A.	4	4	4
15	Isagen S.A	4	4	0
16	Mineros S.A	3	3	0
17	Odinsa S.A	2	2	0
18	Promigas S.A	4	0	0
19	Tablemac S.A	4	4	4
20	Valorem S.A	4	4	3
	<b>TOTAL</b>	<b>73</b>	<b>68</b>	<b>29</b>
	<b>PORCENTAJE</b>	<b>96%</b>	<b>93%</b>	<b>40%</b>

\* Dividendos decretados \*\* Dividendos pagados