

**ANÁLISIS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y SU IMPACTO EN EL VALOR DE
LAS ACCIONES DE 5 EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA DURANTE EL
PERIODO 2012-2016.**



**PAOLA ANDREA MEJIA COLLAZOS
LEIDY EUGENIA ECHAVARRÍA GUEVARA**

**CORPORACIÓN UNIVERSITARIA AUTÓNOMA DEL CAUCA
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES
FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
POPAYÁN
2018**

**ANÁLISIS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y SU IMPACTO EN EL VALOR DE
LAS ACCIONES DE 5 EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA DURANTE EL
PERIODO 2012-2016.**



**TRABAJO DE GRADO PARA OPTAR AL TÍTULO DE
PROFESIONAL EN FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES**

**TUTOR:
MG. LUIS ÁNGEL MENESES**

**CORPORACIÓN UNIVERSITARIA AUTÓNOMA DEL CAUCA
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES
FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
POPAYÁN
2018**

NOTA DE ACEPTACIÓN

El Director y Jurados del Trabajo de grado titulado **“ANÁLISIS DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y SU IMPACTO EN EL VALOR DE LAS ACCIONES DE 5 EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA DURANTE EL PERIODO 2012-2016.”** realizado por Leidy Eugenia Echavarría Guevara y Paola Andrea Mejía Collazos, una vez revisado el escrito final y aprobada la sustentación del mismo autorizan para que realice las gestiones administrativas correspondientes a su título profesional.

Director

Jurado

Jurado

Popayán, Noviembre de 2018

DEDICATORIA

Leidy Eugenia Echavarría Guevara

Siento una satisfacción enorme porque he podido culminar un reto más de mi vida, que le dedico primero a Dios, porque de su mano día a día he sacado fuerzas para seguir el camino de esta linda carrera, bendiciones, salud, sus infinitos regalos a diario han sido la base de este sueño. A mi Madre porque ha sido un modelo de mujer incansable y luchadora, una mujer con un carácter de fuerza que no la deja rendirse, y que para mí ha sido un ejemplo de verraquera, su incondicional amor y su entrega hacia mi han sido un apoyo fundamental para salir adelante. A Mi padre por sus consejos, su orientación y por ser el hombre que se roba mi corazón a diario con su ejemplo de constancia, responsabilidad y grandes virtudes, además de un gran amor y un apoyo esencial. A mi hermano por extender su mano en todo momento y ser un gran guía de mis pasos, por demostrar su amor y su apoyo cada día de mi vida. A mi abuelita Rosa, una mujer amorosa, que está siempre para su nieta, y sus oraciones me mantienen firme. A mi Novio Darío con el que he formado un gran equipo tanto personal como laboral, brindándome fuerza, a él gracias por hacer parte de este camino. A mis familiares, amigos por aportar a diario, alegrías, conocimientos y cariño para crecer personalmente, a mis profesores por transmitirme sus conocimientos, y hacer de mi hoy una profesional en Finanzas y Negocios Internaciones.

Paola Andrea Mejía Collazos

Primeramente quiero dedicarle este trabajo de grado a Dios por la vida que me regalo, por ser mi guía y compañero durante mi proceso de crecimiento tanto personal como profesional y a mis Ángeles que sé que desde el cielo me cuidan y protegen.

A mi familia que aun en la distancia me brindaron su amor y apoyo incondicional. A mis padres por su amor, comprensión, tolerancia, apoyo, consejos, por ser mi ejemplo a seguir, por sus valores y principios inculcados desde mi infancia que me han hecho ser una persona de bien, con carácter para afrontar la vida guiados de su mano; y a mis hermanas que han sido mis amigas y mi apoyo incondicional en los momentos más difíciles.

A mis amigos y compañeros que han estado durante en el transcurso de este proceso, por ser los causantes de mis alegrías, por siempre brindarme su mano amiga, y por hacer parte de una de las mejores e inolvidables etapas de mi vida. A mi novia que ha sido mi fuerza y fortaleza, mi amiga y mi apoyo, gracias por hacer parte de este bonito proceso de formación.

AGRADECIMIENTOS

A Dios.

Por protegernos durante nuestro camino y darnos fuerzas para superar obstáculos y dificultades a lo largo de nuestra carrera.

A nuestros padres.

Por ser nuestro ejemplo de perseverancia, por sus sabios consejos y valores inculcados que han hecho de nosotros personas de bien; y así culminar una nueva meta en nuestras vidas. Por su apoyo, amor incondicional y motivación constante.

A nuestros Hermanos y Hermanas

Por ser nuestros compañeros de vida y amigos para brindarnos su hombro en todo momento.

A nuestros maestros

Gracias a los docentes que en el transcurso de nuestra carrera contribuyeron en nuestra formación, a nuestro director Luis Ángel Meneses por su gran apoyo, motivación y acompañamiento en el desarrollo de este trabajo.

CONTENIDO

CAPÍTULO I: GENERALIDADES	17
1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	17
1.2. JUSTIFICACIÓN	21
1.3. OBJETIVOS	23
1.3.1. Objetivo General.....	23
1.3.2. Objetivos Específicos	23
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO	24
2.1. Literatura teórica	24
2.2. Literatura empírica.....	35
2.3. Modelo econométrico.....	38
CAPITULO III: METODOLOGIA	40
CAPITULO IV: RESULTADOS	45
CAPITULO V: CONCLUSIONES	62
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	64
ANEXOS	67

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Elasticidad Precio del Margen Operacional.....	45
Tabla 2. Elasticidad Precio del Margen Neto	46
Tabla 3. Elasticidad Precio del Dividendo	47
Tabla 4. Perfil de Corto Plazo de la Política de Repartición de Dividendos	59
Tabla 9. Estimación Elasticidades SURA.....	69

INDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Información Banco Bancolombia	48
Ilustración 2. Información DES Banco Bancolombia	49
Ilustración 3. Información Celsia	50
Ilustración 4. Información Des Celsia	51
Ilustración 5. Información Cementos Argos.....	53
Ilustración 6. Información Des Cementos Argos	54
Ilustración 7. Información ISA.....	55
Ilustración 8. Información Des ISA.....	56
Ilustración 9. Información Sura	57
Ilustración 10. Información Des Sura.....	58

INDICE DE ANEXOS

Anexo 1 Estimación Elasticidades Bancolombia.....	67
Anexo 2: Estimación Elasticidades Celsia.....	68
Anexo 3: Estimación Elasticidades Cementos Argos	68
Anexo 4: Estimación Elasticidades ISA.	69
Anexo 5: Estadísticas Descriptivas Bancolombia.....	70
Anexo 6: Estadísticas Descriptivas Cemargos	70
Anexo 7: Estadísticas Descriptivas ISA	71
Anexo 8: Estadísticas Descriptivas Sura	71
Anexo 9: Estadísticas Descriptiva Celsia.....	72
Anexo 10: Balances Generales Cementos Argos 2008 - 2017.....	73
Anexo 11: Balances Generales Bancolombia 2008 - 2017	76
Anexo 12: Balances Generales Celsia 2012 - 2017	79
Anexo 13: Balances Generales Grupo Sura 2009 - 2017	82
Anexo 14: Balances Generales ISA 2008 - 2017	84
Anexo 15: Estados de Resultados Grupo Argos 2011 - 2017.....	88
Anexo 16: Estados de Resultados Bancolombia 2011 - 2017	89
Anexo 17: Estados de Resultados Celsia 2011 - 2017	90

Anexo 18: Estados de Resultados Grupo Sura 2009 - 2017.....	91
Anexo 19: Estados de Resultados ISA 2011 - 2017.....	92

RESUMEN

La presente investigación aborda una de las decisiones fundamentales de las finanzas corporativas como es la política de dividendos, se estimó el impacto de la política de dividendos en la valoración de las empresas, por medio del cálculo de las elasticidades, dado que a pesar de haber investigaciones basadas en la metodología de eventos bastante frecuentes en la literatura contable, estas metodologías tienen un costo más elevado que la necesaria para llevar a cabo la investigación empírica basada en los modelos de valoración. Estos costos o inconvenientes vienen, por una parte, de lo difícil de encontrar, tanto bajo un plano teórico como empírico, el mejor subrogado de las expectativas que el mercado tiene sobre el beneficio.

Lo anterior trajo consigo una ampliación de la ventana de retorno, dando lugar a lo que se conoce como estudios de asociación, que tal como se ha mencionado anteriormente, también provocó una diferente interpretación de los resultados, proporcionando una medida indirecta de la relevancia valorativa de la información, por lo tanto se recolecto los datos por medio de la plataforma financiera Bloomberg profesional servicios y en el portal corporativo de información a inversionistas de cada empresa con el fin de contrastar la información y completar series inconclusas, con el propósito de capturar el valor accionario y los precios históricos de Cementos Argos, Celsia, Bancolombia, ISA y Sura, ya que valores reflejan el comportamiento de los precios de los activos transados en la bolsa.

ABSTRACT

This research addresses one of the fundamental decisions of corporate finance such as the dividend policy, the impact of the dividend policy on the valuation of companies was estimated, through the calculation of the elasticities, given that despite Research based on the methodology of events quite frequent in accounting literature, these methodologies have a higher cost than necessary to carry out empirical research based on valuation models. These costs or disadvantages come, on the one hand, from the difficulty of finding, both on a theoretical and empirical level, the best surrogate of the expectations that the market has on the benefit.

This brought about an extension of the return window, giving rise to what is known as association studies, which, as mentioned above, also provoked a different interpretation of the results, providing an indirect measure of the value relevance of the information, therefore the data was collected through the financial platform Bloomberg professional services and in the corporate portal of information to investors of each company in order to contrast the information and complete unfinished series, with the purpose of capturing the value stock and the historical prices of Cementos Argos, Celsia, Bancolombia, ISA and Sura, since values reflect the behavior of the prices of the assets traded on the stock exchange.

INTRODUCCIÓN

En los últimos cincuenta años la teoría financiera ha acumulado un importante acervo de conocimientos sistematizados que debe servir de punto de partida en cualquier intento de explicar o predecir fenómenos complejos como el comportamiento del mercado de capitales y el problema de la optimización de las decisiones en materia de dividendos. Por lo anteriormente señalado resulta imprescindible comenzar al menos con una revisión sucinta de las teorías e hipótesis que se hallan en el centro del debate académico acerca de la eficacia de la política de dividendos.

Con la publicación de su famoso artículo en el *American Economic Review* de junio de 1958, Franco Modigliani y Merton Miller despejaron el camino para la realización de una serie de investigaciones en teoría financiera orientadas a demostrar que, previo cumplimiento de ciertos supuestos típicos de un mercado de capitales perfecto y considerando la inexistencia de impuestos y de costos de transacción, la estructura del capital y la política de dividendos de la empresa no presentan relevancia desde el punto de vista de la valoración de la acción por el mercado. Tres años más tarde ratificaron esta opinión en el artículo que estableció la teoría de la irrelevancia de los dividendos (Modigliani, F. y Miller, M., 1961) al argumentar que el valor de una empresa se determina únicamente a través de su capacidad básica de generación de utilidades y a través de su riesgo comercial, es decir, el valor de una empresa depende del flujo neto de fondos generado por sus activos y no de la forma en que este ingreso o flujo neto de fondos se divide entre la porción de dividendos y las utilidades retenidas de la firma. Obviamente que la teoría de M y M se basaba en supuestos que se apartaban de la realidad de los mercados (imperfecciones, impuestos y costos de transacción), pero tuvo la virtud de generar no sólo serios debates sino también trabajos de investigación cada vez más refinados.

En dos artículos publicados en los años siguientes por John Lintner (1969) Y Myron J. Gordon (1963), se atacó con vigor el quinto supuesto de la teoría de irrelevancia de los dividendos de M y M, el cual afirma que la política de dividendos no afecta a la tasa requerida de rendimiento de los inversionistas en el mercado de acciones, ks. Lintner y Gordon discutieron la validez de este supuesto y argumentaron que ks disminuye a medida que aumenta la razón de pago de dividendos en efectivo porque los inversionistas están menos seguros de recibir las ganancias futuras de capital, que de recibir pagos de dividendos en efectivo. Lintner y Gordon sostuvieron a este respecto que los inversionistas valoran una unidad monetaria de dividendo esperado de una manera más alta que una unidad monetaria de ganancia de capital esperada, dado que el componente de rendimiento en dividendos, D/P_0 , es menos riesgoso que el componente de crecimiento (g) en la ecuación del rendimiento total esperado por el accionistas.

Trabajos posteriores en el área de dividendos y tributación no sólo consideraron los efectos sobre las empresas sino también sobre las personas físicas. En 1970, J .M. Brennan expuso la tesis que, por razones fiscales, los accionistas deberían valorar más los incrementos en el patrimonio que el reparto de dividendos, pero, en 1978, M & M, y Scholes replicaron que en la mayoría de los sistemas impositivos modernos se incluyen fórmulas para eliminar la llamada "doble tributación" que amenaza los dividendos, ofreciéndose a los inversionistas la alternativa de adoptar estrategias de cartera tendientes a reducir o evadir, incluso, las amenazas de una mayor imposición sobre los dividendos.

Para la teoría de la agencia, expuesta por Jensen y Meckling en 1976, la repartición de dividendos representa un mecanismo de control implícito en el contrato de agencia que suscriben los accionistas con los administradores de la empresa. La administración de la empresa responde a sus propietarios (los accionistas) con una repartición de dividendos que responda a sus expectativas y a los rendimientos alcanzados y proyectados por la gerencia de la firma.

En este campo han subrayado, además, la importancia de los dividendos como señales de la gerencia acerca de su estado en un momento del tiempo (situación y perspectivas), así como el papel del dividendo-objetivo (target dividend) en el ajuste del nivel de ganancias de la compañía, la recompra de acciones y la táctica de la distribución de dividendos representados en acciones.

CAPÍTULO I: GENERALIDADES

1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La interdependencia que puede generar la política de dividendos es un problema sin solución en las finanzas corporativas, el especial foco problemático es determinar el impacto que dicha política pueda tener en la determinación del valor de la empresa; por tal razón, existen diversas teorías con modelaciones múltiples que intentan explicar este fenómeno sujeto a distintos supuestos. Miller y Modigliani en 1961, en su artículo “*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*”, efectúan un profundo análisis teórico dentro del cual demuestra que el valor de la empresa no se afecta por la política de dividendos en un mundo hipotético con mercado de capitales perfecto¹. “La prueba de irrelevancia de la política de dividendos se desarrolla en un modelo multiperíodo para una firma financiada ciento por ciento con patrimonio. El valor de la firma depende sólo de la distribución de los flujos de caja futuros que provienen de las decisiones de inversión, por lo que se concluye que estas decisiones son completamente independientes de la política de dividendos, pudiendo por tanto la empresa pagar cualquier nivel de dividendos sin afectar a las decisiones de inversión.” (Maquieira & Danús, 1998).

El impacto del pago de dividendos en el valor de las acciones, lo determinan circunstancias que justifican distorsiones en la valoración en función del costo del capital para la empresa, dado que una compañía cada vez que paga dividendos a sus accionistas, reduce su capacidad de inversión teniendo que contemplar alternativas de apalancamiento financiero que pueden devenir en un impacto negativo directo en la capacidad de generación de beneficios futuros; en caso tal se ve afectado el valor de la

¹El Mercado de Capitales Perfecto debe entenderse, como un mercado en el cual no hay ninguna oportunidad de arbitraje. Para mayor información referirse al texto de Fama & Miller (1972).

compañía, provocando un desbarajuste de la valoración de sus acciones y generando perturbaciones de corto plazo y dependiendo el momento del mercado.

La distribución de dividendos es una de las políticas económicas y financieras de gran trascendencia tanto para directivos como inversionistas, en la medida en como esta afecte los intereses y expectativas de cada uno de ellos, de esta manera directa o indirectamente se ve reflejado en el valor de la empresa y su capacidad económica, y en este punto converge el problema de agencia donde independientemente desde la perspectiva con la que se examinen las variables financieras, las cosas cambian, dado que la información es asimétrica, por ello lo que es bueno para unos no necesariamente es bueno para los otros. (Gorbaneff, 2003).

La política de dividendos se decreta por parte de la junta directiva y la asamblea de accionistas de la firma y se aplica a la utilidad neta de cada ejercicio fiscal y su pago en efectivo a favor de los accionistas representa un egreso que afecta la disponibilidad de caja de la empresa (liquidez), con lo cual dicha empresa dispondrá de menos recursos financieros para invertir o para afrontar sus obligaciones con terceros (principalmente por endeudamiento en la ejecución de inversiones). En ese orden de ideas, es por ello que el gobierno regula a través del código de comercio el pago de dividendos, y establece las condiciones en el artículo 455, a saber: “El pago del dividendo se hará en dinero efectivo, en las épocas que acuerde la asamblea general al decretarlo y a quien tenga la calidad de accionista al tiempo de hacerse exigible cada pago” (Decreto 410 Código del Comercio, 1971).

Se especifica dentro del código de comercio que “podrá pagarse el dividendo en forma de acciones liberadas de la misma sociedad, si así lo dispone la asamblea con el voto del 80% de las acciones representadas. A falta de esta mayoría, sólo podrán entregarse tales acciones a título de dividendo a los accionistas que así lo acepten.” (Decreto 410 Código del Comercio, 1971).

Los dividendos son un tema importante en las finanzas empresariales dado a que los accionistas reciben el resultado de su inversión en forma de dividendos. “El valor de mercado de una acción es el valor descontado de los flujos de caja esperados en forma de dividendos futuros que los accionistas tienen derecho a recibir.” (Urtiaga & Lacave, 2014: p. 34). Sin embargo, estos dividendos son inciertos. Por ello cada año se toma una decisión sobre el porcentaje de beneficio neto y se reinvierte en la empresa y se establece que porcentaje se paga como dividendos. Esta reinversión genera flujos de caja actuales más bajos, pero expectativas mayores flujos de caja futuros. Siendo así la política de dividendos un factor determinante en el valor de las acciones y la empresa.

En la década del 90, Colombia no tenía un mercado unificado, existiendo tres bolsas de valores situadas en Bogotá, Medellín y Cali, las cuales se unificaron a principios de 2001 en la Bolsa de Valores de Colombia, la cual tiene a cargo la administración de las operaciones del mercado bursátil nacional aportándole una mayor liquidez al mercado. En 2013 tuvo un total operado de 1.565, 46 billones de pesos, con una variación del -1% con respecto al 2012, con un descenso en el volumen negociado en acciones del 10,98% en el mismo lapso de tiempo².

Con lo anterior, el presente trabajo de investigación, representa una herramienta importante para el ámbito de las finanzas corporativas. Partiendo de temáticas y herramientas propias del análisis económico y financiero pretende generar un mayor acervo informativo e interpretativo acerca de las 5 empresas colombianas más liquidas del mercado que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia (periodos 2012 - 2016), analizando la relación implícita o explícita entre aspectos como la estructura de capital, las cotizaciones de mercado y la política de dividendos corporativa con el fin sentar precedente frente a teorías de los mercados financieros emergentes como el colombiano.

² Información recopilada de la página web oficial de la Bolsa de Valores de Colombia.

Todo esto conlleva a analizar los impactos generados por la política de dividendos y diversas variables financieras relevantes, en la determinación de la valoración que realiza el mercado de las acciones transadas en bolsa; por tal razón es pertinente preguntarse *¿Cómo impacta la política de dividendos el valor de las empresas que cotizan en bolsa en el contexto del mercado colombiano durante el periodo 2012-2016?*

En este sentido, identificar las variables claves de la política de dividendos y su efecto en el valor de las acciones de las cinco (5) empresas con mayor liquidez del COLCAP durante el periodo proyectado permitirá analizar los factores financieros que indiquen en su política de distribución de dividendos, modelar y simular el efecto financiero de esta política sobre el valor de la acción, así mismo, identificar las variables financieras relevantes para el diseño de una política de dividendos optima en el contexto del mercado colombiano.

1.2. JUSTIFICACIÓN

El presente trabajo de investigación, representa una herramienta importante para el ámbito de las finanzas y los negocios, puesto que partiendo de temáticas y herramientas propias del análisis económico y financiero pretende generar un mayor acervo informativo e interpretativo acerca de las empresas colombianas que cotizan en la Bolsa de Valores, clasificando su estructura de capital y midiendo la política de dividendos con el fin de referenciar las características y especificidades por sector y su evolución a través de los últimos años donde paralelamente se han presentado fenómenos económicos y sociales relevantes en el ámbito nacional como internacional.

De otra parte, la investigación es relevante porque pretende analizar la relación tanto implícita como explícita entre aspectos como la estructura de capital, las cotizaciones de mercado y la política de dividendos corporativa con el fin de validar la asertividad de teorías foráneas de los mercados financieros en economías emergentes, como la colombiana.

Los dividendos son un tema importante en las finanzas empresariales dado a que los accionistas reciben el resultado de su inversión en forma de dividendos. “El valor de mercado de una acción es el valor descontado de los flujos de caja esperados en forma de dividendos futuros que los accionistas tienen derecho a recibir.” (Urtiaga & Lacave, La política de dividendos de las empresas con accionistas de control, 2014). Sin embargo, estos dividendos son inciertos. Por ello cada año se toma una decisión sobre el porcentaje de beneficio neto y se reinvierte en la empresa y se establece que porcentaje se paga como dividendos. Esta reinversión genera flujos de caja actuales más bajos, pero expectativas mayores, genera flujos de caja futuros. Siendo así la política de dividendos un factor determinante en el valor de las acciones y la empresa.

Finalmente, el presente estudio se justifica dada la aplicación práctica de los conocimientos económicos, financieros y administrativos, conjugados en el análisis y

caracterización financiera en términos de la estructura financiera y la distribución de dividendos de las empresas colombianas participes del mercado público de valores y que cotizan a través de la Bolsa de Valores de Colombia. Para este proyecto se aplicarán conocimientos y herramientas económico-financieras adquiridas en la Corporación Universitaria Autónoma del Cauca durante el programa de pregrado de Finanzas y Negocios Internacionales.

1.3. OBJETIVOS

1.3.1. Objetivo General

Identificar las variables claves de la política de dividendos y su efecto en el valor de las acciones de cinco (5) empresas que cotizan en la bolsa de valores de Colombia durante el periodo 2012-2016.

1.3.2. Objetivos Específicos

- Caracterizar la política de dividendos de cinco (5) empresas que cotizan en la bolsa de valores de Colombia durante el periodo 2012-2016.
- Analizar los factores financieros que inciden en la política de distribución de dividendos de las empresas colombianas objeto de estudio.
- Modelar y simular el efecto financiero de la política de dividendos sobre el valor de la acción (valor intrínseco) de las empresas colombianas objeto de estudio durante el periodo 2012-2016.
- Identificar las variables financieras relevantes para el diseño de una política de dividendos optima en el contexto del mercado colombiano (Dividendos vs valor de la acción).

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1. Literatura teórica

La teoría financiera se consolidó en las décadas de los sesenta y setenta del siglo anterior con el desarrollo de tres pilares en paralelo, por un lado, los teoremas Modigliani-Miller y la teoría del portafolio, y por otro en un análisis más sistémico, la teoría de la hipótesis de los mercados eficientes. Como anota Lucas (1984 p.1), un elemento común de estos tres elementos es que son aplicaciones de la teoría del equilibrio general de Arrow - Debreu.

El presente trabajo se relaciona más estrechamente con las implicaciones de los teoremas de Miller & Modigliani (1961) en términos de lo que se conoce como la estructura de capital de las empresas.

Los principios de arbitraje y equilibrio presentes en las proposiciones de Miller & Modigliani (1961) llevan a la idea de que la división del capital de una empresa entre deuda y capital accionario (en su estructura más básica de capital) no altera ni el costo de capital que ella enfrenta ni su valor de mercado, siendo ese último aporte fundamental dentro del presente estudio. Si esto es así, de acuerdo a lo que afirma Varian (1987), dos empresas idénticas en sus elecciones de tecnología, mano de obra y políticas de inversión, tendrán el mismo valor en bolsa, independientemente de cualquiera que sea la estrategia financiera o el nivel de apalancamiento de cada una de ellas.

Desde un principio, siguiendo a Tenjo, López & Zamudio (2002), se ha establecido de forma implícita, que estas proposiciones son un marco de referencia para la discusión de estructuras financieras y no unos principios que deban cumplirse completamente en la práctica.

Así, se reconoce que elementos comúnmente encontrados en la realidad como ventajas tributarias para el endeudamiento, costos de quiebra, información imperfecta en los mercados financieros e inexistencia de mercados completos, pueden llevar a que la maximización del valor de las empresas no sea independiente de su estructura de capital y que, por consiguiente, se pueda pensar en un nivel óptimo para dicha estructura.

En buena parte, el desarrollo de la teoría financiera de los últimos años ha estado guiado por la búsqueda de una estructura óptima de capital y por debates sobre la existencia o no de dicha estructura.

De esta manera, en finanzas y en el marco del derecho comercial, el dividendo se entiende como la participación en las utilidades de una empresa que le corresponde a cada accionista bajo la legislación que dirime una sociedad comercial. En las sociedades anónimas o corporaciones (objeto de estudio de las finanzas corporativas), cada acción común o preferente existente da derecho a una parte correspondiente de las utilidades generadas por la sociedad durante un periodo fiscal. En este orden de ideas, el dividendo es el resultado de dividir la utilidad de una firma entre las diferentes acciones que componen su capital social, dando origen al: dividendo por acción, métrica importante en los mercados financieros contemporáneos. (Urutiaga & Lacave, 2014).

Dentro de la política de dividendos se diseña un plan de actuación que permite la distribución de beneficios de dividendos entre los accionistas de la empresa. Casanovas & Bertrán (2013) recomiendan que cuando se estructura una política de este tipo, se debe tomar en cuenta el objetivo de maximizar los beneficios de los propietarios de la compañía y buscar la obtención de suficiente financiamiento. En lo relacionado a la maximización de la riqueza, dicha política debe diseñarse no solamente para incrementar el precio de la acción en el año siguiente, sino para aumentar la riqueza en el largo plazo y para la obtención suficiente de financiamiento.

“Una de las decisiones financieras más importantes que deben tomarse consiste en fijar porcentajes de beneficios con los que la empresa va a retribuir a sus accionistas. Esta decisión implica que cuando se determina el porcentaje de beneficios que van a retribuirse (1-b) también denominado tasa de reparto o pay-out, se está determinando el porcentaje de beneficios que irá destinado a dotar las reservas (b), también denominado tasa de retención o tasa de autofinanciación.” (Casanovas & Bertrán, 2013, p18).

En el desarrollo de la política de dividendos existen varias posibilidades cuando se plantea, una es mantener una tasa de reparto constante, mantener un dividendo anual constante, pero ajustándolo a las situaciones y circunstancias particulares y mantener un dividendo totalmente arbitrario. (Casanovas & Bertrán, 2013).

La discusión teórica sobre la neutralidad o el efecto que tiene la política de dividendos sobre el valor de las acciones de la empresa se ha perfilado como un campo de análisis donde se contrastan las líneas teóricas más clásicas con los nuevos planteamientos. Desde la perspectiva clásica que tienen en cuenta los supuestos de la competencia perfecta y asume que la política de dividendos es neutra respecto al valor de las acciones de la empresa, solo cuando se toman en consideración las imperfecciones del mercado como los impuestos, los costos de transacción y la información asimétrica se pueden establecer tres variaciones en estas consideraciones.

Algunos autores continúan defendiendo la neutralidad de la política de dividendos, entre tanto aparecen quienes afirman que la política de dividendos puede incidir en el aumento del valor de las acciones y contrario a esto también hay investigación alrededor de la posibilidad de la reducción del valor causado por las decisiones de reparto de dividendos. El trabajo empírico para hallar evidencia que soporte estas hipótesis ha impulsado la implementación de metodologías que van desde los modelos de regresión hasta el análisis de eventos. Parece que es apresurado hablar de algún tipo de consenso alrededor del tema y por esto para abordarlo es necesario explicar estas consideraciones con mayor detenimiento (Plans & Boned, 1994).

Como referente de la irrelevancia o neutralidad de la política de dividendos se tiene a (Miller y Modigliani 1961), plantean que en un mercado de capitales en el que no existen distorsiones como impuestos, costos de transacción y de agencia o información asimétrica que alteren la sustitución perfecta de las diversas alternativas que tienen los accionistas para obtener rentas como los dividendos y las ganancias del capital, por ende no habría la posibilidad de crear algún tipo de beneficio mediante una determinada política de dividendos, manteniéndose indiferente respecto al valor de las acciones.

Si tenemos en cuenta la inversión realizada por la empresa para un determinado periodo, el beneficio generado por cualquier activo, el valor de la empresa al inicio del periodo siguiente además de la rentabilidad mínima exigida al activo de la empresa de acuerdo a su nivel de riesgo aceptado se puede argumentar que el valor de la empresa está en función exclusivamente del beneficio generado por su portafolio de inversión. En realidad, lo que ocurre es que la valoración inicial de los activos se le agrega el valor de las inversiones futuras.

En este sentido (Miller y Modigliani 1961) hacen que la política de dividendos no haga parte de las variables que determinan el valor de las acciones y no tenga incidencia en las decisiones de la organización. Determinada estructura de reparto de dividendos no incide en las decisiones de inversión de la empresa ya que el reparto se compensa con diferentes formas de apalancamiento.

Las alternativas de apalancamiento en un escenario de competencia perfecta son totalmente sustituibles, así pues, el determinante primordial del valor de la empresa es la distribución óptima de los proyectos de inversión con rentabilidad superior a la esperada. Si se tiene en cuenta las preferencias del accionista, en un esquema de competencia perfecta se asume que el individuo es indiferente a la forma en que obtiene sus beneficios. La ruta del dividendo o las ganancias del capital son completamente sustituibles de esta manera no tiene que asumir ningún tipo de costo por preferir una alternativa de liquidez determinada.

Desde la perspectiva de (Gordon 1959) la variable que tiene en cuenta el inversor es el dividendo. Si se parte de que la empresa dispone de una sola alternativa de financiación como la utilidad retenida. Esta tasa de retención permanece constante en el tiempo, la tasa de rentabilidad de los proyectos también es constante y no existen distorsiones como impuestos o costos de transacción se puede desarrollar un argumento que lleva a comparar dos acciones de empresas diferentes que tienen el mismo dividendo, similar tasa de actualización pero diferente tasa de crecimiento y por tanto el valor de las acciones de una de las alternativas es inferior a su contraparte. Entonces una tasa de crecimiento superior implica mayor valor de la renta retenida y en este sentido, un menor pago de dividendos en el periodo t a cambio de un dividendo más alto en el $t+1$ pero incierto. Según (Gordon 1959) la aversión al riesgo del accionista determina que las tasas de actualización para valorar los dividendos sean mayores, luego esta diferencia temporal genera un valor medio superior y disminuye el valor de las acciones.

Cuando se consideran las imperfecciones del mercado los autores han ampliado los supuestos de lo que parten sus análisis y sus hipótesis. Cuando aparece un impuesto hay una distorsión que afecta los caminos que tiene el accionista para obtener renta: el dividendo y el capital. Regularmente se diferencia el dividendo en favor de las ganancias del capital, esto puede compensar la preferencia por las ganancias del capital.

En presencia de un impuesto puede argumentarse la neutralidad de la política de dividendo siguiendo la propuesta de (Miller y Modigliani 1961), los autores parten del efecto clientela para abordar un sistema fiscal no neutral que otorga un trato preferencial a las ganancias del capital. Primero sugieren diferenciar al tipo de accionista, se tienen los que exhiben una preferencia por determinada alternativa y los que son indiferentes debido a la no neutralidad fiscal. Así que la empresa atrae a uno de estos tipos de inversores, sin alterar el valor de las acciones, ya que no existen diferencias relevantes en la clientela. El efecto clientela está sujeto a la posibilidad de todos los inversores de satisfacer sus preferencias respecto a las alternativas de obtener beneficios.

Como ya se dijo, regularmente en los sistemas fiscales modernos hay un trato favorable a los beneficios del capital, esto podría hacer pensar que se pueden encontrar una mayor oferta de dividendos pequeños o nulos dada la poca demanda para este tipo de renta. Pero en realidad el comportamiento del mercado es opuesto a esta suposición. (Black y Sholes 1974) afirman este hecho por medio del “efecto incertidumbre” que entra a reforzar el argumento de la neutralidad de la política de reparto al no conocerse a ciencia cierta el efecto que tenga en el futuro.

No puede establecerse la dirección ni la magnitud del impacto del dividendo sobre la rentabilidad de la cartera, tanto neta como bruta, por lo tanto, el dividendo termina por convertirse en una variable irrelevante en la conformación de la cartera del inversor, que busca primordialmente una diversificación óptima. (Plans & Boned, 1994) mencionan siguiendo la línea argumentativa de Miller, Modigliani; Black y Sholes que la política de reparto se mantiene como una variable neutral ya que la empresa les da mayor importancia a las necesidades de financiación de sus planes de inversiones. Entonces el efecto clientela y el efecto incertidumbre o ignorancia hace que no se pueda determinar efecto alguno de las decisiones de reparto en un escenario fiscal no neutral.

(Brennan 1970) expone un argumento que sugiere una influencia negativa del reparto en el valor de las acciones en un sistema fiscal no neutro. Parte de asumir que las cargas impositivas de las ganancias del capital y los dividendos son constantes e independientes de la cartera que conforma el inversor y además son distintas para cada uno. Así pues la maximización de la rentabilidad exigida de la cartera, genera una relación de equilibrio individual que lleva a un equilibrio de mercado si se cumple la condición para todos los participantes.

El argumento de (Brennan 1970) tiene en cuenta la rentabilidad mínima exigida al título, el tipo de interés libre de riesgo, la rentabilidad neta de la cartera superior a la libre de riesgo, la rentabilidad de la cartera de mercado, el resultado de la relación entre las tasas impositivas marginales como ratio de los dividendos y las ganancias del capital y el rendimiento en dividendo del título. Así pues, se establece que la rentabilidad mínima

esperada de cualquier título del mercado depende de su nivel de riesgo, determinado por la covarianza entre la rentabilidad del título y la cartera, y del rendimiento esperado en dividendo.

Con estas consideraciones el autor concluye que representa una mejor alternativa para la empresa y el inversionista distribuir liquidez recomprando acciones. Y aunque haya un efecto negativo se genera un equilibrio que justifica la tenencia de acciones. (Litzenberger y Ramaswamy, 1979) aborda esta misma cuestión, pero parte de que el impuesto es progresivo según el nivel de renta del inversor, las ganancias del capital no tributan y existen otras restricciones al nivel de endeudamiento del inversor, con el propósito de asumir la no existencia de impuestos negativos. (Importe de intereses superior al dividendo distribuido), dadas estas consideraciones obtiene un resultado que equivale a una incidencia negativa del dividendo en el valor de las acciones.

La incidencia del reparto de dividendos en el valor de la acción teniendo en cuenta los costos de transacción hace parte de la discusión teórica en un escenario de competencia imperfecta. Los costos de transacción se definen como costos que distorsionan la perfecta sustituibilidad de diferentes alternativas de financiación para la empresa o entre las opciones del inversor para obtener beneficios. Estos costos de transacción hacen que se pierda la indiferencia entre optar por financiación interna o la emisión de acciones, dados los gastos administrativos asociados. Estos gastos asociados influyen en el incremento de la rentabilidad mínima exigida a la financiación externa respecto a la interna.

El inversionista que busca la manera óptima de diversificar su cartera y que obtiene el dividendo esperado según sus expectativas de liquidez, no es indiferente a la forma de obtener sus beneficios. Y como la obtención de liquidez por medio de la venta de acciones genera costos administrativos, una modificación de la política de reparto genera gastos que reducen la rentabilidad de la cartera.

De nuevo (Miller y Modigliani 1961) argumentan en favor de la neutralidad del reparto en presencia de costos de transacción por medio del “efecto clientela”, la neutralidad del dividendo en el valor de las acciones se garantiza cuando cada inversor puede recibir el dividendo deseado diversificando su cartera. (Pettit 1987) refuerza este argumento sugiriendo que el inversor adapta sus beneficios obtenidos con un plan de consumo óptimo y debe tener en cuenta los costos de transacción asociados. Entonces este inversor que encara el sistema tributario no neutral para la renta ordinaria podría preferir una cartera con dividendos altos para garantizar liquidez rentable, si los costos de transacción se elevan a un nivel que ponga en riesgo el consumo deseado. Así se puede decir que el nivel óptimo de dividendos es aquel que minimiza los costos de transacción asociados a la discriminación fiscal y los costos de transacción.

(Higgins, 1972) afirma que el reparto se hace relevante cuando se busca determinar la política óptima de dividendos que debe seguir la empresa para su plan de inversiones, el autor argumenta que la empresa maximiza el valor de sus acciones cuando es capaz de minimizar los costos de transacción asociados a provisiones de fondos sub óptimos para apalancar lo planes de inversiones. Pueden darse las siguientes situaciones dados estas consideraciones, si el dividendo ofrecido es sub óptimo hay un exceso de liquidez destinada a inversiones poco rentables, si el dividendo se encuentra por encima del óptimo se induce una escases de liquidez que obliga a aumentar la base de capital para mantener dicho nivel de inversión.

(Sheferin y Statman 1984) incorpora al análisis costos psicológicos cuando afirma que el inversionista planea un óptimo de consumo con una restricción: resguardar en el largo plazo la riqueza invertida en la cartera articulando reglas de autodominio. Afirma el autor que el inversor apalanca el plan de consumo con los ingresos de la cartera, dividendos, pero probablemente sin la venta parcial de sus acciones. Este efecto se podría llamar “prudencia” o como la economía conductual ha venido tratándolo como base central de su argumento “aversión a la perdida” (Thaler, 2009) se prefiere financiar consumo con dividendos que con ganancias del capital, el individuo es adverso a

determinados sentimientos que pueden aparecer cuando toma decisiones como el arrepentimiento o porque sobre las ganancias, prefiere nunca perder riqueza.

Los costos de agencia aparecen como una divergencia entre objetivos de los implicados en la empresa, accionistas, directivos y acreedores, etc. Cada grupo defiende sus objetivos particulares, este costo puede considerarse una distorsión y es uno de los factores que ha ganado mayor relevancia, en tanto se quiera entender la demanda de dividendos en los mercados financieros.

Los costos de agencia, la divergencia entre los intereses de los propietarios – maximizar la rentabilidad - y los directivos – maximizar su utilidad – crea la necesidad de controlar la actividad de los directivos por parte de los accionistas. Entonces el mercado de capitales se erige como un mecanismo de control que justifica esta demanda de dividendos. Una política de dividendos estables implica un costo fijo indirecto que reduce financiación interna disponible e impone límites a la autonomía del directivo obligándolo a acudir al mercado de capitales en busca de financiación externa, asumiendo todo lo que esto implica.

(Easterbrook 1984) va a justificar la demanda y la oferta de dividendos por la intensión del accionista y del directivo de minimizar los costos de agencia de la empresa, maximizando el valor de las acciones; entonces parece que existe un volumen óptimo en el reparto en cada empresa según su situación respecto a los conflictos que enfrente. El dividendo como un mecanismo de control intermediando la actuación de los implicados en la empresa que reducen los costos de agencia cuando se negocian en mercados competitivos de capitales. En esta línea teórica se encuentra también (Gronewoller 1990) que concluye que la política óptima de reparto de dividendos debe compensar la pérdida de valor que el pago de dividendos ocasiona dados los costos de transacción, con el beneficio, de la reducción en los costos de agencia.

La información asimétrica es consecuencia de la separación entre la propiedad y la dirección, característica de la gran empresa, y se refiere a las divergencias en la

información a la que acceden accionistas y directivos sobre el futuro de la organización. Los inversionistas pueden acceder a una cantidad de información relevante de la actuación del equipo directivo en un determinado periodo o ciclo económico, a través de informes o documentos contables auditados, aunque es escasa la información sobre cambios de estrategias y nuevas maneras de distribuir proyectos de inversión al interior de la empresa.

Esta información puede ser estratégica o táctica y no puede publicarse por motivos competitivos, entonces el accionista requiere señales que transmita esta información y que redunde en aumentos de la valoración de la empresa (Plans & Boned, 1994).

Actualmente, se discute que tan pertinente es utilizar la política de dividendos como un mecanismo de señalización o transferencia de información sobre el estado actual o los futuros de la empresa. El trabajo empírico se ha direccionado a revisar la evidencia empírica que corrobore este mecanismo además de la aversión por parte de la dirección de reducir el pago de dividendos. Esta aversión puede confirmar la no neutralidad del dividendo y la utilización como medio de información que puede incidir el valor de las acciones.

Se puede decir que toda la idea teórica que soporta la no neutralidad de la política de dividendos sobre el valor de la acción encuentra en la teoría de la información asimétrica el mayor asidero. La neutralidad de la política de dividendos está fundamentada sobre el efecto clientela y el efecto incertidumbre y la no neutralidad en la existencia de costos de transacción, costos de agencia e información asimétrica.

Con relación al efecto de la política de dividendos sobre el valor de la empresa, Gascón (2002) asevera que el objetivo de maximizar el valor de mercado de la empresa supone encontrar la combinación de fondos propios y deuda que minimiza el costo de capital de dicha empresa. Los estudios y aportaciones sobre la estructura de capital pueden agruparse entre aquellos cuyo objetivo es maximizar la riqueza de los accionistas

y aquellos basados en las teorías directivas y que se plantean en términos de la maximización de la utilidad de los directivos.

Es así como la estructura financiera de la empresa se articula mediante la distribución corriente más la estructura de capital que se forma a través de los pasivos a largo plazo y el patrimonio, este tiene tres fuentes principales de obtención de recursos: las acciones preferentes, las acciones comunes y las utilidades retenidas, cada una con un costo financiero diferente, lo que permite que las fuentes del capital propio abarquen los fondos a largo plazo que suministran los propietarios a la empresa.

De la misma forma el patrimonio tiene fuentes del endeudamiento a largo plazo: entre las más comunes están las Obligaciones financieras de largo plazo, bonos, hipotecas por pagar y el leasing financiero.

Mascareñas (2008) plantea que “cada empresa tiene una estructura de capital “óptima”, derivada de los efectos impositivos, los costos de agencia y los costos de insolvencia, por lo tanto, La gerencia financiera tiene como objetivo mantener un coeficiente de endeudamiento objetivo, que compense las ventajas fiscales del endeudamiento con el aumento de la probabilidad de insolvencia cuando el apalancamiento financiero aumenta.” (p49). De tal forma, la empresa establece un indicador de deuda-capital, hacia lo que pretende moverse gradualmente a través del tiempo, para compensar costos y beneficios derivados del endeudamiento, manteniendo los activos y los planes de inversión constantes en la compañía. Al respecto, se acepta que la empresa substituya deuda por capital o capital por deuda hasta que su valor se maximice.

La política de dividendos se concreta en la definición de la parte de las utilidades del ejercicio que una empresa destina retener en forma de reservas con la finalidad de distribuir en forma de dividendos a los accionistas durante un periodo o ejercicio contable. Constituye un aspecto de alta relevancia en términos financieros, puesto que influye

directamente sobre la estructura de capital óptima, sobre el valor de la empresa y sobre la cotización de las acciones en la bolsa de valores.

No hay consenso teórico alrededor de la neutralidad de la política de dividendos, con el paso del tiempo se han desarrollado mejores metodologías para encontrar evidencia empírica que soporte las hipótesis planteadas. La investigación empírica que toma como punto de partida la existencia de información asimétrica es una de las más exploradas en el campo, conforme se han sofisticado los sistemas de información parece que se posibilita encontrar estrategias analíticas que confirmen este efecto en el valor de las acciones.

2.2. Literatura empírica

En años recientes, el estudio de la política de dividendos y su efecto en el valor de la empresa en el contexto de un mercado perfecto, ha sido una preocupación recurrente para los directivos e investigadores en el campo de las finanzas. Recientemente, el enfoque de investigación adoptado por los académicos del área, propone explicar de manera particular elementos o variables financieras individuales con influencia determinante en el valor de mercado. Algunos estudios (Rodríguez & Silva, 2014; Gutiérrez y Sáez, 2014; Pérez, Martínez & Medina, 2013; Gómez & Apraiz, 2012; Santos, 2008; Menéndez & Guerrero, 1998; Miller & Modigliani, 1961) se centran en aspectos puntuales de la política de dividendos, y han permitido identificar claramente tres posturas teóricas al respecto: La neutralidad de la política de dividendos, el efecto directo de la política de dividendos sobre el valor de la empresa y finalmente, el efecto adverso de la política de dividendos sobre el valor de las acciones.

El trabajo empírico que busca evaluar si la política de reparto tiene una carga informativa que la hace relevante ha tenido resultados encontrados, por ejemplo, Kalay

(1980) desarrolla una investigación empírica que intenta revisar si una reducción de dividendos, desde el enfoque de la información asimétrica, encontradas en una muestra aleatoria de empresas son obligatorias o son resultado de decisiones de las directivas. Las reducciones obligatorias son resultado de las limitaciones que establecen los acreedores, y por este motivo, no transmiten información. Los hallazgos del autor, confirman el papel del dividendo como señalización para los accionistas, ya que solo un 5% de las reducciones resultaron obligatorias. Si el directivo toma decisiones que refleja la no aversión a las mismas, implica que el dividendo no está transmitiendo información y por lo tanto no incide de forma negativa en el valor de las acciones.

Pérez, Martínez & Medina (2013) abordan el efecto de las decisiones fundamentales de las finanzas corporativas y la política de dividendos. En ese sentido, estructuraron un modelo donde las bases son la teoría de irrelevancia de los dividendos Miller & Modigliani, el modelo de señalización de John Lintner, y el modelo de Michael S. Rozzef de minimización de costos de agencia y de costos de transacción. La construcción del modelo teórico de política óptima de dividendos resalta las ventajas de la teoría de Modigliani y Miller. Para ello se pasan por alto las suposiciones especificadas en relación a la indiferencia por liquidez, ausencia de incertidumbre, costos de agencia y costos de transacción, no obstante, se explora la posibilidad de presencia de información asimétrica.

Por otro lado, Asquith & Mullins (1983) confirma mediante una contrastación empírica que el anuncio de un pago inicial de dividendos, así como un incremento del mismo, incremento la riqueza del accionista a pesar de una mayor carga fiscal, en este sentido se confirma que el dividendo no es neutral en la medida que el beneficio de la nueva información sea superior a los costos de transacción. Brickley (1983) enfoca su investigación en dividendos extras. Este análisis realizado con una muestra de pagos de dividendos especiales, sin una frecuencia específica, mostro que este tipo de dividendos transmite información sobre los futuros beneficios de la empresa, aunque en una proporción menor que una política de reparto estable.

En este sentido, (Van Horne, 1980) aporta elementos técnicos que corroboran una transmisión de información en una política de dividendos que permite mejorar la rentabilidad del accionista ya que compensa los costos de transacción que origina. No obstante (Watts, 1973) afirma que la información transmitida es trivial, ya que no logra compensar los costos de transacción.

Por otra parte, Rodríguez & Silva (2014) se preocupan por estimar el valor de la Empresa mediante la utilización del método de Flujos de Caja Descontados. Metodológicamente, determinó la estructura de capital y el costo patrimonial. Además, consideró información relacionada a proyecciones de distintos analistas y políticas de inversión de la compañía para los próximos años, lo que permitió proyectar los Estados de Resultados. La metodología utilizada para valoración económica del precio de la acción consistió en aplicar Flujos de Caja Descontados a una tasa de costo de capital (WACC), a través del método de “Valor de Perpetuidad sin Crecimiento”. Se realizó producto de lo anterior un análisis de sensibilidad con el objetivo de apreciar cómo se afecta la valoración económica del precio de la acción, ante variaciones en aspectos clave de la estructura financiera de la empresa, entre ellos la política de dividendos.

De manera análoga, Gutiérrez & Sáez, (2014) Analizaron factores determinantes de la política de dividendos en empresas con estructura de propiedad concentrada. Su análisis de la evidencia empírica sobre la política de dividendos identificó la existencia de un conflicto de agencia no resuelto entre socios mayoritarios e inversores externos. Llegando a la conclusión de que los accionistas mayoritarios están utilizando hoy en día la política de dividendos para expropiar a los accionistas minoritarios.

Santos (2008), demostró que las empresas, desde el punto de vista financiero, para maximizar el valor de las acciones representativas de su capital social, buscan compatibilizar sus decisiones financieras en cuanto a inversión, financiamiento y dividendos. La política de dividendos, sea en efectivo y/o en acciones liberadas, es determinante en la percepción del valor de mercado de la empresa. La evidencia práctica del efecto de la política de dividendos en el valor de las acciones de la empresa, se

presenta para una muestra de cuatro empresas de generación eléctrica del país: ELECTROPERU, EDEGEL, ENERSUR y EGENOR. Las cuatro empresas estudiadas tenían una política de dividendos que guarda cierta similitud, y cuya aplicación en cada ejercicio fiscal dependía de los planes de crecimiento y/o de optimización financiera según las condiciones del mercado.

Finalmente, en una obra cumbre de las finanzas corporativas representada por los aportes de Miller & Modigliani (1961), se desarrolló un punto de vista poco convencional, al identificar la irrelevancia de la política de dividendos sobre el valor de la empresa. En ese orden de ideas, lo verdaderamente sustancial que afecta el precio de la acción es la capacidad de los activos de la empresa para generar ingresos y rentabilidad.

2.3. Modelo econométrico

Con soporte en la literatura antes descrita, se toma como referencia el análisis realizado por Rodríguez & Silva (2014) con modelos que permiten estimar la sensibilidad, debido a que dichos modelos permiten generar una abstracción empírica del impacto de la política de dividendos, siendo de esta manera, adecuados en el estudio de la dinámica de los activos dentro los mercados bursátiles. Cabe resaltar que realizar manipulaciones a las series como las realizadas para estimar este modelo, no cambia las propiedades estadísticas de la muestra, ni generan ningún tipo de sesgo a favor o en contra de la pregunta de investigación³.

La sugerencia de Gujarati (2004), se relaciona con realizar evaluaciones de estimaciones espurias con las pruebas tradicionales, pues la presencia de

³ Para mayor información consultar Gujarati (2004).

heterocedasticidad puede generar resultados sesgados que quiten grados de libertad estadística.

Teniendo en cuenta el modelo utilizado por Rodríguez & Silva (2014), la representación utilizada para el análisis de sensibilidad⁴ viene dada por:

$$P_t = \beta_1 MO_t^{\beta_2} MN_t^{\beta_3} Div_t^{\beta_4} e^{u_t} \quad 2.3.1$$

$$\ln P_t = \ln \beta_1 + \beta_2 \ln MO_t + \beta_3 \ln MN_t + \beta_4 \ln Div_t + u_t \quad 2.3.2$$

Donde:

P_t : Precio de la Acción

MO_t : Margen Operacional

MN_t : Margen Neto

Div_t : Valor del dividendo

En la ecuación (2.3.1), se plantea una modelación no lineal en los parámetros que teóricamente describe la relación existente entre las variables exógenas y la variable endógena. La ecuación (2.3.2) representa una modelación doble logarítmica, por medio de la cual, las estimaciones de los parámetros beta representan las elasticidades de variables financieras en el tiempo de estudio. Concerniente en la ecuación doble logarítmica, los respectivos parámetros β mide el grado de sensibilidad que tiene la variable regresada a las variaciones de cada una de las variables regresadoras.

⁴ Cabe anotar que se realizará para cada empresa una modelación del grado de sensibilidad.

CAPITULO III: METODOLOGIA

Se realizó un abordaje de tipo cuantitativo, con enfoque empírico que permitió emprender el análisis de impacto de las políticas de dividendos en la valoración de las empresas, se planteó un procedimiento metodológico condensado en la teoría económica el cual permitió medir los cambios en las relaciones de dependencia⁵ entre las variables.

Se estimó el impacto de la política de dividendos en la valoración de las empresas, por medio del cálculo de las elasticidades. En general la elasticidad es una medida que captura la sensibilidad de una variable a otra. Robert Pindyck (2005) la define como “una cifra que nos indica la variación porcentual que experimentará una variable en respuesta a una variación de otra de un 1 por ciento” (p. 31); Varian (1999) afirma que la elasticidad es “una medida de la sensibilidad independiente de las unidades de medida” (p. 277), es importante rescatar la afirmación realizada por Varian (1999) en la medida que las unidades de medición de las variables pueden sesgar la interpretación de los resultados propiciando posibles imprecisiones.

La Teoría Económica utiliza, de manera recurrente, formas funcionales no lineales para modelizar escenarios macro y microeconómicos que permiten explicar diversos fenómenos dentro del espectro teórico, con lo anterior, aparecen maniobras matemáticas de simplificación empírica habituales en el trabajo aplicado en Economía, que dan lugar a regresiones intrínsecamente lineales. En este apartado se realizó un paneo por el tipo de modelación que permitió proponer una respuesta a la pregunta de investigación objeto de este documento.

⁵ Es decir, permite cuantificar el nivel de asociación o sensibilidad entre variables.

Modelo doble-logarítmico.

Dado un modelo no lineal en las variables cuya especificación es la siguiente:

$$Y = A \prod_{i=1}^K X_{it}^{\beta_i} e^{u_i} \quad 3.2.1$$

Se pudo intuir, que dicha especificación corresponde a una regresión intrínsecamente lineal, puesto que, de acuerdo a García (2015) “es susceptible de ser linealizada aplicando logaritmos y renombrando las variables, de tal forma que tanto la variable endógena como las explicativas quedan expresadas como funciones logarítmicas” (p. 6), de ahí la denominación “doble logarítmico”:

$$\ln Y_t = \ln A + \sum_{i=1}^K \beta_i \ln X_{it} + U_t \quad 3.2.2$$

$$y_t = \alpha + \sum_{i=1}^K \beta_i x_{it} + U_t \quad 3.2.3$$

Donde $y_t = \ln Y_t$; $x_{it} = \ln X_{it}$; $\alpha = \ln A$

En este tipo de modelos econométricos, afirma García (2015), los coeficientes que acompañan a las variables se definen como elasticidades, de manera que los parámetros estimados β miden “la variación porcentual que experimenta la variable endógena ante un incremento del 1% de la variable explicativa correspondiente *ceteris paribus*” (García, 2015: 6), esto expresado de forma matemática corresponde a:

$$\beta_i = \frac{dY}{dX_i} \frac{X_i}{Y} \quad 3.2.3$$

En particular, la elasticidad precio de la demanda, por ejemplo es “la variación porcentual de la cantidad dividida por la variación porcentual del precio” (Varian, 1999; p.277); en general esta medida es una cifra negativa⁶ puesto que relaciona una correlación negativa normal entre las cantidades demandadas de un bien o servicio con su precio; pero los economistas como lo afirma Varian (1999) para eliminar ambigüedades toman como referencia la cifra en valor absoluto, simplificando su interpretación.

Las elasticidades en general pueden llegar a tomar tres posibles valores:

- Cuando la elasticidad es mayor que 1, se puede interpretar, de acuerdo a Pindyck (2005), que la variable Y es elástica con respecto a X; debido a que pequeñas variaciones porcentuales de X afectan agresivamente la variación porcentual de Y.
- En caso contrario cuando la elasticidad es menor que 1, Pindyck (2005) permite afirmar que la variable Y es inelástica con respecto a X, es decir, que grandes variaciones en X generan pequeñas variaciones en Y.
- El tercer caso es poco común en los estudios empíricos económicos, Pindyck (2005) plantea la posibilidad de calcular una elasticidad igual a cero. Lo que generaría una inelasticidad perfecta, en este caso las variaciones grandes o pequeñas en X no generarían variaciones en Y.

⁶ Dicha afirmación hace referencia a la generalidad en el cálculo de las elasticidades cabe resaltar que dicho esto, no genera una invalidez en el cálculo de posibles elasticidades positivas. Para mayor información remitirse a Varian (1999).

Datos

Se tomó como referencia para hacer la aplicación de la modelación propuesta a las 5 empresas más líquidas del mercado bajo el criterio de elección del índice COLCAP⁷ de la Bolsa de Valores de Colombia.

Al respecto, fue indispensable para la selección de la información tener en cuenta algunos parámetros de selección de las empresas objeto de estudio, de esta manera contamos con:

- Informes anuales de resultados corporativos disponible al público durante el tiempo objeto de estudio de esta investigación.
- Haber decretado dividendos de forma continua o no, por lo menos durante dos años, dentro del periodo 2012 y 2016;
- Contar con información disponible durante el periodo 2012 a 2016 en la plataforma financiera Bloomberg Professional Services o en el portal corporativo de información a inversionistas, mecanismos que se utilizaran para realizar la recolección de la información.

La recolección de los datos se realizó por medio de la plataforma financiera Bloomberg Professional Services y en el portal corporativo de información a inversionistas de cada empresa con el fin de contrastar la información y completar series inconclusas; este mecanismo obedece a una recolección de información secundaria; de

⁷ El COLCAP es un indicador que refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas donde el valor de Capitalización Bursátil ajustada de cada compañía determina su participación dentro de dicho índice, de aquí la relevancia para realizar este estudio que espera contrastar los factores generadores de valor de las empresas con la capacidad que tiene el mercado de reflejar dicho valor.

otro lado, frente al tratamiento estadístico y econométrico se realizó por medio del paquete estadístico Econometric Views 11.

Para capturar el valor accionario se utilizaron las series de los precios históricos por cada organismo, Cementos Argos, Celsia, Bancolombia, ISA y Sura, datos provenientes de la plataforma Bloomberg. Estos valores reflejan el comportamiento de los precios de los activos transados en la bolsa.

En cuanto al margen operacional es un indicador de rentabilidad, por medio del cual se puede identificar, si el negocio es o no lucrativo, en sí mismo, independientemente de la forma como ha sido financiado.

El margen neto es el indicador de rentabilidad que ofrece una imagen de cuán bien está cubriendo la institución sus costos de fondos y gastos operativos con sus ganancias en concepto de sus activos, es decir, consiste en un indicador que permite monitorear si la institución está o no cubriendo sus costos producto de su ejercicio.

Por último, El dividendo es la parte del beneficio que se reparte entre los accionistas de una compañía. Constituye la remuneración que recibe el accionista por ser propietario de la sociedad y la cantidad es variable según los resultados anuales que la empresa ha obtenido. Claramente esta variable se utilizó como proxy con el fin de capturar el impacto que puede tener una política de dividendos en la valoración de las empresas.

La muestra estuvo compuesta por datos trimestrales, teniendo en cuenta el menor tiempo de periodicidad en el cálculo de algunos datos tenidos en cuenta. El periodo contemplado es del primer trimestre de 2012 al cuarto trimestre de 2016⁸.

⁸ En vacaciones y días no bancarios se incluyen los mismos datos registrados en la jornada anterior, para que no haya lagunas en las series utilizadas.

CAPITULO IV: RESULTADOS

De acuerdo a lo descrito en la metodología, se realiza un tratamiento de conversión de series a sus pares logarítmicas, cabe resaltar que se estima de manera separada para cada empresa el cálculo de elasticidades precio⁹, para evitar sesgos, prevenir contabilidad cruzada y reducir el riesgo de multicolinealidad, aunque dentro de la literatura financiera se utilizan mecanismos para unificar series y realizar análisis conjuntos, estas propuestas metodológicas advierten tener pérdidas de información que para el tamaño de esta muestra es demasiado relevante como para asumirlo.

A continuación, se presenta las estimaciones¹⁰ de las elasticidades precio por variable para las 5 empresas, durante el primer trimestre de 2012 y el cuarto trimestre de 2016.

Tabla 1. Elasticidad Precio del Margen Operacional.

Precio vs Margen Operacional		
Nemotécnico	Coefficiente	P-valor
Bancolombia	0.023761	0.7309
Celsia	0.230142	0.0085
ISA	0.358650	0.0040
Cemargos	0.073384	0.5492
Sura	0.023029*	0.2594
Fuente: Elaboración propia		

⁹ Se realizaron 5 estimaciones de las elasticidades precio, correspondientes a cada una de las empresas pertenecientes al proceso de estudio.

¹⁰ Para mayor información estadística relevante a los modelos dirigirse a las Tablas 5 al 9 del anexo donde se evidencia las estimaciones realizadas para cada empresa.

En la tabla 2, se puede observar las elasticidades precio del margen operacional estimadas para las 5 empresas en estudio. Realizando un análisis de significancia estadística al 5% de acuerdo a las recomendaciones realizadas por Gujarati (2004), las elasticidades estimadas para Celsia e Isa salen estadísticamente significativas. Como era de esperar, todas las elasticidades estimadas están en el rango de 0 a 1 determinando poca sensibilidad del precio a variaciones en el margen operacional. Genera una especial atención el comportamiento del coeficiente estimado para ISA, pues a diferencia de sus pares está cercano a 0.5, dicha estimación podría definir – a priori – un comportamiento de convergencia del mercado en esta valoración a tener en cuenta datos que traders habitualmente no observan.

Tabla 2. Elasticidad Precio del Margen Neto

Precio vs Margen Neto		
Nemotécnico	Coeficiente	P-valor
Bancolombia	0.033157	0.6965
Celsia	0.001939*	0.9356
ISA	0.160049	0.017
Cemargos	0.066149*	0.033
Sura	0.023226	0.4126
Fuente: Elaboración propia		

En la tabla 3, se puede observar las elasticidades precio del margen neto estimadas para las 5 empresas en estudio, realizando un análisis de significancia estadística al 5% de acuerdo a las recomendaciones realizadas por Gujarati (2004), las elasticidades estimadas para Cemargos e Isa salen estadísticamente significativas. Como era de esperar las elasticidades se encontraron entre 0 y 1 determinando que el precio de las acciones no presenta sensibilidad a modificaciones en el margen neto. Cabe resaltar la cercanía a la nulidad del coeficiente estimado para Celsia este proceso

puede ser explicado -a priori- con que para la determinación de la valoración de esta empresa en bolsa no se tiene en cuenta las variaciones en el margen neto. Y que dichas valoraciones obedecen a otro tipo de información que no se está contemplando en este estudio.

Tabla 3. Elasticidad Precio del Dividendo

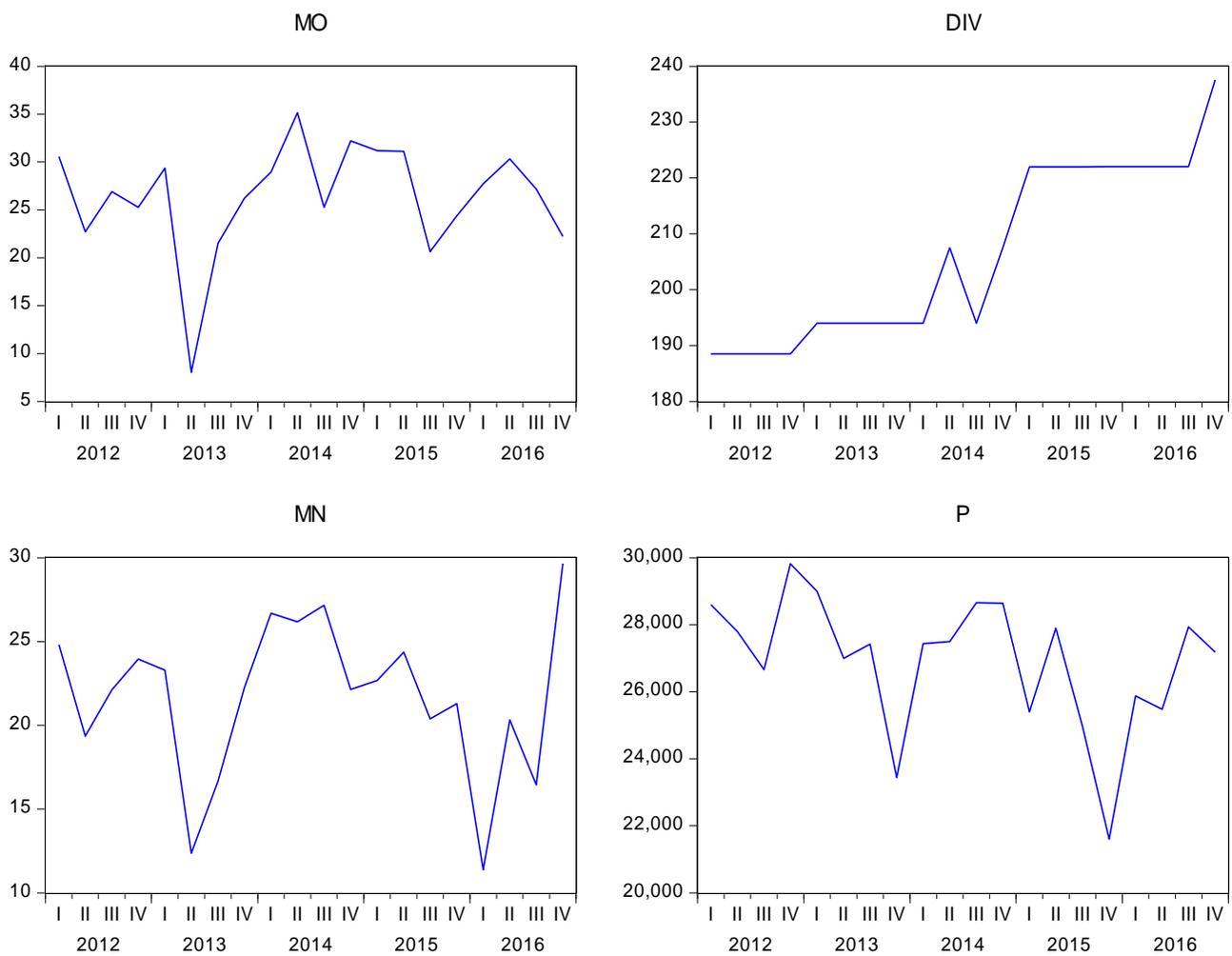
Precio vs Dividendo		
Nemotécnico	Coeficiente	P-valor
Bancolombia	0.409289	0.0964
Celsia	0.033344	0.9541
ISA	0.431027	0.0104
Cemargos	0.454668	0.0365
Sura	0.605612	0.0033
Fuente: Elaboración propia		

En la tabla 4, se puede observar las elasticidades precio del dividendo estimado para las 5 empresas en estudio, realizando el análisis de significancia estadística al 5% de acuerdo a las recomendaciones realizadas por Gujarati (2004), las elasticidades estimadas para Cemargos, Sura e Isa son estadísticamente significativas. Cabe resaltar el comportamiento de convergencia de las estimaciones hacia el 0,5 aunque se sigue localizando estas estimaciones sobre el rango de inelasticidad, la tendencia se incrementa hacia una posible mayor sensibilidad. En especial sobre la valoración de la empresa Sura en la cual el movimiento en el valor de los dividendos estaría teniendo leves pero importantes repercusiones en su valoración en bolsa.

Cabe resaltar que para realizar esta estimación se tuvieron en cuenta una extensión de 20 datos por muestra para un total de 400 datos. Los resultados aquí expuestos presentan en su mayoría problemas de falta de significancia estadística mayoritariamente asociada a la falta de datos.

En la ilustración 1 y 2, se presenta la información financiera referente a Bancolombia; de acuerdo al portal Bloomberg, Bancolombia S.A. atrae depósitos y ofrece servicios bancarios al por menor y comerciales.

Ilustración 1. Información Banco Bancolombia



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Ilustración 2. Información DES Banco Bancolombia



Fuente: Datos de Bloomberg

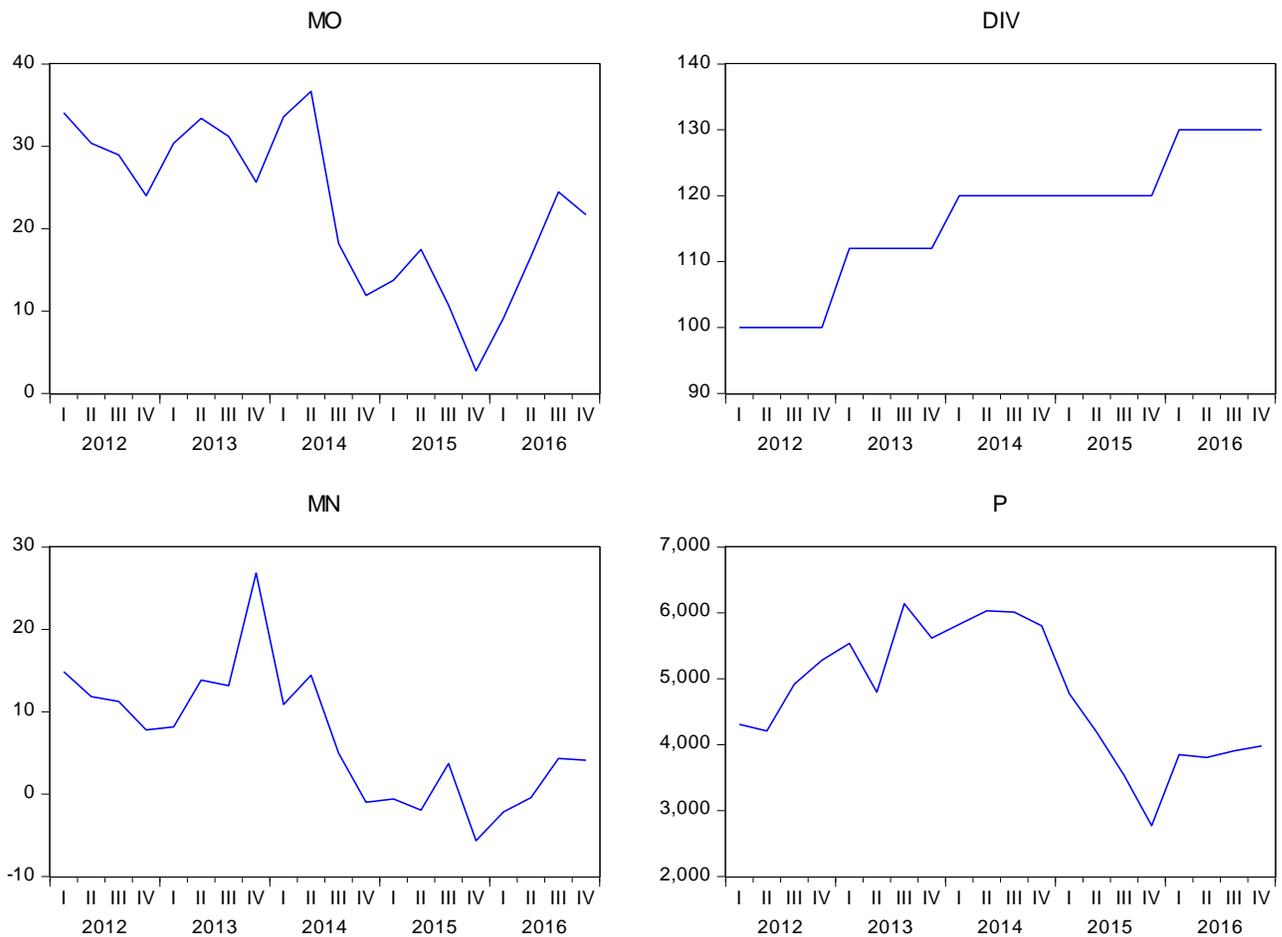
Ofrece préstamos de autos, personales y estudiantiles, tarjetas de débito y crédito, servicios de corretaje, transferencias de fondos, arrendamiento y financiamiento de operaciones externas, seguros y fondos de pensiones. Junto con sus subsidiarias sirven a Colombia, Islas Caymán y Miami.

En cuanto, al comportamiento de las series se puede apreciar cómo el margen neto, el margen bruto y el precio de la acción tiene una senda de comportamiento

parecida, distante al comportamiento de evolución que presenta los dividendos pagados por esta empresa durante el periodo de estudio.

El pico más importante se registra durante el año 2013, alrededor de los dos primeros trimestres, este descenso es apenas entendible pues en ese momento las economías globales sentían los rezagos de las crisis internacionales, la caída de la bolsa de Nueva York en 2009, y la crisis de impago de algunos países europeos durante 2012 – 2013, tuvieron repercusiones en las transacciones que se realizaron en el mundo.

Ilustración 3. Información Celsia



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

En la ilustración 3 y 4, se presenta la información financiera referente a Celsia; de acuerdo al portal Bloomberg, Celsia S.A., E.S.P., a través de sus subsidiarias, genera electricidad, opera centrales térmicas y gestiona proyectos microhidráulicos y de agua corriente. Celsia es la empresa de energía del Grupo Argos con un innovador portafolio enfocado en la eficiencia energética que busca aportar sostenibilidad a las ciudades, productividad a las empresas y mejor calidad de vida a los hogares.

Ilustración 4. Información Des Celsia



Fuente: Datos de Bloomberg

Con presencia en Colombia, Panamá y Costa Rica y una capacidad de generación de 2.399 MW desde 28 centrales hidroeléctricas, térmicas, fotovoltaicas y eólicas que generaron en 2017, 6.317 GWh anuales y con una generación de puestos de trabajo directo alrededor de 1.586 colaboradores hacen de Celsia una empresa prospera.

El año 2015 fue decisivo en el futuro de la prestación del servicio público de energía, dado que durante ese año se debía cumplir con la actualización de las metodologías tarifarias, dichas perturbaciones presentaron varias situaciones coyunturales para el sector, que llevaron al regulador a tomar medidas que modificaron algunos aspectos asociados a las reglas del mercado aplicables a los negocios de la organización.

Por medio de la nueva metodología se determinarán los costos que serán reconocidos por la prestación de este servicio en el segmento de demanda regulada, sujeto a la aprobación de estos costos por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

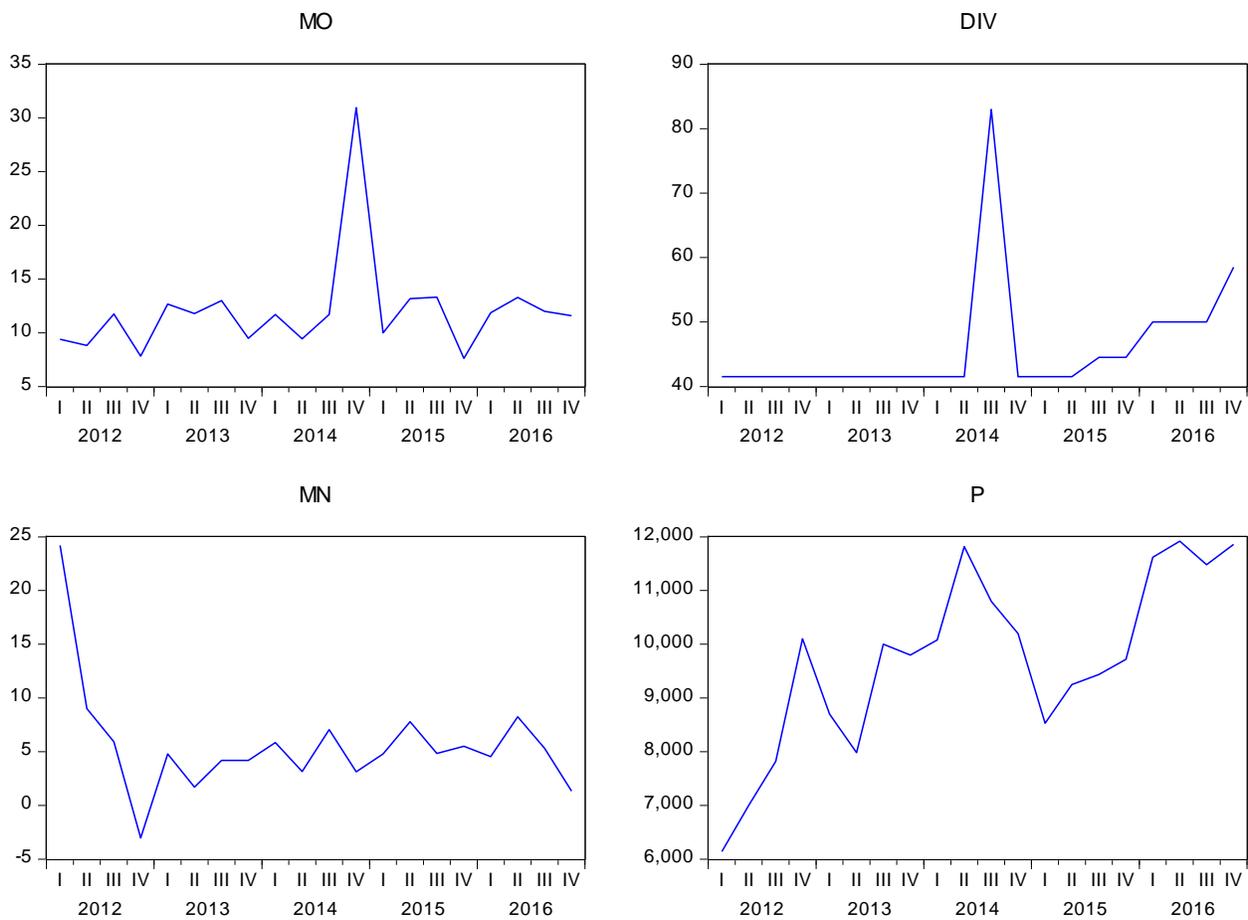
El cambio en estos valores impactó al sector y Celsia no fue ajena a este proceso, razón por la cual tanto sus márgenes operacionales y neto como el precio de su acción tuvieron repercusiones a la baja entrando el año 2015, como se observa en la ilustración anterior, contrario a este suceso sus dividendos siempre presentó una tendencia alcista contradictoria a los fenómenos y coyuntura que se estaba presentando en ese momento.

En la ilustración 5 y 6, se presenta la información financiera referente a Cementos Argos; de acuerdo al portal Bloomberg Cementos Argos S.A. es una empresa que produce y comercializa cemento y concreto. Cubre varios mercados tales como Colombia, el Caribe y Estados Unidos.

En 2014, la suscripción de un acuerdo con la compañía Vulcan Materials, por USD \$720 millones, para la adquisición de un paquete de activos en el estado de la Florida, Estados Unidos, que incluye operaciones de cemento, concreto, facilidades portuarias y

de fabricación de bloques de concreto represento un trato que expandiría el accionar de la empresa reflejado en sus margen operacional con un pico relevante finalizando el 2014, este hecho es de especial importancia, puesto que Estados Unidos es el mercado de cemento con mayor potencial de crecimiento en el mundo y la Florida, el tercer estado con mayor consumo de cemento del país.

Ilustración 5. Información Cementos Argos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Con el acuerdo anteriormente citado, Cementos Argos incrementó la capacidad instalada de cemento en Estados Unidos en 3.4 millones de toneladas (+107%) y 3.3 millones de metros cúbicos al año (+34%). Los estados donde Argos tiene presencia hoy representaron cerca del 34% del mercado norteamericano, con un consumo estimado de 29.5 millones de toneladas en 2014.

En la ilustración 7 y 8, se presenta la información financiera referente a ISA; de acuerdo al portal Bloomberg, Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. transporta electricidad de alto voltaje en la red nacional de Colombia. La empresa opera y supervisa subestaciones y redes eléctricas, y ofrece servicios de análisis químico y mantenimiento.

Ilustración 6. Información Des Cementos Argos

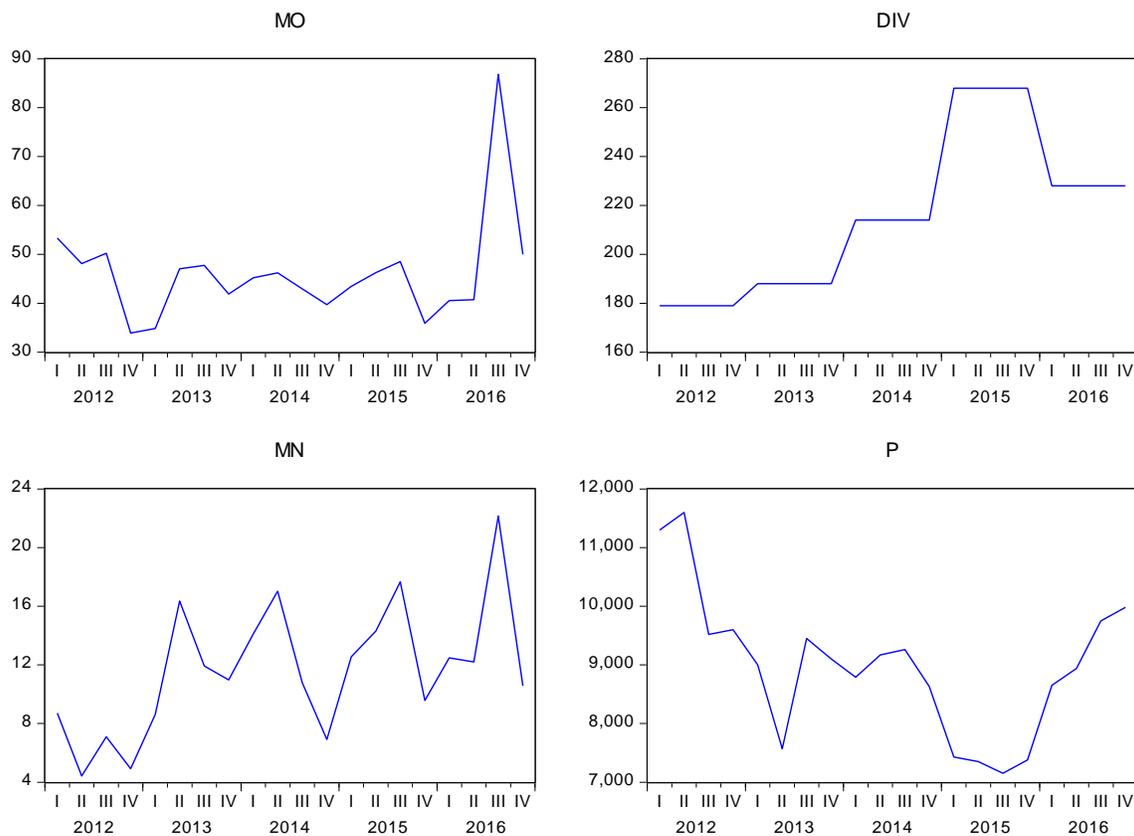


Fuente: Datos de Bloomberg

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. –ISA- es un grupo empresarial relevante y reconocido en los ecosistemas de Energía Eléctrica, Vías y Telecomunicaciones. Desarrolla negocios basados en la creación de valor sostenible y la excelencia en prácticas de gobierno corporativo, renovando con cada operación la confianza ganada por parte de los gobiernos, socios, aliados y comunidades.

En un entorno global altamente cambiante, exigente, regido por la sostenibilidad; en ISA se trabaja por la mitigación y adaptación al cambio climático, la confiabilidad y disponibilidad de los servicios que presta, el uso racional de los recursos.

Ilustración 7. Información ISA

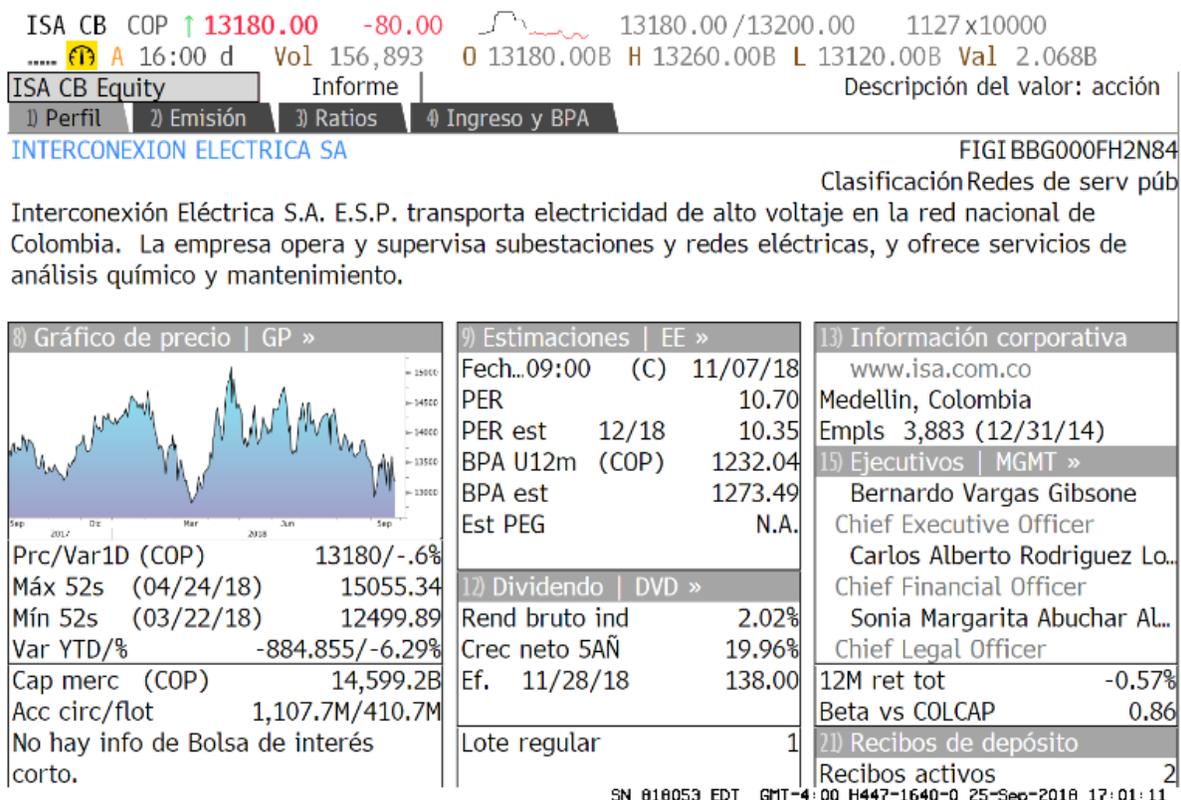


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Al conectar un punto con otro de forma sostenible se está mejorando la calidad de vida de más de 150 millones de personas en Colombia, Brasil, Chile, Perú, Bolivia, Ecuador, Argentina y Centro América, a través de la operación de sus 43 filiales y subsidiarias.

La naturaleza jurídica de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. -ISA- corresponde a una empresa de servicios públicos mixta, constituida como sociedad anónima por acciones, de carácter comercial, del orden nacional y vinculada al Ministerio de Minas y Energía, regida por las leyes 142 y 143 de 1994 y con domicilio en la ciudad de Medellín (Colombia).

Ilustración 8. Información Des ISA

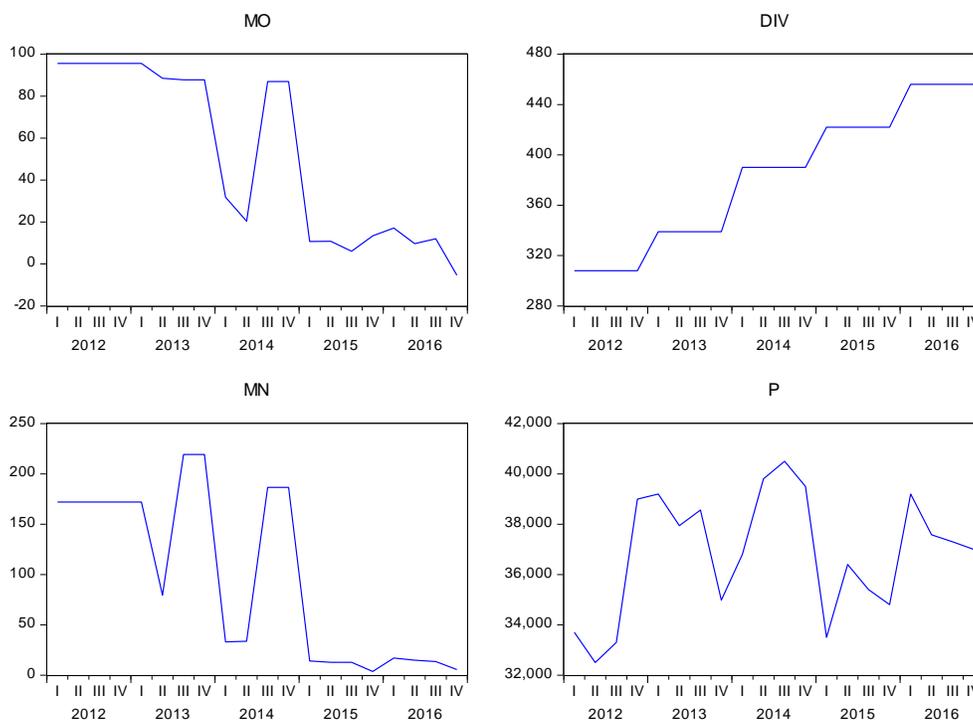


Fuente: Datos de Bloomberg

ISA tuvo impactos negativos en sus márgenes de rentabilidad producto del cambio en la metodología de costos, el precio de su acción ha tenido un comportamiento errático durante el periodo de estudio con diversas perturbaciones como se observa en la ilustración anterior, contrario a este suceso los dividendos siempre presentaron una conducta alcista con un leve descenso a finales de 2015 y una estabilización desde ese momento.

En la ilustración 9 y 10, se presenta la información financiera referente a Sura; El Grupo Empresarial SURA -Grupo SURA- es una compañía latinoamericana que cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y está inscrita en el programa ADR - Nivel I en Estados Unidos. Además, es la única entidad latinoamericana, del sector Servicios Financieros Diversos, que forma parte del Índice de Sostenibilidad Dow Jones con el cual se reconocen a las compañías que se destacan a nivel mundial por sus buenas prácticas en materia económica, ambiental y social.

Ilustración 9. Información Sura



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Grupo Empresarial SURA cuenta con dos tipos de inversiones: las estratégicas, enfocadas en los sectores de servicios financieros, seguros, pensiones, ahorro e inversión. Las inversiones de portafolio están, principalmente, en los sectores de alimentos procesados, cementos y energía.

Ilustración 10. Información Des Sura



Fuente: Datos de Bloomberg

Producto de los coletazos de las crisis de bursátiles, el Grupo Sura finalizando 2013 e iniciando 2014, presentó reducciones en sus índices de rentabilidad lo que produjo repercusiones negativas en el comportamiento del precio en bolsa, las especulaciones de crecimiento y diversificación del grupo durante 2015 llevó a que los traders incentivaran al mercado a valorizar dicha acción. Al tener la característica de

acción preferencial, el valor de los dividendos siempre se presentó al alza, pues, como su nombre lo denota, este tipo de acciones siempre deben devengar dividendos sin importar la coyuntura ni el comportamiento del mercado.

En la tabla 1, se presenta el perfil de corto plazo de la política de repartición de dividendos para las 5 empresas objeto de análisis a partir de los proyectos de distribución de utilidades proyectadas para los años 2016 y 2017.

Tabla 4. Perfil de Corto Plazo de la Política de Repartición de Dividendos

En Millones de Pesos	2016	2017
CELSIA		
Utilidad neta	\$ 109.646	\$ 183.750
Dividendos	\$ 96.196	\$ 181.895
Dividendo/acción	\$ 130	\$ 170
% dividendo sobre la utilidad neta	88%	99%
GRUPO SURA		
Utilidad neta	\$ 835.481	\$ 125.179
Dividendos	\$ 280.780	\$ 51.086
Dividendo/acción	\$ 488	\$ 1.766
% dividendo sobre la utilidad neta	34%	41%
ISA		
Utilidad neta	\$ 2.141.525	\$ 1.478.300
Dividendos	\$ 434.210	\$ 600.361
Dividendo/acción	\$ 196	\$ 271
% dividendo sobre la utilidad neta	20%	41%

ARGOS			
Utilidad neta	\$	419.970	-\$ 11.386
Dividendos	\$	167.988	\$ 199.118
Dividendo/acción	\$	218	\$ 228
% dividendo sobre la utilidad neta		40%	0%*
BANCOLOMBIA			
Utilidad neta	\$	2.686.560	\$ 2.588.204
Dividendos	\$	1.262.683	\$ 1.190.574
Dividendo/acción	\$	950	\$ 888
% dividendo sobre la Utilidad neta		47%	46%

Fuente: Elaboración propia

Como se evidencio en el cuadro anterior, no existe una uniformidad de criterios que permita en algún sentido estandarizar las políticas de repartición de las utilidades vía pago de dividendos, la cual permita, a priori, esbozar un comportamiento correlacionado entre el pago por dividendo y la valoración que realiza el mercado de las acciones en trance. Desde cierto punto de vista puede existir un comportamiento errático en la determinación de este componente que varía dependiendo la empresa, conducta o ambiente empresarial y el microclima generado en el mercado en el cual desenvuelve su aparato productivo.

En las Tablas 15 a 19 se presentan los Balances generales para cada empresa durante el periodo de estudio. De las tablas 20 a 24 se presentan los estados de resultados para las empresas durante el periodo de estudio.

En las Tablas 10 a 14 del anexo se presentan las estadísticas descriptivas para las series de precio, margen operacional, margen neto y dividendo. Para cada una de las empresas se muestran las estadísticas del período total de estudio. En cada una de las series presentan raíces unitarias a un 5% de significancia; en dichas tablas es posible apreciar la heterocedasticidad y los conglomerados de volatilidad que presentan las series, con campana de Gauss leptocúrticas, sesgadas y no normales, características típicas de las series financieras.

CAPITULO V: CONCLUSIONES

Los impactos y las diversas implicaciones que puede generar la política de dividendos es una discusión que esta perenne en la teoría financiera en especial en el tratamiento de las finanzas corporativas. Este especial dilema no ha permitido determinar si impacto que dicha política pueda tener en la determinación del valor de la empresa es positivo o negativo dependiendo el contexto; por tal razón, existen diversas teorías con modelaciones múltiples que intentan explicar este fenómeno sujeto a distintos supuestos.

La metodología propuesta, permite ser coherentes con las concepciones teóricas que existen sobre el comportamiento de la política de dividendos, dicho lo anterior el procedimiento aplicado se sintetiza en la estimación de un modelo doble logarítmico, por medio del cual, los parámetros estimados arrojan la sensibilidad de la variable explicada ante variaciones en las respectivas variables explicativas.

Los hallazgos encontrados en este documento descritos en el apartado resultados y soportados con las diversas estimaciones referenciadas en las tablas 4 a 8 del anexo; permitieron deducir que no existe información necesaria que permita aceptar la hipótesis en contraste, es decir, las estimaciones mostraron que en todos los casos analizados para las 5 empresas más liquidas del mercado colombiano y con las variables utilizadas <Margen Operacional, Margen Neto, y Dividendos> la elasticidad precio de cada una de estas, es inelástica lo que permite afirmar que grandes o pequeñas perturbaciones en dichas variables no tiene impacto sobre la valoración de estas empresas en el mercado.

En este sentido, este estudio es congruente con lo expuesto por Miller & Modigliani (1961), lo cuales habían afirmado que la política de dividendos no hace parte de las variables que determinan el valor de las acciones y por ende no tenga incidencia en las decisiones de la organización, otros trabajos aquí descritos afirman presentar los mismos resultados aplicando otras herramientas metodológicas.

Cabe resaltar que en la búsqueda de información no se encontraron trabajos científicos para el mercado colombiano sobre esta temática, ni de análisis de comportamiento sobre las otras dos grandes teorías de los mercados bursátiles. Se alienta a continuar este estudio ampliando la base de datos buscando y realizando un análisis mesurado del comportamiento del mercado bajo la mirada de la hipótesis de eficiencia y la teoría del portafolio; enfoques no utilizados en este estudio pues rebasan los límites demarcados para esta investigación.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asquith, P., & Mullins Jr, D. W. (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of business*, 77-96.
- Benavides, J. Berggrun, L. Chaves, J. (2011). La financiación empresarial en Colombia, la mezcla de endeudamiento y patrimonio I Simposio de Investigación. - Capítulo Suroccidente de ASCOLFA.
- Berk, J y De Marzo, P. (2008). Finanzas corporativas. (1era ed., pp.364-395). México, DF: Pearson Addison Wesley.
- Bernal, C. A. (2010). Metodología de la Investigación. Bogotá: PEARSON EDUCACIÓN.
- Bezares, F. G., & Amai Apraiz. (2012). Política de dividendos. *Revista de Contabilidad y dirección*.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial economics*, 1(1), 1-22.
- Bonilla, F. (2010). El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio. *Revista Nacional de Administración*, 1(1), 52-70.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National tax journal*, 23(4), 417-427.
- Brickley, J. A. (1983). Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 12(2), 187-209.
- Casanovas, M., & Bertrán, J. (2013). Financiación de la empresa - Cómo optimizar las decisiones de financiación para crear valor. Barcelona: Profit Editorial.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.

- Ferrari, C y González, A. (2007). Fundamentales empresariales y económicos en la valoración de acciones. El caso de la bolsa colombiana. Cuadernos de Administración, 20(33), 11-48.
- Fama, E. F. & Miller, M. H. (1972). The Theory of Finance, Graduate School of Business, the University of Chicago, Dryden Press, Hinsdale Illinois.
- Gascon, F. (enero de 2002). Obtenido de Uni Oviedo: https://www.unioviedo.es/fgascon/DF/T5_Estructura_de_capital.pdf
- Grajales, D. (2008). Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura de capital óptima. Revista Soluciones de Postgrado EIA, 1, 93-111.
- Gorbaneff, Y. (2003). Teoría del Agente-Principal y el mercadeo. REVISTA Universidad EAFIT No. 129.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. The review of economics and statistics, 99-105.
- Gómez, F & Apraiz, M. (2012). Política de dividendos. Revista de contabilidad y dirección, Vol. 15. Recuperado de: http://www.accid.org/revista/documents/Politica_de_dividendos.pdf
- Gronewoller, P. L. (1990). Issue Costs in Fisher's Two-Period Model. Financial Review, 25(2), 335-343.
- Gujarati, D. (2004). Econometría. Capítulo 6, extensión del modelo de regresión lineal de dos variables. McGraw-Hill. México D.F.
- Gutiérrez, M& Sáez, M. (2014). La Política De Dividendos De Las Empresas Con Accionistas De Control (Dividend Policy with Controlling Shareholders) (July 22, 2014). InDret, Vol. 3, 2014. Recuperado de: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2499220>
- Higgins, R. C. (1972). The corporate dividend-saving decision. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 7(2), 1527-1541.

- Jiménez, N. S. (2008). La política de dividendos y la rentabilidad de los negocios. Revista de la Facultad de Ingeniería Industrial.
- Kalay, A. (1980). Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 15(4), 855-869.
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of financial economics*, 7(2), 163-195.
- Lucas, R. (1984). Money in a theory of finance. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 21: 9 - 48.
- Mascareñas, J. (2008). La estructura de capital óptima. Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas.
- Maquieira, C., & Danús, M. (1998). Costos de Agencias y Costos de Transacción como determinantes de la tasa de pago de dividendos en Chile. *Estudios de Administración*, vol. 5.
- Menéndez, C. & Guerrero, S. (1998): "La controversia sobre la política de dividendos: revisión y síntesis", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIII, núm. 80, pp. 791-816.
- Miller, M. and Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, 411-433. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>
- Pérez, J. & Elizondo, J. R. (2013). Modelo de política óptima de dividendos. *Innoaciones de Negocios*.
- Perez, J; Martinez, J & Medina, M. (2013). Modelo de política optima de dividendos. *Revista Innovaciones de negocios*, Vol. 10(20). Recuperado de: http://www.web.facpya.uanl.mx/rev_in/Revistas/10.2/A6.pdf
- Pettit, R. R. (1977). Taxes, transactions costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 419-436.

- Rodríguez, w & Silva, J. (2014). El impacto de la propiedad institucional de las administradoras de fondos de pensión sobre la política de dividendos. Revista Cuadernos de Administración, Vol. 27(49). Recuperado de: <http://www.scielo.org.co/pdf/cadm/v27n49/v27n49a02.pdf>
- Santos, N. (2008). La política de dividendos y la rentabilidad de los negocios. Revista de la Facultad de Ingeniería, Vol. 11(1). Recuperado de: <http://www.redalyc.org/pdf/816/81611211005.pdf>
- Sansores, E. (2008). El Modelo de Valuación de Activos de Capital Aplicados a Mercados Financieros Emergentes. Contaduría y Administración, (226).
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. Journal of financial economics, 13(2), 253-282.
- Tenjo, F. López, E. & Zamudio, N. (2002). Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996- 2002). Banco de la República, Bogotá – Colombia. Recuperado de <http://www.banrep.org/docum/ftp/borra380.pdf>
- Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2009). Nudge: Wie man kluge Entscheidungen anstößt. Ullstein eBooks.
- Urtiaga, M. G., & Lacave, M. I. (2014). La política de dividendos de las empresas con accionistas de control. Revista para el análisis del derecho, WWW. INDRET.COM.
- Van Horne, J. C. (1979). Behavior of default-risk premiums for corporate bonds and commercial paper. Journal of Business Research, 7(4), 301-313.
- Varian, H. (1987). “The arbitrage principle in financial economics”. Journal of Economic Perspectives, 1: 55—72.
- V, C. M., & S, M. D. (1998). Costos de Agencias y Costos de Transacción como determinantes de la tasa de pago de dividendos en Chile. Estudios de Administración, vol. 5.

ANEXOS

Anexo 1 Estimación Elasticidades Bancolombia.

Dependent Variable: LOG(P)
 Method: Least Squares
 Sample: 2012Q1 2016Q4
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.19966	1.247701	9.777714	0.0000
LOG(MO)	0.023761	0.067888	0.350000	0.7309
LOG(MN)	0.033157	0.083486	0.397157	0.6965
LOG(DIV)	-0.409289	0.231707	-1.766407	0.0964
R-squared	0.188757	Mean dependent var	10.1977	2
Adjusted R-squared	0.036649	S.D. dependent var	0.07733	0
F-statistic	1.240938	Durbin-Watson stat	1.83737	8
Prob(F-statistic)	0.327684			

Anexo 2: Estimación Elasticidades Celsia.

Dependent Variable: LOG(P)
 Method: Least Squares
 Sample: 2012Q1 2016Q4
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.924781	2.797311	2.833000	0.0120
LOG(MO)	0.230142	0.076741	2.998964	0.0085
LOG(MN^2)	-0.001939	0.023622	-0.082069	0.9356
LOG(DIV)	-0.033344	0.570466	-0.058450	0.9541
R-squared	0.432297	Mean dependent var	8.447412	
Adjusted R-squared	0.325852	S.D. dependent var	0.217660	
F-statistic	4.061246	Durbin-Watson stat	0.571621	
Prob(F-statistic)	0.025312			

Anexo 3: Estimación Elasticidades Cementos Argos

Dependent Variable: LOG(P)
 Method: Least Squares
 Sample: 2012Q1 2016Q4
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.463414	0.819436	9.107994	0.0000
LOG(MO)	0.073384	0.119938	0.611848	0.5492
LOG(MN ²)	-0.066149	0.028347	-2.333527	0.0330
LOG(DIV)	0.454668	0.199210	2.282361	0.0365
R-squared	0.434196	Mean dependent var	9.166243	
Adjusted R-squared	0.328108	S.D. dependent var	0.181902	
F-statistic	4.092787	Durbin-Watson stat	1.220136	
Prob(F-statistic)	0.024685			

Anexo 4: Estimación Elasticidades ISA.

Dependent Variable: LOG(P)
 Method: Least Squares
 Sample: 2012Q1 2016Q4
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.41951	0.903405	11.53360	0.0000
LOG(MO)	0.358650	0.106730	3.360338	0.0040
LOG(MN)	-0.160049	0.060104	-2.662869	0.0170
LOG(DIV)	-0.431027	0.148627	-2.900065	0.0104
R-squared	0.723462	Mean dependent var	9.094217	
Adjusted R-squared	0.671611	S.D. dependent var	0.134933	
F-statistic	13.95273	Durbin-Watson stat	1.448205	
Prob(F-statistic)	0.000099			

Tabla 5. Estimación Elasticidades SURA.

Dependent Variable: LOG(P)
 Method: Least Squares
 Date: 08/20/18 Time: 09:25
 Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.665436	1.115661	5.974427	0.0000
LOG(MO^2)	0.023029	0.019693	1.169390	0.2594
LOG(MN)	0.023226	0.027611	0.841183	0.4126
LOG(DIV)	0.605612	0.175860	3.443723	0.0033
R-squared	0.434783	Mean dependent var		10.5124
Adjusted R-squared	0.328804	S.D. dependent var		6
F-statistic	4.102564	Durbin-Watson stat		0.06679
Prob(F-statistic)	0.024494			0
				1.56953
				0

Anexo 5: Estadísticas Descriptivas Bancolombia.

	P	MO	MN	DIV
Media	26916	26.34496	21.67343	206.236
Mediana	27430	27.0431	22.1888	200.75
Máximo	29820	35.1353	29.6516	237.6
Mínimo	21600	8.0141	11.3805	188.5
Desviación Estándar	1987.303	5.79658	4.701124	16.03744
Sesgo	-	-	-	0.328065
Curtosis	1.068705	1.468958	0.637804	1.618158
Jarque-Bera	4.434816	15.10036	1.35608	1.949995
Probabilidad	0.108891	0.000526	0.507611	0.377193
Observaciones	20	20	20	20
Estadístico t ADF	-	-	-	-
Probabilidad	3.310692	3.751571	3.170521	0.219704
	0.0289	0.0118	0.0401	0.9203

Fuente: Elaboración Propia

Anexo 6: Estadísticas Descriptivas Cemargos

	P	MO	MN	DIV
Media	9713.064	12.0653	5.62504	46
Mediana	9900	11.7179	4.81305	41.5
Máximo	11920	30.9452	24.2133	83
Mínimo	6141.27	7.6186	-3.0235	41.5
Desviación Estándar	1652.605	4.790002	5.125601	9.843512
Sesgo	- 0.435042	3.181156	2.272059	2.921735
Curtosis	2.458614	13.47578	10.10174	11.23946
Jarque-Bera	0.87512	125.1841	59.23645	85.029
Probabilidad	0.64561	0	0	0
Observaciones	20	20	20	20
Estadístico t ADF	- 2.269229	- 4.597395	- 6.874646	- 4.010541
Probabilidad	0.1909	0.002	0	0.0069
Fuente: Elaboración Propia				

Anexo 7: Estadísticas Descriptivas ISA

	P	MO	MN	DIV
Media	8981	46.16174	11.66724	215.4
Mediana	9050	45.69905	11.4442	214
Máximo	11600	86.8594	22.1552	268
Mínimo	7150	33.8793	4.4226	179
Desviación Estándar	1215.933	10.9447	4.459145	32.45466
Sesgo	0.336601	2.586024	0.428341	0.497454
Curtosis	2.845341	10.8149	2.907572	1.997308
Jarque-Bera	0.397601	73.18567	0.618705	1.662692
Probabilidad	0.819713	0	0.733922	0.435463
Observaciones	20	20	20	20
Estadístico t ADF	-2.297225	-3.918216	-2.30891	-1.370163
Probabilidad	0.1826	0.0084	0.1809	0.5745
Fuente: Elaboración Propia				

Anexo 8: Estadísticas Descriptivas Sura

	P	MO	MN	DIV
Media	36848	52.12527	95.58385	383
Mediana	37150	59.39	56.4964	390
Máximo	40500	95.5713	219.3257	456
Mínimo	32500	-5.3633	3.4907	308
Desviación Estándar	2430.745	41.13443	86.12194	55.17436
Sesgo	- 0.293046	- 0.060801	0.192933	- 0.075075
Curtosis	1.857054	1.119277	1.218945	1.580714
Jarque-Bera	1.374858	2.959921	2.76754	1.697432
Probabilidad	0.502867	0.227647	0.250632	0.427964
Observaciones	20	20	20	20
Estadístico t ADF	- 2.952732	- 0.491733	- 0.722119	- 0.836545
Probabilidad	0.0579	0.8704	0.8153	0.7788
Fuente: Elaboración Propia				

Anexo 9: Estadísticas Descriptiva Celsia

	P	MO	MN	DIV
Media	4764.966	22.74876	6.920605	116.4
Mediana	4786.97	24.2332	6.3794	120
Máximo	6141.96	36.6759	26.8427	130
Mínimo	2769.32	2.7342	-5.6614	100
Desviación Estándar	982.8862	9.755628	7.898071	10.25157
Sesgo	-0.165456	-0.369613	0.530509	-0.37838
Curtosis	1.95346	2.036026	3.103373	2.152089
Jarque-Bera	1.003956	1.229753	0.947036	1.076364
Probabilidad	0.605332	0.540708	0.622807	0.583809
Observaciones	20	20	20	20
Estadístico t ADF	-1.28156	-1.205439	-2.014861	-1.085779
Probabilidad	0.6157	0.6465	0.2784	0.699
Fuente: Elaboración Propia				

Anexo 10: Balances Generales Cementos Argos 2008 - 2017

En Millones de COP excepto por acción 12 meses fin	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Activo total										
+ Efectivo, equivalentes y STI	985,635.0	645,107.0	476,130.0	290,935.0	156,865.0	528,013.0	528,817.0	549,384.0	533,967.0	555,429.0
+ Efectivo y equivalentes	226,625.0	155,816.0	241,058.0	262,952.0	155,106.0	366,769.0	525,864.0	545,708.0	531,666.0	523,749.0
+ Inversiones a corto plazo	759,010.0	489,291.0	235,072.0	27,983.0	1,759.0	161,244.0	2,953.0	3,676.0	2,301.0	31,680.0
+ Cuentas y notas por cobrar	992,806.0	752,349.0	687,873.0	837,267.0	796,519.0	826,294.0	932,857.0	1,071,587.0	1,318,499.0	1,401,470.0
+ Cuentas por cobrar, neto	—	752,349.0	687,873.0	837,267.0	—	—	932,857.0	1,071,587.0	1,318,499.0	1,401,470.0
+ Notas por cobrar, netas	—	0.0	0.0	0.0	—	—	—	—	—	0.0
+ Inventarios	402,296.0	361,135.0	289,475.0	376,626.0	355,379.0	402,435.0	557,191.0	727,709.0	839,247.0	732,458.0
+ Mat primas	115,298.0	92,706.0	78,835.0	143,617.0	83,931.0	112,612.0	204,017.0	203,974.0	204,238.0	187,726.0
+ Trabajo en proceso	29,442.0	20,708.0	21,801.0	33,405.0	64,397.0	42,031.0	125,173.0	144,073.0	175,093.0	135,505.0
+ Bienes de consumo	81,426.0	76,823.0	69,900.0	92,177.0	76,709.0	107,001.0	69,173.0	110,928.0	193,921.0	139,014.0
+ Otro inventario	176,130.0	170,898.0	118,939.0	107,427.0	130,342.0	140,791.0	158,828.0	268,734.0	265,995.0	270,213.0
+ Otros activos a CP	90,435.0	39,550.0	23,617.0	29,530.0	24,910.0	28,240.0	244,038.0	375,455.0	358,689.0	371,148.0
+ Gastos prepagados	—	39,550.0	23,617.0	29,530.0	—	—	—	—	—	69,222.0
+ Activos derivados y de cobertura	—	0.0	—	0.0	—	—	—	—	—	102.0
+ Activos mantenidos para la venta	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8,188.0
+ Impuesto por cobrar	—	—	—	—	—	—	—	—	—	293,636.0
+ Activos varios a CP	—	0.0	—	0.0	—	—	—	—	—	0.0
Activos totales actuales	2,471,172.0	1,798,141.0	1,477,095.0	1,534,358.0	1,333,673.0	1,784,982.0	2,262,903.0	2,724,135.0	3,050,402.0	3,060,505.0
+ Propiedad, planta y equipo; neto	2,776,061.0	2,880,021.0	2,870,683.0	4,177,137.0	3,779,319.0	4,070,292.0	7,944,663.0	9,546,457.0	11,098,923.0	11,117,113.0
+ Propiedad, planta y equipo	4,622,896.0	4,957,671.0	5,082,967.0	6,529,845.0	6,332,304.0	7,003,671.0	9,917,027.0	12,352,348.0	14,235,870.0	14,672,626.0
- Depreciación acumulada	1,846,835.0	2,077,650.0	2,212,284.0	2,352,708.0	2,552,985.0	2,933,379.0	1,972,364.0	2,805,891.0	3,136,947.0	3,555,513.0
+ Inversiones y cuentas por cobrar a LP	445,517.0	392,199.0	378,338.0	353,272.0	184,813.0	186,152.0	1,743,403.0	1,502,282.0	1,655,840.0	1,410,162.0
+ Inversiones a largo plazo	—	334,677.0	378,338.0	299,457.0	—	—	—	—	—	1,296,973.0
+ Cuentas por cobrar LP	—	57,522.0	—	53,815.0	—	—	—	—	—	113,189.0
+ Otros activos a LP	6,317,557.0	9,627,254.0	10,754,751.0	10,716,299.0	4,968,911.0	5,590,292.0	2,886,567.0	3,674,124.0	3,351,638.0	3,195,136.0

+ Activos intangibles totales	2,212,772.0	1,908,881.0	1,634,481.0	1,466,387.0	1,375,489.0	2,047,755.0	1,397,450.0	1,836,087.0	2,870,798.0	2,743,991.0
+ Fondo de comercio	1,143,646.0	1,174,344.0	993,294.0	948.0	896,547.0	1,466,699.0	1,397,450.0	1,836,087.0	1,753,268.0	1,707,028.0
+ Otros activos intangibles	1,069,126.0	734,537.0	641,187.0	1,465,439.0	478,942.0	581,056.0	0.0	0.0	1,117,530.0	1,036,963.0
+ Gasto prepagado	—	—	—	—	—	—	—	—	—	102.0
+ Activos de impuestos diferidos	—	—	—	—	—	—	313,784.0	550,883.0	396,172.0	367,049.0
+ Activos de derivados y de cobertura	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,533.0
+ Inversiones en filiales	—	0.0	0.0	0.0	—	—	75,432.0	81,857.0	79,529.0	81,461.0
+ Activos varios a LP	4,104,785.0	7,718,373.0	9,120,270.0	9,249,912.0	3,593,422.0	3,542,537.0	1,099,901.0	1,205,297.0	5,139.0	0.0
Total Noncurrent Assets	9,539,135.0	12,899,474.0	14,003,772.0	15,246,708.0	8,933,043.0	9,846,736.0	12,574,633.0	14,722,863.0	16,106,401.0	15,722,411.0
Activos totales	12,010,307.0	14,697,615.0	15,480,867.0	16,781,066.0	10,266,716.0	11,631,718.0	14,837,536.0	17,446,998.0	19,156,803.0	18,782,916.0
Pasivo y capital social										
+ Cuentas por pagar y devengos	848,692.0	809,918.0	583,613.0	826,918.0	560,779.0	629,937.0	783,588.0	988,134.0	820,886.0	1,613,610.0
+ Cuentas por pagar	848,692.0	414,273.0	500,749.0	364,273.0	560,779.0	629,937.0	783,588.0	988,134.0	820,886.0	771,023.0
+ Impuestos incurridos	—	194,225.0	46,445.0	121,499.0	—	—	—	—	—	235,767.0
+ Interés y dividendos por pagar	—	42,510.0	—	46,321.0	—	—	—	—	—	96,187.0
+ Otras cuentas por pagar y en devengo	—	158,910.0	36,419.0	294,825.0	—	—	—	—	—	510,633.0
+ Deuda CP	1,676,456.0	300,000.0	250,000.0	199,030.0	730,508.0	481,865.0	958,571.0	1,657,686.0	2,961,364.0	1,964,916.0
+ Préstamos CP	—	300,000.0	250,000.0	199,030.0	—	—	905,233.0	1,626,451.0	2,927,556.0	1,929,301.0
+ Arrendamientos de capital a CP	—	0.0	0.0	0.0	—	—	53,338.0	31,235.0	33,808.0	35,615.0
+ Otros pasivos a corto plazo	523,189.0	1,043,825.0	931,327.0	1,815,508.0	478,389.0	610,045.0	442,916.0	710,712.0	1,056,691.0	96,880.0
+ Ingreso diferido	—	0.0	—	0.0	—	—	—	—	—	0.0
+ Derivados y cobertura	—	—	—	0.0	—	—	—	—	—	3,622.0
+ Pasivos varios a CP	523,189.0	1,043,825.0	931,327.0	1,815,508.0	478,389.0	610,045.0	442,916.0	710,712.0	1,056,691.0	93,258.0
Pasivos totales corrientes	3,048,337.0	2,153,743.0	1,764,940.0	2,841,456.0	1,769,676.0	1,721,847.0	2,185,075.0	3,356,532.0	4,838,941.0	3,675,406.0
+ Deuda LP	1,836,805.0	959,660.0	1,928,673.0	1,006,146.0	2,300,305.0	1,961,813.0	4,051,141.0	4,065,282.0	4,351,873.0	5,413,228.0
+ Préstamos a largo plazo	—	959,660.0	1,928,673.0	1,006,146.0	—	—	3,863,553.0	3,870,522.0	4,191,514.0	5,288,313.0
+ Arrendamientos de capital a LP	—	0.0	0.0	0.0	—	—	187,588.0	194,760.0	160,359.0	124,915.0
+ Otros pasivos a LP	604,369.0	1,756,708.0	522,709.0	1,234,760.0	400,395.0	335,751.0	1,087,197.0	1,287,678.0	892,410.0	914,941.0
+ Pasivos acum	—	175,395.0	—	—	—	—	—	—	—	3,798.0
+ Pasivos de pensiones	—	222,826.0	224,990.0	253,366.0	—	—	—	—	—	340,349.0

+ Pensiones	—	—	—	—	—	—	—	—	—	198,951.0
+ Otros beneficios de jubilac	—	—	—	—	—	—	—	—	—	141,398.0
+ Ingreso diferido	—	0.0	—	0.0	—	—	—	—	—	0.0
+ Pasivo de impuesto diferido	—	—	—	63,481.0	—	—	—	—	—	347,006.0
+ Derivados y cobertura	—	—	160,869.0	—	—	—	—	—	—	0.0
+ Pasivos varios a LP	604,369.0	1,358,487.0	136,850.0	917,913.0	400,395.0	335,751.0	1,087,197.0	1,287,678.0	892,410.0	223,788.0
Total Noncurrent Liabilities	2,441,174.0	2,716,368.0	2,451,382.0	2,240,906.0	2,700,700.0	2,297,564.0	5,138,338.0	5,352,960.0	5,244,283.0	6,328,169.0
Pasivos totales	5,489,511.0	4,870,111.0	4,216,322.0	5,082,362.0	4,470,376.0	4,019,411.0	7,323,413.0	8,709,492.0	10,083,224.0	10,003,575.0
+ Acciones preferentes y capital híbrido	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Capital en acciones y APIC	218,110.0	218,110.0	218,110.0	218,110.0	182,965.0	1,793,789.0	1,558,290.0	1,558,290.0	2,142,313.0	2,142,313.0
+ Capital común	—	7,291.0	7,291.0	7,291.0	—	—	—	—	—	—
+ Capital adicional pagado	—	210,819.0	210,819.0	210,819.0	—	—	—	—	—	2,142,313.0
- Acciones de Tesorería	113,797.0	113,797.0	—	—	113,797.0	113,797.0	113,797.0	113,797.0	113,797.0	113,797.0
+ Beneficios retenidos	806,031.0	734,760.0	935,511.0	1,153,464.0	1,285,054.0	197,555.0	19,131.0	21,156.0	2,224,442.0	1,778,778.0
+ Otro capital	5,387,096.00	8,901,307.00	10,022,456.00	10,245,825.00	4,359,263.00	5,365,004.00	5,584,011.00	6,639,811.00	4,089,463.00	4,226,787.00
Capital antes de interés minoritario	6,297,440.0	9,740,380.0	11,176,077.0	11,617,399.0	5,713,485.0	7,242,551.0	7,047,635.0	8,105,460.0	8,342,421.0	8,034,081.0
+ Participación minoritaria/no dominante	223,356.0	87,124.0	88,468.0	81,305.0	82,855.0	369,756.0	466,488.0	632,046.0	731,158.0	745,260.0
Patrimonio total	6,520,796.0	9,827,504.0	11,264,545.0	11,698,704.0	5,796,340.0	7,612,307.0	7,514,123.0	8,737,506.0	9,073,579.0	8,779,341.0
Pasivo y capital totales	12,010,307.0	14,697,615.0	15,480,867.0	16,781,066.0	10,266,716.0	11,631,718.0	14,837,536.0	17,446,998.0	19,156,803.0	18,782,916.0
Referencia										
Norma de contabilidad	CO GAAP	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS					
Acciones en circulación:	1,088.1	1,151.7	1,151.7	1,151.7	1,088.1	1,297.3	1,297.3	1,436.4	1,436.4	1,436.4
Núm de acciones de Tesorería	63.6									
Obligaciones de pensión	216,176.0	222,826.0	224,990.0	253,366.0	255,627.0	—	234,389.0	245,395.0	287,129.0	340,349.0
Arrendos futuros mínimos de operaciones	—	0.0	0.0	0.0	—	—	202,252.0	224,293.0	232,278.0	300,779.0
Arrend capital - Total	—	0.0	0.0	0.0	—	—	240,926.0	225,995.0	194,167.0	160,530.0
Opciones dadas en el periodo	—	—	0.0	—						
Opciones en circulación al fin del periodo	—	—	0.0	—						
Deuda neta	2,527,626.0	614,553.0	1,702,543.0	914,241.0	2,873,948.0	1,915,665.0	4,480,895.0	5,173,584.0	6,779,270.0	6,822,715.0
Deuda neta a capital	38.76	6.25	15.11	7.81	49.58	25.17	59.63	59.21	74.71	77.71

Ratio de capital ordinario tangible	41.69	61.24	68.91	66.28	48.79	54.20	42.04	40.16	33.60	32.98
Ratio corriente	0.81	0.83	0.84	0.54	0.75	1.04	1.04	0.81	0.63	0.83
Ciclo de conversión de efectivo	56.86	57.14	64.93	64.95	57.77	39.82	38.64	33.11	45.47	57.00
Núm. de empleados	1,770.00	1,683.00	1,648.00	1,607.00	1,650.00	—	8,974.00	9,247.00	—	—

Fuente: Bloomberg

Anexo 11: Balances Generales Bancolombia 2008 - 2017

En Millones de COP excepto por acción 12 meses fin	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Activo total										
+ Efectivo y equivalentes	3,870,927.0	4,983,569.0	5,312,398.0	7,728,997.0	7,144,015.0	11,427,441.0	11,194,859.0	14,295,163.0	16,216,907.0	15,523,123.0
+ Activos interbancarios	1,748,648.0	2,388,790.0	842,636.0	741,296.0	1,025,082.0	3,981,205.0	2,271,924.0	4,302,451.0	4,243,338.0	2,642,521.0
+ Fondos fed vendidos y repos	—	—	—	—	—	—	1,302,267.0	2,916,864.0	2,636,832.0	881,061.0
+ Otros activos interbancarios	—	2,388,790.0	842,636.0	741,296.0	1,025,082.0	3,981,205.0	969,657.0	1,385,587.0	1,606,506.0	1,761,460.0
+ Inversiones a CP y LP	7,278,276.0	8,914,913.0	8,675,762.0	10,040,183.0	12,554,311.0	13,805,790.0	13,898,403.0	15,782,870.0	14,642,342.0	18,034,662.0
+ Valores de operación	—	3,516,488.0	2,679,484.0	3,706,039.0	6,805,744.0	6,939,058.0	—	—	—	—
+ Inversión de val disponibles para la venta	—	2,175,494.0	2,245,951.0	1,759,483.0	2,265,207.0	3,071,394.0	—	—	—	—
+ Inversión de val mantenidos hasta el vmto	—	3,222,931.0	3,750,327.0	3,735,688.0	3,483,360.0	3,795,338.0	—	—	—	—
+ Inversiones inmobiliarias	—	—	—	—	—	—	1,114,180.0	1,505,046.0	1,581,689.0	1,657,409.0
+ Otras inversiones	—	0.0	0.0	838,973.0	0.0	0.0	12,784,223.0	14,277,824.0	13,060,653.0	16,377,253.0
+ Préstamos comerciales totales	28,211,853.0	26,213,934.0	31,247,485.0	38,529,903.0	42,800,251.0	52,880,286.0	65,473,755.0	85,892,752.0	86,259,708.0	88,997,241.0
+ Otros préstamos comerciales	—	26,213,934.0	31,247,485.0	38,846,809.0	43,134,842.0	52,880,286.0	65,473,755.0	85,892,752.0	86,259,708.0	88,997,241.0
+ Préstamos de consumo totales	10,923,975.0	10,358,039.0	11,520,056.0	15,686,714.0	18,538,485.0	26,897,820.0	31,474,799.0	38,289,398.0	43,081,131.0	48,158,322.0
+ Préstamos residenciales de 1-4 familias	—	3,469,424.0	3,342,881.0	4,840,668.0	5,957,824.0	10,295,930.0	12,547,645.0	17,118,783.0	19,155,852.0	20,512,208.0
+ Otros préstamos al consumidor	—	6,888,615.0	8,177,175.0	10,846,046.0	12,580,661.0	16,601,890.0	18,927,154.0	21,170,615.0	23,925,279.0	27,646,114.0
+ Otros préstamos	5,506,742.0	5,470,001.0	5,833,549.0	7,171,811.0	8,649,943.0	9,681,436.0	18,225,099.0	21,438,489.0	22,406,647.0	23,312,531.0
+ Préstamos totales	44,642,570.0	42,041,974.0	48,601,090.0	61,388,428.0	69,988,679.0	89,459,542.0	115,173,653.0	145,620,639.0	151,747,486.0	160,468,094.0
- Reserva para pérdida de préstamo	2,134,360.0	2,431,667.0	2,509,213.0	2,812,582.0	3,249,639.0	4,065,530.0	4,789,257.0	5,248,755.0	6,621,911.0	8,223,103.0
+ Préstamos netos	42,508,210.0	39,610,307.0	46,091,877.0	58,575,846.0	66,739,040.0	85,394,012.0	110,384,396.0	140,371,884.0	145,125,575.0	152,244,991.0
+ Activos fijos netos	1,897,379.0	1,835,095.0	2,180,733.0	3,002,368.0	1,341,698.0	5,110,858.0	2,646,321.0	3,241,562.0	3,115,697.0	3,127,405.0
+ Propiedad, planta y equipo	—	992,041.0	1,174,625.0	1,622,311.0	1,341,698.0	2,191,677.0	2,646,321.0	3,241,562.0	3,115,697.0	3,127,405.0

+ Activos de arrendamiento operacionales	—	843,054.0	1,006,108.0	1,380,057.0	—	2,919,181.0	—	—	—	—
+ Activos intangibles totales	1,008,639.0	855,724.0	750,968.0	679,861.0	571,373.0	3,589,203.0	4,585,849.0	7,092,255.0	6,694,037.0	6,631,424.0
+ Fondo de comercio	1,008,639.0	855,724.0	750,968.0	679,861.0	571,373.0	3,589,203.0	4,414,728.0	6,484,669.0	6,130,095.0	6,095,959.0
+ Otros activos intangibles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	171,121.0	607,586.0	563,942.0	535,465.0
+ Investments in Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1,349,697.0	546,549.0	1,298,246.0	1,565,059.0
+ Activos de impuestos diferidos totales	—	—	—	—	—	—	187,737.0	170,482.0	222,862.0	148,614.0
+ Activos derivados totales	—	205,367.0	784,888.0	—	783,014.0	602,409.0	1,448,845.0	2,382,168.0	1,677,970.0	1,134,372.0
+ Aceptaciones y pasivos de clientes	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Otros activos	3,471,000.0	3,070,600.0	3,455,894.0	4,694,469.0	7,757,847.0	6,905,323.0	1,661,850.0	4,787,483.0	3,024,070.0	2,856,040.0
Activos totales	61,783,079.0	61,864,365.0	68,095,156.0	85,463,020.0	97,916,380.0	130,816,241.0	149,629,881.0	192,972,867.0	196,261,044.0	203,908,211.0
Pasivo y capital social										
+ Depósitos demanda	2,011,132.0	8,224,948.0	9,555,933.0	10,293,894.0	11,298,901.0	16,784,933.0	18,147,025.0	23,646,578.0	21,443,002.0	22,065,647.0
+ Depósitos que pagan interés	32,649,808.0	33,475,269.0	33,331,140.0	41,236,168.0	51,881,403.0	68,708,216.0	75,235,095.0	96,527,469.0	101,367,087.0	108,217,169.0
+ Depósitos ahorro	13,997,070.0	15,143,781.0	18,060,869.0	23,263,051.0	27,113,914.0	34,649,764.0	39,129,999.0	47,813,680.0	48,693,702.0	54,255,583.0
+ Depósitos a plazo	18,652,738.0	18,331,488.0	15,270,271.0	17,973,117.0	24,767,489.0	34,058,452.0	36,105,096.0	48,713,789.0	52,673,385.0	53,961,586.0
+ Otros depósitos	5,723,460.0	449,113.0	651,894.0	904,430.0	978,416.0	1,063,430.0	1,387,199.0	1,627,981.0	1,813,922.0	1,676,399.0
+ Depósitos totales	40,384,400.0	42,149,330.0	43,538,967.0	52,434,492.0	64,158,720.0	86,556,579.0	94,769,319.0	121,802,028.0	124,624,011.0	131,959,215.0
+ Adeudos a CP y Repos	56,935.0	1,389,810.0	2,604,220.0	2,468,527.0	670,567.0	1,589,316.0	16,120,201.0	21,353,702.0	2,265,866.0	4,320,719.0
+ Valores vendidos bajo repo	—	—	—	—	—	—	1,891,959.0	1,232,456.0	1,924,010.0	3,236,128.0
+ Arrendamientos de capital a CP	—	0.0	0.0	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Préstamos CP	—	1,389,810.0	2,604,220.0	2,468,527.0	670,567.0	1,589,316.0	14,228,242.0	20,121,246.0	341,856.0	1,084,591.0
+ Deuda LP	12,155,619.0	4,039,150.0	5,250,587.0	17,767,909.0	17,330,727.0	24,836,367.0	15,107,349.0	20,016,824.0	38,192,624.0	34,053,851.0
+ Arrendamientos de capital a LP	—	0.0	0.0	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Préstamos a largo plazo	—	4,039,150.0	5,250,587.0	17,767,909.0	17,330,727.0	24,836,367.0	15,107,349.0	20,016,824.0	38,192,624.0	34,053,851.0
+ Pasivos de pensiones	—	—	—	—	—	—	424,558.0	546,422.0	650,802.0	697,401.0
+ Pasivos de impuestos diferidos totales	—	—	—	—	—	—	543,101.0	834,392.0	1,325,354.0	1,440,198.0
+ Pasivos derivados totales	—	—	—	—	—	—	1,471,779.0	1,930,609.0	1,312,450.0	945,853.0
+ Otros pasivos	2,933,988.0	7,253,246.0	8,754,242.0	3,798,732.0	4,149,411.0	5,341,133.0	3,827,094.0	6,080,971.0	5,412,957.0	6,061,424.0
Pasivos totales	55,530,942.0	54,831,536.0	60,148,016.0	76,469,660.0	86,309,425.0	118,323,395.0	132,263,401.0	172,564,948.0	173,784,064.0	179,478,661.0
+ Acciones preferentes y capital híbrido	139,061.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

+ Capital en acciones y APIC	254,852.8	393,914.0	393,914.0	393,914.0	425,914.0	425,914.0	5,338,368.0	5,338,368.0	5,338,368.0	5,338,368.0
+ Capital común	—	—	—	—	—	—	480,914.0	480,914.0	480,914.0	480,914.0
+ Capital adicional pagado	—	393,914.0	393,914.0	393,914.0	425,914.0	425,914.0	4,857,454.0	4,857,454.0	4,857,454.0	4,857,454.0
- Autocartera	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Beneficios retenidos	1,754,213.0	1,905,722.0	2,347,770.0	2,807,052.0	3,050,576.0	11,253,148.0	5,667,037.0	5,850,588.0	6,380,657.0	6,183,182.0
+ Otro capital	3,968,718.00	4,733,193.00	5,205,456.00	5,792,394.00	8,130,465.00	813,784.00	5,866,502.00	8,090,493.00	9,548,558.00	11,591,414.00
Acciones antes de interés minoritario	6,116,845.0	7,032,829.0	7,947,140.0	8,993,360.0	11,606,955.0	12,492,846.0	16,871,907.0	19,279,449.0	21,267,583.0	23,112,964.0
+ Participación minoritaria/no dominante	135,292.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	494,573.0	1,128,470.0	1,209,397.0	1,316,586.0
Patrimonio total	6,252,137.0	7,032,829.0	7,947,140.0	8,993,360.0	11,606,955.0	12,492,846.0	17,366,480.0	20,407,919.0	22,476,980.0	24,429,550.0
Pasivo y capital totales	61,783,079.0	61,864,365.0	68,095,156.0	85,463,020.0	97,916,380.0	130,816,241.0	149,629,881.0	192,972,867.0	196,261,044.0	203,908,211.0
Referencia										
Norma de contabilidad	CO GAAP	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	CO GAAP					
Acciones en circulación:	787.8	787.8	787.8	787.8	851.8	851.8	961.8	961.8	961.8	961.8
Núm de acciones de Tesorería	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Obligaciones de pensión	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	424,558.0	546,422.0	650,802.0	697,401.0
Arrendos futuros mínimos de operaciones	—	0.0	0.0	1,582.0	995.0	846.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total de arrendamientos de capital	—	0.0	0.0	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
Número de accionistas	—	—	—	15,920.00	16,624.00	—	60,423.00	—	—	—
Valor contable por acción	7,587.69	8,926.87	10,087.42	11,415.40	13,625.95	14,665.94	17,541.52	20,044.61	22,111.65	24,030.27
Ratio de capital nivel 1	—	—	10.32	8.99	10.39	5.81	7.71	7.51	9.05	10.15
Deuda neta	6,592,979.0	-1,943,399.0	1,699,773.0	11,766,143.0	9,832,197.0	11,017,037.0	17,760,767.0	22,772,912.0	19,998,245.0	20,208,926.0
Ratio de capital ordinario tangible	8.18	10.13	10.69	9.81	11.34	7.00	8.47	6.56	7.69	8.35
Capital común tangible a activos ponderados por riesgo	—	—	11.71	10.71	12.65	8.33	9.75	7.29	8.79	9.28
Ratio de capital basado en riesgo total	11.24	—	14.67	12.46	15.77	10.61	13.29	12.46	13.47	14.18
Préstamos hipotecarios	3,391,326.0	3,469,424.0	3,342,881.0	4,840,668.0	5,957,824.0	10,295,930.0	12,547,645.0	17,118,783.0	19,155,852.0	20,512,208.0
Otros préstamos	5,506,742.0	5,470,001.0	5,833,549.0	7,171,811.0	8,649,943.0	9,681,436.0	18,225,099.0	21,438,489.0	22,406,647.0	23,312,531.0
Activos rentables	53,669,494.0	53,345,677.0	58,119,488.0	72,169,907.0	83,568,072.0	107,246,537.0	—	—	—	—
Activos no rentables	337,236.0	1,711,448.0	1,857,518.0	930,540.0	3,179,188.0	4,174,882.0	2,451,946.0	3,176,958.0	3,955,324.0	6,854,607.0
Compromisos no en hoja de balance	53,641.0	—	—	1,582.0	995.0	846.0	—	—	—	—
Núm. de empleados	13,459.00	—	16,715.00	23,765.00	17,508.00	28,763.00	30,158.00	34,390.00	31,598.00	31,073.00

Anexo 12: Balances Generales Celsia 2012 - 2017

En Millones de COP excepto por acción 12 meses fin	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Activo total						
+ Efectivo, equivalentes y STI	744,227.0	#N/A Requesting Data...	589,500.0	712,902.0	423,094.0	#N/A Requesting Data...
+ Efectivo y equivalentes	299,785.0	200,684.0	293,747.0	#N/A Requesting Data...	365,257.0	154,883.0
+ Inversiones a corto plazo	444,442.0	#N/A Requesting Data...	295,753.0	112,404.0	57,837.0	#N/A Requesting Data...
+ Cuentas y notas por cobrar	273,375.0	305,748.0	368,962.0	#N/A Requesting Data...	—	466,861.0
+ Cuentas por cobrar, neto	—	#N/A Requesting Data...	—	—	—	#N/A Requesting Data...
+ Notas por cobrar, netas	—	—	—	#N/A Requesting Data...	—	0.0
+ Inventarios	8,398.0	#N/A Requesting Data...	72,318.0	156,275.0	137,908.0	#N/A Requesting Data...
+ Otros activos a CP	29,536.0	6,068.0	123,534.0	#N/A Requesting Data...	548,550.0	189,513.0
+ Activos derivados y de cobertura	—	#N/A Requesting Data...	—	—	—	#N/A Requesting Data...
+ Impuesto por cobrar	—	—	—	#N/A Requesting Data...	—	67,965.0
+ Activos varios a CP	—	#N/A Requesting Data...	—	—	—	#N/A Requesting Data...
Activos totales actuales	1,055,536.0	1,220,178.0	1,154,314.0	#N/A Requesting Data...	1,109,552.0	1,003,529.0
+ Propiedad, planta y equipo; neto	3,268,328.0	#N/A Requesting Data...	6,708,938.0	7,213,798.0	7,035,610.0	#N/A Requesting Data...
+ Propiedad, planta y equipo	4,629,760.0	4,811,263.0	—	#N/A Requesting Data...	—	10,013,885.0
- Depreciación acumulada	1,361,432.0	#N/A Requesting Data...	—	—	—	#N/A Requesting Data...
+ Inversiones y cuentas por cobrar a LP	106,108.0	113,450.0	447,139.0	49,638.0	91,805.0	100,883.0
+ Inversiones a largo plazo	—	—	—	—	—	58,994.0
+ Cuentas por cobrar LP	—	—	—	#N/A Requesting Data...	—	41,889.0
+ Otros activos a LP	2,410,036.0	2,650,061.0	1,271,327.0	1,543,348.0	1,506,795.0	1,453,763.0
+ Activos intangibles totales	285,521.0	268,127.0	973,668.0	1,300,739.0	1,290,424.0	1,259,550.0
+ Fondo de comercio	—	0.0	679,563.0	935,063.0	908,844.0	905,899.0
+ Otros activos intangibles	—	268,127.0	294,105.0	365,676.0	381,580.0	353,651.0
+ Activos de impuestos diferidos	—	—	59,958.0	136,702.0	177,933.0	131,515.0

+ Activos de derivados y de cobertura	—	—	—	—	—	0.0
+ Inversiones en filiales	—	0.0	0.0	105,907.0	38,438.0	46,414.0
+ Activos varios a LP	2,124,515.0	2,381,934.0	237,701.0	0.0	0.0	16,284.0
Total Noncurrent Assets	5,784,472.0	6,106,367.0	8,427,404.0	8,806,784.0	8,634,210.0	8,826,755.0
Activos totales	6,840,008.0	7,326,545.0	9,581,718.0	10,308,501.0	9,743,762.0	9,830,284.0
Pasivo y capital social						
+ Cuentas por pagar y devengos	193,550.0	205,777.0	439,522.0	627,705.0	261,795.0	508,132.0
+ Cuentas por pagar	193,550.0	205,777.0	439,522.0	627,705.0	261,795.0	334,499.0
+ Impuestos incurridos	—	—	—	—	—	48,208.0
+ Interés y dividendos por pagar	—	—	—	—	—	31,544.0
+ Otras cuentas por pagar y en devengo	—	—	—	—	—	93,881.0
+ Deuda CP	140,768.0	45,452.0	1,070,230.0	1,575,979.0	513,957.0	578,396.0
+ Préstamos CP	—	45,452.0	1,070,230.0	1,575,979.0	513,957.0	507,334.0
+ Arrendamientos de capital a CP	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Porción corriente de deuda a LP	—	—	—	—	—	71,062.0
+ Otros pasivos a corto plazo	108,413.0	155,965.0	173,176.0	290,867.0	305,537.0	247,421.0
+ Ingreso diferido	—	—	—	—	—	0.0
+ Derivados y cobertura	—	—	—	—	—	0.0
+ Pasivos varios a CP	108,413.0	155,965.0	173,176.0	290,867.0	305,537.0	247,421.0
Pasivos totales corrientes	442,731.0	407,194.0	1,682,928.0	2,494,551.0	1,081,289.0	1,333,949.0
+ Deuda LP	1,575,577.0	1,740,707.0	2,656,732.0	2,710,596.0	3,532,199.0	3,340,786.0
+ Préstamos a largo plazo	—	1,740,707.0	2,656,732.0	2,710,596.0	3,532,199.0	3,340,786.0
+ Arrendamientos de capital a LP	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Otros pasivos a LP	448,288.0	268,162.0	823,761.0	726,093.0	735,750.0	718,655.0
+ Pasivos acum	—	—	—	—	—	85,612.0
+ Pasivos de pensiones	—	—	—	—	—	138,911.0
+ Ingreso diferido	—	—	—	—	—	0.0
+ Pasivo de impuesto diferido	—	—	—	—	—	494,132.0
+ Derivados y cobertura	—	—	—	—	—	0.0
+ Pasivos varios a LP	448,288.0	268,162.0	823,761.0	726,093.0	735,750.0	0.0

Total Noncurrent Liabilities	2,023,865.0	2,008,869.0	3,480,493.0	3,436,689.0	4,267,949.0	4,059,441.0
Pasivos totales	2,466,596.0	2,416,063.0	5,163,421.0	5,931,240.0	5,349,238.0	5,393,390.0
+ Acciones preferentes y capital híbrido	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Capital en acciones y APIC	—	—	298,326.0	298,326.0	365,627.0	365,627.0
+ Capital común	—	—	—	—	—	185.0
+ Capital adicional pagado	—	—	—	—	—	365,442.0
- Acciones de Tesorería	—	0.0	0.0	—	—	0.0
+ Beneficios retenidos	—	—	194,217.0	40,602.0	109,646.0	144,830.0
+ Otro capital	2,905,411.00	3,288,325.00	2,763,459.00	2,820,660.00	2,645,161.00	2,660,631.00
Capital antes de interés minoritario	2,905,411.0	3,288,325.0	3,256,002.0	3,159,588.0	3,120,434.0	3,171,088.0
+ Participación minoritaria/no dominante	1,468,001.0	1,622,157.0	1,162,295.0	1,217,673.0	1,274,090.0	1,265,806.0
Patrimonio total	4,373,412.0	4,910,482.0	4,418,297.0	4,377,261.0	4,394,524.0	4,436,894.0
Pasivo y capital totales	6,840,008.0	7,326,545.0	9,581,718.0	10,308,501.0	9,743,762.0	9,830,284.0
Referencia						
Norma de contabilidad	CO GAAP	CO GAAP	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	CO GAAP
Acciones en circulación:	727.6	727.6	728.0	728.0	748.2	748.2
Núm de acciones de Tesorería	—	0.0	0.0	—	—	0.0
Obligaciones de pensión	80,149.0	80,864.0	121,069.0	115,572.0	135,615.0	138,911.0
Arrendos futuros mínimos de operaciones	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Arrend capital - Total	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda neta	972,118.0	888,400.0	3,137,462.0	3,573,673.0	3,623,062.0	3,746,744.0
Deuda neta a capital	22.23	18.09	71.01	81.64	82.44	84.45
Ratio de capital ordinario tangible	39.97	42.79	26.51	20.64	21.65	22.30
Ratio corriente	2.38	3.00	0.69	0.60	1.03	0.75
Ciclo de conversión de efectivo	—	-0.61	-8.94	—	—	—
Núm. de empleados	1,024.00	1,038.00	1,116.00	—	—	—

Fuente: Bloomberg

Anexo 13: Balances Generales Grupo Sura 2009 - 2017

En Millones de COP excepto por acción 12 meses fin	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Activo total									
+ Efectivo y equivalentes	287,174.0	273,586.0	1,093,092.0	533,999.0	1,114,872.0	1,293,989.0	1,433,184.0	2,066,959.0	1,588,290.0
+ Inversiones a CP y LP	11,827,112.0	14,342,206.0	12,804,062.0	15,804,983.0	12,965,111.0	17,044,499.0	22,529,080.0	27,231,768.0	27,957,755.0
+ Inversión de val disponibles para la venta	1,947,740.0	2,577,863.0	2,130,541.0	3,368,843.0	2,135,431.0	16,374,659.0	65,212.0	5,152,506.0	73,615.0
+ Inversión de val mantenidos hasta el vnto	—	—	—	—	—	—	13,908,102.0	16,218,116.0	14,936,692.0
+ Inversiones inmobiliarias	—	—	—	—	—	669,840.0	805,188.0	1,033,526.0	1,031,538.0
+ Otras inversiones	9,879,372.0	11,764,343.0	10,673,521.0	12,436,140.0	10,829,680.0	0.0	7,750,578.0	4,827,620.0	11,915,910.0
+ Net Receivables	978,884.0	1,127,648.0	1,765,174.0	2,152,694.0	2,680,195.0	2,582,566.0	2,952,738.0	5,412,844.0	6,213,746.0
+ Activos fijos netos	179,785.0	1,212,339.0	618,018.0	767,119.0	966,593.0	813,853.0	914,068.0	1,037,702.0	1,154,229.0
+ Propiedad, planta y equipo	179,785.0	1,212,339.0	618,018.0	767,119.0	966,593.0	813,853.0	914,068.0	1,037,702.0	1,154,229.0
+ Activos intangibles totales	1,134.0	293.0	5,661,307.0	5,447,639.0	6,195,944.0	7,192,589.0	8,165,205.0	9,419,539.0	9,668,602.0
+ Fondo de comercio	0.0	0.0	2,385,050.0	3,196,628.0	3,595,823.0	3,746,714.0	4,280,774.0	4,506,162.0	4,768,779.0
+ Otros activos intangibles	1,134.0	293.0	3,276,257.0	2,251,011.0	2,600,121.0	3,445,875.0	3,884,431.0	4,913,377.0	4,899,823.0
+ Investments in Associates	4,961,706.0	5,503,809.0	9,452,792.0	12,135,924.0	15,288,541.0	16,998,552.0	17,759,665.0	18,144,328.0	18,833,942.0
+ Activos de impuestos diferidos totales	—	—	—	—	—	369,363.0	417,809.0	188,070.0	161,246.0
+ Activos derivados totales	—	—	—	—	—	—	262,181.0	631,093.0	145,709.0
+ Aceptaciones y pasivos de clientes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Otros activos	437,621.0	445,966.0	906,894.0	537,037.0	717,803.0	912,432.0	1,099,176.0	3,385,062.0	3,652,776.0
Activos totales	18,673,416.0	22,905,847.0	32,301,339.0	37,379,395.0	39,929,059.0	47,207,843.0	55,533,106.0	67,517,365.0	69,376,295.0
Pasivo y capital social									
+ Adeudos a CP y Repos	105,392.0	154,749.0	2,047,702.0	564,232.0	688,971.0	383,923.0	944,942.0	2,529,416.0	1,069,578.0
+ Arrendamientos de capital a CP	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27,649.0	33,107.0	40,449.0	32,488.0
+ Préstamos CP	105,392.0	154,749.0	2,047,702.0	564,232.0	688,971.0	356,274.0	911,835.0	2,488,967.0	1,037,090.0
+ Deuda LP	299,000.0	250,000.0	982,513.0	1,243,316.0	2,031,962.0	3,624,312.0	5,066,563.0	6,605,400.0	8,802,471.0

+ Arrendamientos de capital a LP	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	101,560.0	89,616.0	77,511.0	67,325.0
+ Préstamos a largo plazo	299,000.0	250,000.0	982,513.0	1,243,316.0	2,031,962.0	3,522,752.0	4,976,947.0	6,527,889.0	8,735,146.0
+ Pasivos de pensiones	46,697.0	52,267.0	16,608.0	15,978.0	15,727.0	298,610.0	335,711.0	405,816.0	515,751.0
+ Pasivos de impuestos diferidos totales	—	—	—	—	—	1,448,944.0	1,700,745.0	1,560,078.0	1,699,049.0
+ Pasivos derivados totales	—	—	—	—	—	125,613.0	253,939.0	609,586.0	170,687.0
+ Otros pasivos	3,469,642.0	4,304,774.0	9,428,389.0	11,861,362.0	13,898,747.0	16,368,836.0	21,168,606.0	30,411,242.0	30,892,198.0
Pasivos totales	3,920,731.0	4,761,790.0	12,475,212.0	13,684,888.0	16,635,407.0	22,250,238.0	29,470,506.0	42,121,538.0	43,149,734.0
+ Acciones preferentes y capital híbrido	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Capital en acciones y APIC	631,654.0	473,346.0	3,484,655.0	3,161,424.0	3,877,430.0	3,415,544.0	3,415,545.0	3,415,545.0	3,399,888.0
+ Capital común	87,945.0	87,945.0	107,882.0	107,882.0	107,882.0	107,882.0	107,882.0	107,882.0	109,121.0
+ Capital adicional pagado	543,709.0	385,401.0	3,376,773.0	3,053,542.0	3,769,548.0	3,307,662.0	3,307,663.0	3,307,663.0	3,290,767.0
- Autocartera	—	—	—	—	—	—	—	—	0.0
+ Beneficios retenidos	327,809.0	570,783.0	223,939.0	558,595.0	824,223.0	13,085,936.0	13,359,519.0	13,746,869.0	14,207,270.0
+ Otro capital	13,615,549.00	16,872,670.00	15,102,017.00	17,136,533.00	15,505,424.00	5,201,156.00	6,066,264.00	5,498,814.00	6,222,363.00
Acciones antes de interés minoritario	14,575,012.0	17,916,799.0	18,810,611.0	20,856,552.0	20,207,077.0	21,702,636.0	22,841,328.0	22,661,228.0	23,829,521.0
+ Participación minoritaria/no dominante	177,673.0	227,258.0	1,015,516.0	2,837,955.0	3,086,575.0	3,254,969.0	3,221,272.0	2,734,599.0	2,397,040.0
Patrimonio total	14,752,685.0	18,144,057.0	19,826,127.0	23,694,507.0	23,293,652.0	24,957,605.0	26,062,600.0	25,395,827.0	26,226,561.0
Pasivo y capital totales	18,673,416.0	22,905,847.0	32,301,339.0	37,379,395.0	39,929,059.0	47,207,843.0	55,533,106.0	67,517,365.0	69,376,295.0
Referencia									
Norma de contabilidad	CO GAAP	IAS/IFRS	IAS/IFRS	CO GAAP	CO GAAP				
Acciones en circulación:	469.0	469.0	575.4	575.4	575.4	575.4	575.4	575.4	582.0
Obligaciones de pensión	46,697.0	52,267.0	16,608.0	15,978.0	15,727.0	298,610.0	335,711.0	405,816.0	515,751.0
Arrendos futuros mínimos de operaciones	0.0	7,783.0	174,928.0						
Total de arrendamientos de capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	129,209.0	122,723.0	117,960.0	99,813.0
Valor contable por acción	31,074.32	38,199.10	32,692.94	36,248.80	35,120.01	37,719.40	39,698.35	39,385.34	40,945.77
Activos rentables	11,827,112.0	14,342,206.0	12,804,062.0	15,804,983.0	12,965,111.0	17,044,499.0	22,529,080.0	27,231,768.0	27,957,755.0
Retorno en activos	—	3.30	1.23	1.98	2.02	3.26	2.15	2.35	1.84
Pasivos netos de impuesto diferido - largo plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1,079,581.0	1,282,936.0	1,372,008.0	1,537,803.0
Pasivos con intereses	404,392.0	404,749.0	3,030,215.0	1,807,548.0	2,720,933.0	4,008,235.0	6,011,505.0	9,134,816.0	9,872,049.0
Deuda neta	117,218.0	131,163.0	1,937,123.0	1,273,549.0	1,606,061.0	2,714,246.0	4,578,321.0	7,067,857.0	8,283,759.0

Retorno sobre el capital común	—	4.23	1.85	3.49	3.81	6.78	4.96	6.35	5.40
Ratio de capital ordinario tangible	78.05	78.22	49.36	48.26	41.54	36.26	30.98	22.79	23.72
Núm. de empleados	—	—	17,060.00	6,743.00	21,838.00	—	—	—	—

Fuente: Bloomberg

Anexo 14: Balances Generales ISA 2008 - 2017

En Millones de COP excepto por acción	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
12 meses fin										
Activo total										
+ Efectivo, equivalentes y STI	644,865.0	1,016,822.0	1,211,091.0	1,412,951.0	1,676,906.0	1,820,189.0	1,747,404.0	1,386,511.0	1,146,761.0	1,529,470.0
+ Efectivo y equivalentes	377,376.0	464,228.0	337,232.0	393,728.0	429,455.0	479,739.0	456,772.0	471,423.0	304,299.0	603,163.0
+ Inversiones a corto plazo	267,489.0	552,594.0	873,859.0	1,019,223.0	1,247,451.0	1,340,450.0	1,290,632.0	915,088.0	842,462.0	926,307.0
+ Cuentas y notas por cobrar	782,578.0	1,086,065.0	1,188,951.0	1,626,644.0	2,986,706.0	2,287,334.0	2,137,199.0	2,009,024.0	2,961,507.0	3,478,459.0
+ Cuentas por cobrar, neto	—	1,086,065.0	—	1,626,644.0	2,986,706.0	2,287,334.0	2,137,199.0	2,009,024.0	2,961,507.0	3,478,459.0
+ Notas por cobrar, netas	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Inventarios	57,423.0	89,810.0	15,667.0	36,661.0	112,043.0	111,129.0	108,002.0	148,013.0	101,743.0	83,481.0
+ Mat primas	58,572.0	68,532.0	15,856.0	24,790.0	86,864.0	112,073.0	106,720.0	146,723.0	103,711.0	86,520.0
+ Trabajo en proceso	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Bienes de consumo	—	22,048.0	—	12,045.0	25,337.0	1,355.0	1,282.0	3,209.0	1,178.0	0.0
+ Otro inventario	-1,149.0	-770.0	-189.0	-174.0	-158.0	-2,299.0	0.0	-1,919.0	-3,146.0	-3,039.0
+ Otros activos a CP	124,451.0	146,183.0	323,639.0	251,585.0	119,410.0	129,359.0	642,159.0	707,056.0	1,463,162.0	1,329,320.0
+ Gastos prepagados	—	—	—	37,206.0	40,057.0	—	126,991.0	133,950.0	74,011.0	46,264.0
+ Activos derivados y de cobertura	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	—	—
+ Impuesto por cobrar	—	—	—	—	—	—	258,935.0	292,190.0	567,099.0	384,231.0
+ Activos varios a CP	—	146,183.0	—	214,379.0	79,353.0	129,359.0	256,233.0	280,916.0	822,052.0	898,825.0
Activos totales actuales	1,609,317.0	2,338,880.0	2,739,348.0	3,327,841.0	4,895,065.0	4,348,011.0	4,634,764.0	4,250,604.0	5,673,173.0	6,420,730.0
+ Propiedad, planta y equipo; neto	3,539,150.0	3,064,246.0	3,024,146.0	2,960,138.0	3,031,437.0	3,208,813.0	5,979,570.0	6,707,058.0	7,761,835.0	9,063,803.0
+ Propiedad, planta y equipo	5,309,046.0	4,873,341.0	5,002,703.0	5,089,119.0	5,276,107.0	5,606,173.0	15,955,554.0	16,978,108.0	18,120,618.0	19,640,824.0
- Depreciación acumulada	1,769,896.0	1,809,095.0	1,978,557.0	2,128,981.0	2,244,670.0	2,397,360.0	9,975,984.0	10,271,050.0	10,358,783.0	10,577,021.0

+ Inversiones y cuentas por cobrar a LP	683,021.0	1,248,996.0	1,805,412.0	1,822,289.0	2,624,124.0	9,921,510.0	9,186,835.0	9,690,690.0	18,260,524.0	20,365,889.0
+ Inversiones a largo plazo	—	374,493.0	—	713,648.0	707,607.0	956,785.0	25,400.0	25,757.0	1,690,711.0	2,756,723.0
+ Cuentas por cobrar LP	—	874,503.0	—	1,108,641.0	1,916,517.0	8,964,725.0	9,161,435.0	9,664,933.0	16,569,813.0	17,609,166.0
+ Otros activos a LP	8,608,202.0	10,397,254.0	18,250,894.0	18,548,897.0	15,220,363.0	8,089,028.0	5,812,887.0	7,464,518.0	6,812,853.0	7,558,078.0
+ Activos intangibles totales	—	0.0	10,839,969.0	10,852,214.0	7,637,444.0	0.0	3,927,616.0	5,451,014.0	6,179,860.0	6,761,525.0
+ Fondo de comercio	—	0.0	1,191,978.0	0.0	0.0	0.0	423,423.0	406,220.0	482,159.0	708,251.0
+ Otros activos intangibles	—	0.0	9,647,991.0	10,852,214.0	7,637,444.0	0.0	3,504,193.0	5,044,794.0	5,697,701.0	6,053,274.0
+ Gasto prepagado	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,601.0
+ Activos de impuestos diferidos	—	—	—	—	—	—	326,636.0	319,892.0	415,450.0	504,264.0
+ Activos de derivados y de cobertura	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	—	—
+ Inversiones en filiales	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	1,165,905.0	1,204,681.0	—	—
+ Activos varios a LP	8,608,202.0	10,397,254.0	7,410,925.0	7,696,683.0	7,582,919.0	8,089,028.0	392,730.0	488,931.0	217,543.0	290,688.0
Total Noncurrent Assets	12,830,373.0	14,710,496.0	23,080,452.0	23,331,324.0	20,875,924.0	21,219,351.0	20,979,292.0	23,862,266.0	32,835,212.0	36,987,770.0
Activos totales	14,439,690.0	17,049,376.0	25,819,800.0	26,659,165.0	25,770,989.0	25,567,362.0	25,614,056.0	28,112,870.0	38,508,385.0	43,408,500.0
Pasivo y capital social										
+ Cuentas por pagar y devengos	351,619.0	870,674.0	1,087,429.0	1,358,834.0	1,215,113.0	1,072,615.0	787,892.0	987,252.0	1,223,545.0	1,262,512.0
+ Cuentas por pagar	351,619.0	584,134.0	1,087,429.0	1,163,792.0	1,017,421.0	838,539.0	499,271.0	439,920.0	897,279.0	424,045.0
+ Impuestos incurridos	—	—	—	—	—	—	230,852.0	235,978.0	245,065.0	407,912.0
+ Interés y dividendos por pagar	—	—	—	—	—	—	—	1,732.0	—	2,811.0
+ Otras cuentas por pagar y en devengo	—	286,540.0	—	195,042.0	197,692.0	234,076.0	57,769.0	309,622.0	81,201.0	427,744.0
+ Deuda CP	864,817.0	891,497.0	781,705.0	1,548,377.0	1,349,465.0	584,151.0	1,396,833.0	1,540,247.0	1,674,203.0	1,603,839.0
+ Préstamos CP	—	805,837.0	—	1,548,377.0	1,349,465.0	584,151.0	1,396,833.0	1,540,247.0	1,041,836.0	930,616.0
+ Arrendamientos de capital a CP	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Porción corriente de deuda a LP	—	85,660.0	—	—	—	—	—	—	632,367.0	673,223.0
+ Otros pasivos a corto plazo	376,112.0	344,004.0	2,128,861.0	1,908,480.0	259,299.0	380,538.0	629,883.0	699,062.0	766,996.0	241,439.0
+ Ingreso diferido	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Derivados y cobertura	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	—	—
+ Pasivos varios a CP	376,112.0	344,004.0	2,128,861.0	1,908,480.0	259,299.0	380,538.0	629,883.0	699,062.0	766,996.0	241,439.0
Pasivos totales corrientes	1,592,548.0	2,106,175.0	3,997,995.0	4,815,691.0	2,823,877.0	2,037,304.0	2,814,608.0	3,226,561.0	3,664,744.0	3,107,790.0
+ Deuda LP	3,789,510.0	3,688,609.0	7,312,535.0	7,946,933.0	8,042,782.0	8,114,317.0	8,506,150.0	9,382,032.0	10,797,222.0	14,085,189.0

+ Préstamos a largo plazo	—	3,688,609.0	7,311,852.0	7,946,724.1	8,042,782.0	8,114,317.0	8,506,150.0	9,382,032.0	10,797,222.0	14,085,189.0
+ Arrendamientos de capital a LP	—	0.0	683.0	208.9	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Otros pasivos a LP	1,339,295.0	1,596,017.0	2,838,291.0	3,073,616.0	4,620,394.0	4,259,719.0	3,846,364.0	4,111,224.0	7,134,941.0	7,792,000.0
+ Pasivos acum	—	1,204,972.0	—	1,242,892.0	2,322,194.0	1,912,261.0	1,103,745.0	1,151,775.0	979,709.0	995,292.0
+ Pasivos de pensiones	—	1,740.0	—	1,487.0	1,433.0	1,483.0	410,563.0	422,835.0	457,326.0	492,616.0
+ Ingreso diferido	—	0.0	—	234,585.0	0.0	0.0	0.0	0.0	—	0.0
+ Pasivo de impuesto diferido	—	—	—	—	—	—	1,541,116.0	1,737,191.0	3,986,495.0	4,505,765.0
+ Derivados y cobertura	—	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	—	—
+ Pasivos varios a LP	1,339,295.0	389,305.0	2,838,291.0	1,594,652.0	2,296,767.0	2,345,975.0	790,940.0	799,423.0	1,711,411.0	1,798,327.0
Total Noncurrent Liabilities	5,128,805.0	5,284,626.0	10,150,826.0	11,020,549.0	12,663,176.0	12,374,036.0	12,352,514.0	13,493,256.0	17,932,163.0	21,877,189.0
Pasivos totales	6,721,353.0	7,390,801.0	14,148,821.0	15,836,240.0	15,487,053.0	14,411,340.0	15,167,122.0	16,719,817.0	21,596,907.0	24,984,979.0
+ Acciones preferentes y capital híbrido	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ Capital en acciones y APIC	1,098,227.0	856,825.0	1,482,425.0	1,482,425.0	1,482,425.0	1,482,425.0	1,465,044.0	1,465,044.0	1,465,044.0	1,465,044.0
+ Capital común	—	36,916.0	—	36,916.0	36,916.0	36,916.0	36,916.0	36,916.0	36,916.0	36,916.0
+ Capital adicional pagado	—	819,909.0	—	1,445,509.0	1,445,509.0	1,445,509.0	1,428,128.0	1,428,128.0	1,428,128.0	1,428,128.0
- Acciones de Tesorería	585.0	584.0	—	584.0	585.0	0.0	585.0	585.0	0.0	0.0
+ Beneficios retenidos	668,465.0	314,878.0	986,510.0	336,776.0	272,938.0	433,048.0	3,826,153.0	3,939,227.0	5,369,536.0	4,666,070.0
+ Otro capital	3,174,938.00	5,005,917.00	3,974,862.00	4,606,070.00	4,355,837.00	5,536,004.00	1,590,870.00	2,436,538.00	3,029,277.00	4,825,922.00
Capital antes de interés minoritario	4,941,045.0	6,177,036.0	6,443,797.0	6,424,687.0	6,110,615.0	7,451,477.0	6,881,482.0	7,840,224.0	9,863,857.0	10,957,036.0
+ Participación minoritaria/no dominante	2,777,292.0	3,481,539.0	5,227,182.0	4,398,238.0	4,173,321.0	3,704,545.0	3,565,452.0	3,552,829.0	7,047,621.0	7,466,485.0
Patrimonio total	7,718,337.0	9,658,575.0	11,670,979.0	10,822,925.0	10,283,936.0	11,156,022.0	10,446,934.0	11,393,053.0	16,911,478.0	18,423,521.0
Pasivo y capital totales	14,439,690.0	17,049,376.0	25,819,800.0	26,659,165.0	25,770,989.0	25,567,362.0	25,614,056.0	28,112,870.0	38,508,385.0	43,408,500.0
Referencia										
Norma de contabilidad	CO GAAP	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS					
Acciones en circulación:	1,075.7	1,089.9	1,089.9	1,089.9	1,107.7	1,107.7	1,089.9	1,089.9	1,107.7	1,107.7
Núm de acciones de Tesorería	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	0.0	17.8	17.8	0.0	0.0
Obligaciones de pensión	1,461.0	1,740.0	1,341.0	1,487.0	1,433.0	1,483.0	410,563.0	422,835.0	457,326.0	492,616.0
Arrendos futuros mínimos de operaciones	—	0.0	—	0.0						
Arrend capital - Total	—	0.0	683.0	208.9	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Número de accionistas	—	—	51,204.00	—						

Deuda neta	4,009,462.0	3,563,284.0	6,883,149.0	8,082,359.0	7,715,341.0	6,878,279.0	8,155,579.0	9,535,768.0	11,324,664.0	14,159,558.0
Deuda neta a capital	51.95	36.89	58.98	74.68	75.02	61.66	78.07	83.70	66.96	76.86
Ratio de capital ordinario tangible	—	36.23	-29.35	-28.01	-8.42	29.14	13.62	10.54	11.40	11.45
Ratio corriente	1.01	1.11	0.69	0.69	1.73	2.13	1.65	1.32	1.55	2.07
Ciclo de conversión de efectivo	-32.33	—	-157.70	—	—	—	72.57	88.24	-0.04	85.35
Ajuste inflación acumulada	131,782.0	—	4,101.0	—	—	—	—	—	—	—
Núm. de empleados	2,768.00	2,883.00	3,312.00	3,435.00	3,860.00	3,883.00	3,883.00	—	—	—

Fuente: Bloomberg

Anexo 15: Estados de Resultados Grupo Argos 2011 - 2017

En Millones de COP 12 meses fin	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Capitalización de mercado	12,507,161.3	10,989,777.0	12,713,486.9	13,232,404.8	13,962,045.4	17,035,993.7	16,547,609.4
- Efectivo y equivalentes	290,935.0	156,865.0	528,013.0	528,817.0	549,384.0	533,967.0	555,429.0
+ Preferente y otros	81,305.0	82,855.0	369,756.0	466,488.0	632,046.0	731,158.0	745,260.0
+ Deuda total	1,205,176.0	3,030,813.0	2,443,678.0	5,009,712.0	5,722,968.0	7,313,237.0	7,378,144.0
Valor de empresa	13,502,707.3	13,946,580.0	14,998,907.9	18,179,787.8	19,767,675.4	24,546,421.7	24,115,584.4
Ingresos, aj	3,668,610.0	4,380,393.0	4,968,414.0	5,817,129.0	7,912,003.0	8,517,382.0	8,532,913.0
% Crec, YoY	21.4	19.4	13.4	17.1	36.0	7.7	0.2
Beneficio bruto, aj	764,245.0	911,936.0	1,108,003.0	1,331,376.0	1,814,076.0	1,922,029.0	1,562,757.0
% Margen	20.8	20.8	22.3	22.9	22.9	22.6	18.3
EBITDA, aj	766,075.0	806,121.0	979,750.0	988,442.0	1,519,690.0	1,608,737.0	1,421,516.0
% Margen	20.9	18.4	19.7	17.0	19.2	18.9	16.7
Beneficio neto, aj	414,131.0	387,619.0	171,628.8	272,102.0	491,357.0	419,970.0	-11,385.7
% Margen	11.3	8.8	3.5	4.7	6.2	4.9	-0.1
BPA, aj	359.59	201.97	126.12	184.41	336.57	374.28	-8.37
% Crec, YoY	1.7	-43.8	-37.6	46.2	82.5	11.2	—
Efectivo de operaciones	409,724.0	342,072.0	609,816.0	475,067.0	1,062,362.0	711,099.0	819,830.0
Gastos de capital	-253,530.0	-167,346.0	-452,999.0	-532,203.0	-688,177.0	-746,842.0	-712,895.0
Flujo de caja libre	156,194.0	174,726.0	156,817.0	-57,136.0	374,185.0	-35,743.0	106,935.0

Fuente: Bloomberg

Anexo 16: Estados de Resultados Bancolombia 2011 - 2017

En Millones de COP 12 meses fin	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Capitalización de mercado	22,437,313.0	25,554,810.0	20,290,519.1	26,584,898.3	20,179,130.5	24,257,276.9	28,835,573.5
Valor contable acción	8,993,360.0	11,606,955.0	12,492,846.0	16,871,907.0	19,279,449.0	21,267,583.0	23,112,964.0
Depósitos totales	52,434,492.0	64,158,720.0	86,556,579.0	94,769,319.0	121,802,028.0	124,624,011.0	131,959,215.0
Préstamos totales	61,388,428.0	69,988,679.0	89,459,542.0	115,173,653.0	145,620,639.0	151,747,486.0	160,468,094.0
Activos totales	85,463,020.0	97,916,380.0	130,816,241.0	149,629,881.0	192,972,867.0	196,261,044.0	203,908,211.0
Ingreso neto, aj	6,471,815.0	7,543,108.0	7,953,894.0	9,669,741.0	11,503,735.0	14,525,365.0	15,643,912.0
<i>% Crec, YoY</i>	15.6	16.6	5.4	21.6	19.0	26.3	7.7
Beneficio antes prov, aj	2,544,739.0	3,059,121.0	2,913,945.0	3,855,731.0	4,800,514.0	6,531,377.0	7,167,268.0
<i>% Margen</i>	39.3	40.6	36.6	39.9	41.7	45.0	45.8
Ingreso operacional, aj	1,948,322.0	1,986,601.0	1,751,266.0	3,012,134.0	3,132,834.0	3,887,667.0	3,698,569.0
<i>% Margen</i>	30.1	26.3	22.0	31.2	27.2	26.8	23.6
Beneficio neto, aj	1,657,604.7	1,702,046.0	1,515,127.0	2,300,284.3	2,511,134.0	2,686,560.3	2,588,204.0
<i>% Margen</i>	25.6	22.6	19.0	23.8	21.8	18.5	16.5
BPA, aj	2,104.02	1,998.11	1,778.68	2,391.58	2,610.80	2,793.18	2,690.92
<i>% Crec, YoY</i>	15.4	-5.0	-11.0	34.5	9.2	7.0	-3.7
% capital común nivel 1	—	—	—	—	—	—	—
% Ratio de capital nivel 1	8.99	10.39	5.81	7.71	7.51	9.05	10.15
% Ratio de capital	12.46	15.77	10.61	13.29	12.46	13.47	14.18

Fuente: Bloomberg

Anexo 17: Estados de Resultados Celsia 2011 - 2017

En Millones de COP 12 meses fin	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Capitalización de mercado	3,842,581.2	4,087,240.0	4,226,400.0	2,016,000.0	2,978,500.0	3,522,269.4
- Efectivo y equivalentes	744,227.0	897,759.0	589,500.0	712,902.0	423,094.0	172,438.0
+ Preferente y otros	1,468,001.0	1,622,157.0	1,162,295.0	1,217,673.0	1,274,090.0	1,265,806.0
+ Deuda total	1,716,345.0	1,786,159.0	3,726,962.0	4,286,575.0	4,046,156.0	3,919,182.0
Valor de empresa	6,282,700.2	6,597,797.0	8,526,157.0	6,807,346.0	7,875,652.0	8,534,819.4
Ingresos, aj	2,023,672.0	2,381,116.0	2,588,782.0	3,691,698.0	3,794,910.0	3,094,036.0
<i>% Crec, YoY</i>	—	17.7	8.7	42.6	2.8	-18.5
Beneficio bruto, aj	712,300.0	840,951.0	843,591.0	584,521.0	884,629.0	994,396.0
<i>% Margen</i>	35.2	35.3	32.6	15.8	23.3	32.1
EBITDA, aj	730,461.0	847,213.0	857,949.0	655,220.0	969,802.0	1,108,840.0
<i>% Margen</i>	36.1	35.6	33.1	17.7	25.6	35.8
Beneficio neto, aj	230,760.0	373,645.0	173,632.0	-166,415.0	32,997.0	150,936.9
<i>% Margen</i>	11.4	15.7	6.7	-4.5	0.9	4.9
BPA, aj	—	513.56	238.65	-228.60	44.10	201.74
<i>% Crec, YoY</i>	—	—	-53.5	—	—	357.4
Efectivo de operaciones	483,522.0	608,350.0	—	375,043.0	508,435.0	391,702.0
Gastos de capital	-154,659.0	-186,267.0	—	-286,402.0	-371,544.0	-536,062.0
Flujo de caja libre	328,863.0	422,083.0	—	88,641.0	136,891.0	-144,360.0

Fuente: Bloomberg

Anexo 18: Estados de Resultados Grupo Sura 2009 - 2017

En Millones de COP 12 meses fin	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016
Capitalización de mercado	11,510,174.4	17,579,516.5	17,894,076.1	21,864,144.5	19,390,043.9	23,014,826.7	20,540,788.4	21,979,218.9
Valor contable acción	14,575,012.0	17,916,799.0	18,810,611.0	20,856,552.0	20,207,077.0	21,702,636.0	22,841,328.0	22,661,228.0
Depósitos totales	—	—	—	—	—	—	—	—
Préstamos totales	—	—	—	—	—	—	—	—
Activos totales	18,673,416.0	22,905,847.0	32,301,339.0	37,379,395.0	39,929,059.0	47,207,843.0	55,533,106.0	67,517,365.0
Ingreso neto, aj	6,362,243.0	2,380,437.0	9,203,980.0	13,057,815.0	6,125,858.0	7,594,456.0	9,425,910.0	11,713,417.0
<i>% Crec, YoY</i>	—	-62.6	286.7	41.9	-53.1	24.0	24.1	24.3
Beneficio antes prov, aj	476,295.0	570,498.0	325,604.0	790,598.0	1,321,852.0	1,106,039.0	1,086,409.0	999,622.0
<i>% Margen</i>	7.5	24.0	3.5	6.1	21.6	14.6	11.5	8.5
Ingreso operacional, aj	476,295.0	570,498.0	325,604.0	790,598.0	1,321,852.0	1,106,039.0	1,086,409.0	999,622.0
<i>% Margen</i>	7.5	24.0	3.5	6.1	21.6	14.6	11.5	8.5
Beneficio neto, aj	427,273.1	530,516.8	302,785.6	632,399.7	782,666.0	1,420,193.0	1,107,006.3	1,373,793.3
<i>% Margen</i>	6.7	22.3	3.3	4.8	12.8	18.7	11.7	11.7
BPA, aj	910.96	1,131.08	526.24	1,099.11	1,360.28	2,468.30	1,911.52	2,928.96
<i>% Crec, YoY</i>	—	24.2	-53.5	108.9	23.8	81.5	-22.6	53.2
% capital común nivel 1	—	—	—	—	—	—	—	—
% Ratio de capital nivel 1	—	—	—	—	—	—	—	—
% Ratio de capital	—	—	—	—	—	—	—	—

Fuente: Bloomberg

Anexo 19: Estados de Resultados ISA 2011 - 2017

En Millones de COP 12 meses fin	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Capitalización de mercado	12,206,407.0	10,633,707.8	10,079,868.8	9,405,472.6	8,043,150.4	11,054,625.4	15,729,026.1
- Efectivo y equivalentes	1,412,951.0	1,676,906.0	1,820,189.0	1,747,404.0	1,386,511.0	1,146,761.0	1,529,470.0
+ Preferente y otros	4,398,238.0	4,173,321.0	3,704,545.0	3,565,452.0	3,552,829.0	7,047,621.0	7,466,485.0
+ Deuda total	9,495,310.0	9,392,247.0	8,698,468.0	9,902,983.0	10,922,279.0	12,471,425.0	15,689,028.0
Valor de empresa	24,687,004.0	22,522,369.8	20,662,692.8	21,126,503.6	21,131,747.4	29,426,910.4	37,355,069.1
Ingresos, aj	4,368,600.0	4,303,075.0	3,601,325.0	4,217,494.0	5,270,649.0	11,892,626.0	6,954,265.0
<i>% Crec, YoY</i>	24.3	-1.5	-16.3	17.1	25.0	125.6	-41.5
Beneficio bruto, aj	—	—	—	2,496,466.0	3,072,631.0	9,235,490.0	4,454,411.0
<i>% Margen</i>	—	—	—	59.2	58.3	77.7	64.1
EBITDA, aj	2,963,594.0	2,846,933.0	1,948,280.0	2,267,075.0	2,796,699.0	8,813,741.0	4,613,081.0
<i>% Margen</i>	67.8	66.2	54.1	53.8	53.1	74.1	66.3
Beneficio neto, aj	433,308.9	97,928.0	416,206.0	461,689.0	637,684.0	2,141,525.0	1,478,299.6
<i>% Margen</i>	9.9	2.3	11.6	10.9	12.1	18.0	21.3
BPA, aj	391.19	88.41	375.75	416.81	575.69	1,933.35	1,334.59
<i>% Crec, YoY</i>	—	-77.4	325.0	10.9	38.1	235.8	-31.0
Efectivo de operaciones	-841,017.0	1,223,979.0	2,077,359.0	1,491,810.0	2,042,309.0	2,183,768.0	2,452,925.0
Gastos de capital	-114,548.0	-245,485.0	-337,862.0	-341,289.0	-943,225.0	-2,082,755.0	-1,675,299.0
Flujo de caja libre	-955,565.0	978,494.0	1,739,497.0	1,150,521.0	1,099,084.0	101,013.0	777,626.0

Fuente: Bloomberg