

FACTORES DETERMINANTES DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN EMPRESAS COLOMBIANAS NO COTIZADAS*

DETERMINANTS OF DIVIDEND POLICY IN UNLISTED COLOMBIAN COMPANIES

DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS COLOMBIANAS NÃO COTADAS

ANGIE PAOLA CHAVARRÍA GÓMEZ¹

LUISA FERNANDA GONZÁLEZ RAMÍREZ²

DARLEY JOHANA MARÍN VALENCIA³

JAIME ANDRÉS CORREA GARCÍA⁴

Fecha de recepción: 16 de noviembre de 2020

Fecha de aprobación: 05 de junio de 2021

RESUMEN

Este artículo identifica los determinantes de la política de dividendos de las empresas colombianas no cotizadas y considera como variables principales la liquidez y la rentabilidad. El tema no ha sido investigado con suficiencia en el contexto colombiano, dado que los intereses se han concentrado en las organizaciones del mercado de valores. En este estudio se analizaron 3.518 datos mediante un modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios (MCO – OLS) para los años 2017 y 2018. Esta información se obtuvo de la base de datos PIE (Portal de Información Empresarial) de la Superintendencia de Sociedades

* Artículo de investigación.

1 Contadora Pública, Universidad de Antioquia, Seccional Oriente Carmen de Viboral, Colombia. Egresada de Contaduría Pública de la Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia, Universidad de Antioquia. <https://orcid.org/0000-0003-0446-434X> - email: angie.chavarria@udea.edu.co.

2 Contadora Pública, Universidad de Antioquia, Seccional Oriente Carmen de Viboral, Colombia. Egresada de Contaduría Pública de la Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia, Universidad de Antioquia. <https://orcid.org/0000-0003-4827-7634> - email: luisa.gonzalez5@udea.edu.co

3 Contadora Pública, Universidad de Antioquia, Seccional Oriente Carmen de Viboral, Colombia. Egresada de Contaduría Pública de la Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia, Universidad de Antioquia. <https://orcid.org/0000-0003-2680-6187> - email: darleyj.marin@udea.edu.co

4 Doctor en Contabilidad y Finanzas Corporativas, Universidad de Valencia, Valencia, España Magíster en Ingeniería Administrativa, Universidad Nacional, Medellín, Colombia. Especialista en Finanzas, Preparación y Evaluación de Proyectos, Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia. Contador Público, Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia. Profesor Titular Departamento de Ciencias Contables, Universidad de Antioquia. Integrante GICCO. <https://orcid.org/0000-0001-8814-2107> - email: jaime.correa@udea.edu.co

Criterion Libre N.º 35
Bogotá (Colombia)
Julio-Diciembre
2021
pp. 59-70
ISSN 1900-0642
ISSN electrónico
2323-0886

para empresas que reportan estados financieros bajo NIIF. El estudio arrojó que la rentabilidad presenta una relación negativa y significativa con la política de dividendos y que, en el caso de la liquidez, la relación es positiva. La investigación abre camino al estudio de aspectos financieros poco analizados en la literatura colombiana, brindando así un referente que permite la ampliación de la evidencia empírica en temas financieros que tienen alta incidencia académica y práctica.

PALABRAS CLAVE:

Empresas no cotizadas, flujo de caja libre, liquidez, política de dividendos, rentabilidad.

CLASIFICACIÓN JEL:

G30, G35.

ABSTRACT

The article identifies the determinants of the dividend policy of unlisted Colombian companies and considers liquidity and profitability as the main variables. This issue has not been sufficiently investigated in the Colombian context, since the focus has been concentrated on stock market organizations. For this study, 3,518 data were analyzed using an ordinary least squares regression model (OLS - OLS) for the years 2017 and 2018. This information was obtained from the PIE (Portal de Información Empresarial) database of the Colombian Superintendence of Companies for firms reporting financial statements under IFRS. The study revealed that profitability presents a negative and significant relationship with the dividend policy and that, in the case of liquidity, the relationship is positive. The research opens the way to the study of financial aspects that have not been analyzed much in the Colombian literature, thus providing a reference that allows expanding the empirical evidence on financial issues that have a high academic and practical incidence.

Keywords: Free cash flow, dividend policy, liquidity, profitability, unlisted companies.

JEL Classification: G30, G35

RESUMO

O artigo identifica os determinantes da política de dividendos das empresas colombianas não cotadas na bolsa e considera a liquidez e a rentabilidade como as principais variáveis. Esta questão não tem sido suficientemente investigada no contexto colombiano, uma vez que o interesse se tem concentrado nas organizações da bolsa. Para este estudo, foram analisados 3.518 dados utilizando um modelo normal de regressão dos mínimos quadrados (OLS - OLS) para os anos 2017 e 2018. Esta informação foi obtida da base de dados PIE (Portal de Informação Empresarial) da Superintendência de Sociedades da Colômbia para empresas que reportam demonstrações financeiras

ao abrigo das IFRS. O estudo revelou que a rentabilidade tem uma relação negativa e significativa com a política de dividendos e que, no caso da liquidez, a relação é positiva. A investigação abre caminho ao estudo de aspectos financeiros que têm sido pouco analisados na literatura colombiana, fornecendo assim uma referência que nos permite alargar a evidência empírica sobre questões financeiras que têm uma elevada incidência académica e prática.

Palavras-chave: empresas não cotadas, fluxo de caixa livre, liquidez, política de dividendos, rentabilidade.

Classificação JEL: G30, G35.

RÉSUMÉ

L'article identifie les déterminants de la politique de dividendes des entreprises colombiennes non cotées et considère la liquidité et la rentabilité comme les principales variables. Cette question n'a pas été suffisamment étudiée dans le contexte colombien, car l'intérêt s'est concentré sur les organisations boursières. Pour cette étude, 3 518 données ont été analysées à l'aide d'un modèle de régression par moindres carrés ordinaires (MCO - OLS) pour les années 2017 et 2018. Ces informations ont été obtenues à partir de la base de données PIE (Portal de Información Empresarial) de la Superintendencia Colombiana de Sociedades pour les entreprises qui présentent des états financiers selon les normes IFRS. L'étude a révélé que la rentabilité a une relation négative et significative avec la politique de dividende et que, dans le cas de la liquidité, la relation est positive. La recherche ouvre la voie à l'étude d'aspects financiers qui ont été peu analysés dans la littérature colombienne, fournissant ainsi une référence qui nous permet d'élargir les preuves empiriques sur les questions financières qui ont une forte incidence académique et pratique.

Mots clés: flux de trésorerie disponible, liquidité, politique de dividendos, rentabilité, sociétés non cotées.

Classification JEL: G30, G35.

INTRODUCCIÓN

La política de dividendos se ha convertido en uno de los temas más debatibles en finanzas corporativas, dado que esta a su vez es un determinante de valor empresarial (Afza & Mirza, 2010). Siendo así, la política de pago de dividendos tiene en cuenta los fondos monetarios más significativos para financiar el crecimiento corporativo y así mismo los flujos de efectivo que se acumulan para retribuir a los accionistas. Dicha distribución es una pieza central de las finanzas empresariales si se tiene en cuenta que los accionistas reciben el resultado de su inversión en la sociedad en forma de dividendos (Gutiérrez Urriaga & Sáez Lacave, 2014).

Este artículo aborda las empresas colombianas no cotizadas que reportaron información bajo Normas Internacionales de Información Financiera –NIIF– a la Superintendencia de Sociedades de Colombia

para los años 2017 y 2018. Se tomaron en cuenta dichos años ya que se consideró que las organizaciones que reportan bajo NIIF han madurado respecto a la información que presentan, y además porque tal información se torna comparable e íntegra. Fueron vinculadas a la investigación empresas colombianas no cotizadas, ya que en medio de la revisión de la literatura se halló mayoritariamente información sobre estudios de otros países respecto a la relación entre política de dividendos y empresas mercado de valores. Trabajos como el de Deng *et al.* (2013) y el de Vancin & Kirch (2020) indican que el objetivo central de los mismos es verificar el pago de los dividendos de las empresas que cotizan en bolsa; así mismo, Gutiérrez *et al.* (2012) indican que las entidades que son parte de la bolsa de valores y que tienen una tasa de pago más alta es porque sus ganancias también son más significativas, es decir, que a medida que el precio de las acciones se incrementa, mejor dividendo tendrá el dueño del capital. Por su parte, González & Moneta Pizarro (2017) en su estudio argentino indican que la estrategia del pago de dividendos es dependiente del precio de las acciones. Lo anterior permite seguir la línea de que las investigaciones respecto al tema se han visto limitadas en países emergentes o en desarrollo (Mehta, 2012).

Cabe decir que inicialmente se consideró la totalidad de las organizaciones sobre las cuales se halló información; sin embargo, con la depuración se terminó trabajando con un total de 3.518 observaciones para los dos años, dado que no todas las empresas tomadas en cuenta tenían información respecto a los dividendos pagados.

El objetivo principal de esta investigación es identificar los factores financieros que determinan la política de dividendos en las empresas colombianas no cotizadas, lo anterior por la premisa de que la política y sus determinantes tienen una influencia crucial sobre el valor de la compañía (Afza & Mirza, 2010). Además, porque cada organización debe mantener un equilibrio entre las políticas de crecimiento de la empresa y las políticas de pago de dividendos y, si esto no se logra, se estaría conduciendo hacia la insatisfacción de los accionistas y la dificultad para el crecimiento de la empresa (San Martín Reyna, 2017); por tal razón, el ideal es hallar una herramienta que permita la determinación del pago de dividendos de manera beneficiosa para las empresas no cotizadas.

El trabajo propone dos variables principales que son la liquidez y la rentabilidad. La liquidez fue planteada como una variable con relación positiva y significativa en la determinación de la política de dividendos. Para su medición se utilizó el flujo de caja libre y el flujo operativo del estado de flujos de efectivo. El primero tiene como propósito dar apoyo a la política de distribución de utilidades (Correa García, 2007). Y el segundo se conoce como el flujo de la explotación, pues es el que informa de los cobros y los pagos ocasionados por las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos de cada empresa (Arimany Serrat *et al.*, 2015). Los resultados de la investigación mostraron que la liquidez con relación a la política de dividendos tiene una relación positiva y significativa, tal como lo indicaron Borges Forti *et al.*, (2015) en su investigación. Seguidamente, la hipótesis planteada entre la rentabilidad y el pago de dividendos fue negativa y significativa y referenciada por Francis *et al.* (2002) y Harada & Nguyen (2011), entre otros, puesto que de un modo semejante la evaluaron en estudios anteriores y han llegado a dicha conclusión. Esta variable se midió calculando los indicadores ROE y ROA y los resultados hallados mostraron que la relación existente entre rentabilidad y política de dividendos es negativa.

El modelo utilizado en la investigación fue la regresión lineal múltiple mediante mínimos cuadrados ordinarios; el supuesto principal de este modelo de regresión es que las variables independientes no poseen ningún tipo de relación o dependencia lineal entre ellas (García *et al.*, 2006) y, por tanto, en el estudio se evaluó la variabilidad que presenta la política de dividendos en respuesta de los resultados obtenidos de las variables independientes de liquidez, rentabilidad y las variables de control, dado que una variable no tiene relación lineal con la otra.

Los resultados de la investigación mostraron que la liquidez en relación con la política de dividendos tiene una relación positiva y significativa, en línea con Kumar & Waheed (2015), Borges Forti *et al.* (2015), y Hadiano & Sahabuddin (2016), quienes proponen en sus estudios que esta es una variable que tiene impacto positivo con relación a la tasa de pago de dividendos. Seguidamente, la hipótesis planteada entre la rentabilidad y la política de dividendos fue negativa y significativa, esto en sintonía con autores como Francis *et al.* (2002) y Harada & Nguyen, (2011), quienes afirmaron

en sus estudios que la tasa de distribución de utilidades entre los accionistas no depende de qué tan rentable es una organización. Lo anterior significa que las hipótesis planteadas inicialmente en comparación con los resultados son equivalentes.

Esta investigación brinda una nueva perspectiva financiera que ayuda a entender cómo se están desarrollando las empresas colombianas respecto a los intereses de los socios y accionistas de empresas que no cotizan en el mercado de valores y que preparan sus estados financieros bajo NIIF; de igual modo, la investigación brinda resultados mediante evidencia empírica que abre las puertas a un nuevo soporte que será útil para los académicos a nivel práctico y permitirá así tener una base para el desarrollo de futuras investigaciones que tengan relación con el tema.

Además de la introducción, el artículo está organizado de la siguiente manera. La próxima sección se enfoca en la revisión de la literatura, allí se detallan las miradas y perspectivas en cuanto a política de dividendos y se abordan las teorías que soportan la liquidez y rentabilidad como fundamento para las hipótesis de esta investigación. Seguidamente se presenta el diseño metodológico, allí se informa sobre la muestra seleccionada, las variables con su respectiva definición y el modelo aplicado. Luego se dan a conocer los resultados y hallazgos identificados a lo largo de la investigación, generando así una discusión alrededor de los mismos; por último, se presentan las implicaciones y consideraciones finales en torno a este trabajo de investigación.

1. MARCO DE REFERENCIA

En este apartado se tratan los elementos teóricos que soportan este trabajo de investigación agrupados en la política de dividendos, la liquidez y la rentabilidad en su relación con la política de dividendos. Con esto se fundamentan las hipótesis del estudio.

1.1 Política de dividendos

La gestión financiera de una compañía se relaciona directamente con la toma de decisiones en cuanto a inversión necesaria, estructura de financiación empresarial y la política de dividendos (Cabrera Bravo *et al.*,

2017). La decisión de inversión sobresale como la más importante en la determinación del tamaño de la empresa y es la que se realiza con el objetivo de maximizar el rendimiento esperado para un nivel de riesgo determinado (Balachandran *et al.*, 2011). La decisión de financiación se refiere a aquella que tiene que ver con la consecución adecuada de fondos para la adquisición de los diferentes activos que se requieren en la operación del negocio (Flores Ríos, 2001). Por último, la distribución de utilidades o política de dividendos es una decisión organizativa y dinámica, donde los recursos por distribuir se adaptan a los inversores según los indicadores económicos y financieros de la empresa; se considera el atractivo para los inversionistas (Borges Alves *et al.*, 2018). Adicionalmente la decisión de dividendos representa el medio principal por el cual el capital invertido se devuelve a los accionistas comunes, es decir, esta decisión da garantía de retorno de efectivo a los dueños del mismo, por lo que debe estar enfocada en los intereses de los accionistas, sin dejar de lado la continuidad empresarial.

Uno de los elementos que son parte de la planeación financiera para la construcción del entorno empresarial es la política de dividendos; esta junto con otros elementos como planes estratégicos, políticas contables y administrativas, entre otras, incide de alguna manera en el comportamiento futuro que tendrá la compañía (Tovar-Posso & Muñoz-Martínez, 2018). Por ello esta decisión es una de las más importantes y más investigadas de la gestión financiera (Mehta, 2012). Esta política da pautas que serán importantes para el futuro de las utilidades generadas atendiendo así las necesidades de la empresa, por lo cual los dividendos se convierten en una fuente de información sumamente valiosa para los inversionistas (García García & López, 2016). Por el contrario, para Mascareñas (2011) la política de dividendos no es tan importante, argumenta que lo que en realidad importa son los beneficios esperados por los inversionistas, por lo que los dividendos solo son una forma de transmitir información.

La política de dividendos se traduce en el pago de dividendos en 100% de la utilidad distributable o en una proporción de esta (Jiménez, 2008). A lo largo del tiempo se han desarrollado teorías que ayudan a la definición y la forma en que se distribuyen las utilidades. Gomes Almeida *et al.* (2015) dan a conocer algunos de los aportes que las teorías han traído a la decisión de dividendos dentro de las compañías, basados

en los autores que las han planteado con el paso del tiempo. Algunas teorías que sustentan la política de dividendos son la teoría de la irrelevancia desarrollada por Miller & Modigliani (1961), la teoría de la relevancia investigada en primera instancia por Lintner (1956), la teoría de los costos de agencia dada a conocer por Jensen & Meckling (1976), el efecto clientela estudiado por Elton & Gruber (1970), entre otras, ayudan a comprender esta importante decisión empresarial.

Miller & Modigliani (1961) hacen referencia a la teoría de la irrelevancia; ellos encontraron evidencia para decir que el pago de dividendos no afecta o es irrelevante para el valor de la empresa siempre y cuando el mercado se encuentre en condiciones de capitales perfectos. Es la política de inversión la que determina el valor de una empresa (Mascareñas, 2011).

Lintner (1956) defiende la teoría de la relevancia y llega a la conclusión de que la decisión de dividendos está basada en la rentabilidad del período y en parte en los dividendos obtenidos en el período anterior. Las empresas primero deciden su política de dividendos y luego su nivel de inversión (Lintner, 1956). La teoría de los costos de agencia desarrollada por Jensen & Meckling (1976) sugiere que la estructura financiera de una empresa está influenciada por el intento de minimizar los costos que se asocian con la separación de propiedad y control, donde empresas con altas rentabilidades prefieren pagar mayores cantidades de dividendos para reducir los costos de agencia. Otra de las teorías que toma en cuenta la política de dividendos es el efecto clientela. Elton & Gruber (1970) muestran que esta se deriva de la hipótesis de que hay inversores a quienes las empresas que distribuyen regularmente montos en forma de dividendos prefieren aquellas que retienen sus utilidades y aportan plusvalías.

Es válido mencionar algunos desarrollos empíricos que se han realizado como un esfuerzo en la búsqueda de los factores que determinan una buena definición de políticas de dividendos. Borges Alves *et al.* (2018) hizo un estudio en el que buscaba identificar los determinantes de la distribución de dividendos en empresas brasileñas del sector público; mediante un modelo de panel de datos encontró que el tamaño y la rentabilidad son factores importantes a la hora de distribuir dividendos. Por otra parte, Gomes Almeida *et al.* (2015), mediante una regresión

lineal múltiple intentaron explicar la relación existente entre los dividendos y variables como las oportunidades de crecimiento y la inversión, encontrando que estas tenían una relación negativa, ya que los accionistas prefieren retener dividendos para reinvertir.

González & Moneta Pizarro (2017) afirman que la investigación empírica viene desarrollándose con las teorías; sin embargo, no se ha llegado a un acuerdo entre estos dos enfoques, pues la política de dividendos ha pasado por diferentes miradas que no logran establecer un proceder ideal para la distribución de estos.

1.2 La liquidez y la política de dividendos

La liquidez se entiende como la facilidad con que puede disponerse de los activos y convertirlos en efectivo, sin incurrir en pérdidas significativas de valor (Rodríguez & Venegas, 2012); por tanto, se refiere a la solvencia y agilidad con que cuenta la empresa para cumplir con sus obligaciones (Herrera Freire *et al.*, 2017). Esta es una variable principal dentro de la investigación, dado que permite identificar los factores que determinan las decisiones de distribución de efectivo y de tenencia de efectivo de las empresas y es de gran importancia para los administradores financieros, inversores y órganos reguladores de los mercados (Borges Forti *et al.*, 2015), pues a partir de esta se toman las decisiones financieras.

Las diferencias entre inversionistas y la administración generalmente se producen en la determinación de la política de dividendos que se deriva de la disponibilidad de flujo de efectivo libre (Girati, 2016), motivo por el cual San Martín Reyna (2017) concluyó que el flujo de caja libre tiene una relación negativa con el pago de dividendos, apuntando que cuanto mayor sea el pago de dividendos, menos flujo de efectivo habrá. Además, los gerentes de las empresas tienen incentivos para invertir en vez de distribuir el flujo de caja libre como dividendos (Yeo, 2018).

En este sentido, estudios como el de Griffin (2010) confirman que hay una relación inversa entre la liquidez y la política de dividendos, ya que si existe liquidez, la organización podrá mejor invertirla en proyectos con Valor Presente Neto (VPN) positivo; así mismo, Neves *et al.* (2020) afirman que respecto a la gestión a corto plazo, existe una relación negativa y significativa entre liquidez y dividendos distribuidos; ahora bien, si no hay liquidez, los dividendos se pagan con los ingresos netos generados por la empresa o con

endeudamiento, lo que indica que tener más liquidez no significa necesariamente tener más dividendos, ya que con niveles bajos se puede utilizar para la gestión del día a día.

En estudios como el de Sutrisno & Panuntun (2020) se establece que la liquidez es aquel indicador que permite a las empresas pagar grandes cantidades de dividendos, lo que conduce a una idea semejante a la de Gunawan & Tobing (2018), quienes defienden una relación positiva entre la liquidez y distribución de utilidades a los socios. Seguidamente, si la empresa tiene una gran cantidad de flujo de efectivo, esta podrá distribuir dividendos (Kumar & Waheed, 2015), lo que indica que la hipótesis planteada por Hadianto & Sahabuddin (2016) sigue la misma línea, ya que la liquidez es propuesta como una variable con impacto positivo en la probabilidad de que las entidades efectúen el pago de dividendos.

Borges Forti *et al.* (2015) desarrollan dos hipótesis que demuestran las posturas que pueden tener las empresas frente a la política de dividendos al presentar alta liquidez. La primera a través de la liquidez de la empresa (activo corriente/pasivo corriente), la cual se encontró positiva y significativa, lo que indica que los pagos de dividendos son positivos relacionados con la disponibilidad de fondos; y la segunda hipótesis tomada como liquidez² (liquidez de la empresa al cuadrado), presentó un resultado negativo, lo cual indica que mantener altos niveles de liquidez implica el sacrificio de los dividendos por pagar a los accionistas. De acuerdo con Jabbouri (2016), en caso de escasez de efectivo no se pagará ningún dividendo, aunque la cuenta de resultados, basada en la contabilidad en valores devengados, refleje una rentabilidad importante.

Por otro lado, Rodríguez Sanz & López Iturriaga (1999) evaluaron la liquidez y la relación con los dividendos, utilizando tres variables de la liquidez; activo circulante sobre pasivo circulante, fondo de rotación sobre activo total y *cash flow* sobre pasivo circulante, demostrando que las empresas que repartieron más dividendos fueron las más rentables y las que mayor liquidez dispusieron, donde, de las tres variables establecidas, el *cash flow* es el que refleja con mayor fidelidad los recursos disponibles por la gerencia para usos como el reparto de dividendos. En la misma línea, Giriati (2016) encontró una relación positiva y significativa entre la ratio de pago de dividendos y la liquidez medida como el flujo de caja libre. Por su parte, Patra *et al.* (2012) afirman que la liquidez sugiere un fuerte efecto positivo

en el pago de dividendos de las empresas.

Como se observa en la revisión de la literatura, los resultados no son concluyentes respecto a la relación existente entre la liquidez (flujo de caja) y la política de dividendos. No obstante, con base en los planteamientos anteriores la primera hipótesis que se plantea en este estudio es:

H1: La liquidez tiene una relación positiva y significativa con la política de dividendos de las empresas colombianas no cotizadas

1.3 Rentabilidad y política de dividendos

La rentabilidad señala la capacidad de la empresa para producir utilidades a partir de la inversión hecha por los accionistas, incluyendo las utilidades no distribuidas (Morillo, 2001). La rentabilidad se considera variable principal de la investigación, dado que se entiende como el indicador clave de los resultados que conciernen a la gestión empresarial (Cantero Cora & Leyva Cardeñosa, 2016).

Estudios como el de Jensen *et al.* (1992), Han *et al.* (1999) y Fama & French (2000) afirman que la rentabilidad es una variable explicativa positiva de la política de dividendos. Lintner (1956) indica que el patrón de pago de dividendos de una empresa está fuertemente influenciado por las ganancias del año actual y los dividendos del año anterior. Borges Alves *et al.* (2018) testifican en su trabajo que la rentabilidad está significativamente relacionada con el pago de dividendos y de un modo semejante Kania & Bacon (2005) concluyeron que la tasa de pago de dividendos se ve significativamente afectada por la rentabilidad (rendimiento del capital), defendiendo así una relación positiva. Así mismo, John & Knyazeva (2006) afirman que, respecto al retorno sobre el activo, las empresas más rentables pagan dividendos más altos que otras, lo que respalda la predicción primaria de los modelos de agencia de que los dividendos son más valiosos para las empresas maduras que tienen alto flujo de caja y pocas oportunidades de crecimiento, y por último, Hunjra *et al.* (2014) sostienen que el rendimiento de los dividendos tiene una correlación positiva y significativa con el rendimiento del capital, siendo este para el accionista el mejor indicador de la situación económico-financiera de la empresa (González & Moneta Pizarro, 2017). Puesto que la ROE está representada por la fórmula (utilidad neta/patrimonio), y con esta se puede interpretar qué tan eficiente es la empresa y a partir de esta qué cuantía podrá distribuir.

En contraste, investigaciones como la de Francis *et al.* (2002) plantean que las empresas que presentan mayores retornos de capital (ROE) deberían distribuir menos dividendos, ya que esto sirve como una mejor opción de inversión para los socios. En la misma línea, Harada & Nguyen (2011) indican que las empresas que tienen una alta concentración de propiedad tienen menores probabilidades de aumentar el pago de dividendos cuando aumenta la rentabilidad, puesto que se prefiere reinvertir para recibir dividendos futuros más altos. Sin embargo, con esta afirmación se estaría dejando de lado la garantía de organización no cotizada, ya que generalmente los dividendos parecen proporcionar al dueño del capital una sensación de mayor seguridad o control (Díaz Campos, 2019). Además, Ahmed (2015) sostiene que las empresas se basan en la tendencia a pagar menos dividendos, buscando así tener más ganancias retenidas; lo que revela que las empresas que tienen mayor rentabilidad optan por el pago de dividendos más bajos; así mismo Kuzucu (2015) identifica la rentabilidad como un determinante con impacto negativo con relación a la distribución, concluyendo que las empresas que presentan índices de endeudamiento, tasas de crecimiento y ganancias más altas, retienen una mayor parte de sus ganancias, generando así un menor pago de dividendos.

Para medir la rentabilidad se tuvieron en cuenta la ROE y la ROA, la primera está calculada por (utilidad neta / patrimonio) y la segunda como (utilidad neta / activos totales), según lo planteado por Bonmatí Martínez (2016). Con estas se permite medir la capacidad de la empresa para la remuneración de sus accionistas (De La Hoz Suárez *et al.*, 2008), de acuerdo con el capital y los activos poseídos.

Como se evidenció antes, la literatura muestra resultados variados respecto a la relación entre

la política de dividendos y la rentabilidad. Sin embargo, con base en los planteamientos mencionados se establece para las empresas no cotizadas colombianas la segunda hipótesis de este estudio, así:

H2: La rentabilidad tiene una relación negativa y significativa con la política de dividendos de las empresas colombianas no cotizadas

2. METODOLOGÍA

En el presente apartado se dan a conocer la muestra, variables y métodos usados en el estudio, los cuales ayudan a la consecución del objetivo de investigación.

2.1. Muestra

La muestra contiene la información financiera de las empresas colombianas no cotizadas, comprendida entre los años 2017 y 2018; inicialmente se contó con un número total de empresas de 18.631 para el primer año y 18.075 para el segundo; sin embargo, se tomaron en cuenta las empresas que repartieron dividendos para estos años, motivo por el cual este número se redujo, y finalmente se trabajó con 1.966 observaciones para el año 1 y 1.552 para el año 2, teniendo así un total de 3.518 observaciones. La información se recopiló mediante el Portal de Información Empresarial –PIE– de la Superintendencia de Sociedades, el cual permitió, además de obtener información presentada bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), la clasificación de las empresas según los estados financieros, como se puede observar en la Tabla 1. El estudio se realiza para estos dos años debido a que se consideró que las entidades económicas que reportan bajo esta metodología han madurado respecto a la información que presentan.

Tabla 1. Muestra.

Período		Pymes	Plenas	Total
2017	Frecuencia absoluta	1433	533	1966
	Frecuencia relativa	0.729	0.271	1.00
2018	Frecuencia absoluta	1025	527	1552
	Frecuencia relativa	0.66	0.34	1.00

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla 1 se observa el porcentaje de participación de las empresas en la investigación, de tal modo que para el año 2017 se cuenta con un porcentaje de 0,729 de pymes y 0,271 de empresas que presentan Niif plenas para un total de 1.966. Para el año 2018 se evidencia poca variación, presentándose así 0,66 pymes y 0,34 plenas, para un total de 1.552 empresas estudiadas.

Seguidamente se caracterizó la información de acuerdo con la actividad económica que cada una de estas organizaciones desarrolló, para tener así datos más resumidos y precisos del tipo de entidad con que se trabajó. Cabe decir que para ambos años se evidenció que la actividad con mayor número de empresas inscritas es comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas, con un total de 580 empresas para el año 2017 y 425 para 2018, representando así 29,5% y 27,3%, respectivamente, del total de la población. Seguidamente está la industria manufacturera, con un total de 405 organizaciones para 2017 y 327 para 2018, representando un porcentaje de 21% aproximadamente para ambos años. En la tabla 2 se da a conocer el número de empresas totales clasificadas por tipo de actividad económica, según los códigos del CIIU.

Todos los datos se obtuvieron de la Superintendencia de Sociedades, teniendo en cuenta el Estado de flujos de efectivo y algunas cuentas seleccionadas del estado de situación financiera y estado de resultados integral.

2.2. Definición de variables

2.2.1. Variable dependiente: política de dividendos

La política de dividendos es el foco central de la investigación y respecto a esta las organizaciones solo tienen dos opciones de decisión, pagar o no pagar dividendos (Ahmed, 2015). Esta política responde al pago en efectivo que se hace a los accionistas y en ocasiones está pensado en el tamaño y el patrón de distribución que se ha tenido en cada entidad a lo largo del tiempo (Gill *et al.*, 2010). Sin embargo, en la investigación dicha política está basada en determinantes financieros como la liquidez y la rentabilidad.

Vale decir que con una adecuada política de dividendos se garantiza al inversionista que al patrimonio invertido se le dará cuidado y continuidad (García García & López, 2016), por lo que a lo largo del período contable

las entidades deben hacer enfoques y énfasis en la generación de resultados que permitan pagos a los socios no solo para dar garantías de negocio en marcha, sino porque dicha distribución está también sujeta a la determinación de los resultados netos y positivos de la organización (Borges Alves *et al.*, 2018).

Esta se ha medido de la siguiente manera:

Política de dividendos = dividendos decretados en efectivo / utilidad neta

2.2.2. Variable de interés: liquidez

La posición de liquidez es un determinante importante de la política de dividendos, pues el pago de los mismos dependerá de la capacidad de solvencia que tenga la empresa (Mehta, 2012). Esta variable se plantea en la investigación con relación positiva y significativa respecto a la tasa de pago de dividendos. Comúnmente se halla en la literatura como una variable determinante donde aquellas empresas que tienen una mejor posición del flujo de caja pagan más dividendos (Neves *et al.*, 2020); además, las entidades que pagan dividendos son las que más gozan de tener liquidez (Palenzuela, 1986). Esta se ha medido mediante las siguientes fórmulas:

Liquidez 1 = flujo de caja libre/activo total.

Liquidez 2 = flujo operativo del flujo de efectivo (EAO)/activo total

2.2.3. Variable de interés: rentabilidad

La rentabilidad es una variable que responde a los resultados positivos de una buena gestión empresarial (Cantero Cora & Leyva Cardeñosa, 2016) y dentro de la investigación se plantea como una variable de interés con relación negativa respecto a la tasa de pago de los dividendos. Esta se usa ampliamente en la literatura y en los últimos años autores como Kuzucu (2015) y Ahmed (2015) indican en sus estudios que dicha variable representa una relación inversa, dado que las empresas deben retener sus ganancias y no distribuirlas para seguir acumulando y pagar dividendos futuros.

La rentabilidad se analiza mediante la rentabilidad del activo (ROA) y la rentabilidad del patrimonio (ROE), donde el primero indica el rendimiento que genera el total de los activos y el segundo relaciona la ganancia de los accionistas o socios de la empresa (Bonmatí Martínez, 2016).

Rentabilidad 1 = ROA = utilidad neta/activo

Rentabilidad 2 = ROE = utilidad neta/patrimonio

2.2.4. Variables de control

Tamaño de la empresa

En estudios anteriores se ha demostrado cómo el tamaño de la empresa tiene un rol significativo a la hora de definir la política de dividendos dentro de una compañía, donde empresas grandes deberían estar más dispuestas a pagar mayores dividendos (Afza & Mirza, 2010). Estudios realizados por autores como Mehta (2012), Patra *et al.* (2012) y Jabbouri (2016) encontraron que el tamaño de la empresa se relaciona positiva y significativamente con el pago de dividendos, utilizando como criterio de medición el logaritmo natural del valor en libros de los activos totales.

Tamaño empresa = Log (activos totales)

Endeudamiento

El nivel de endeudamiento es una variable de control que básicamente busca medir la porción de deuda que soporta una empresa. Respecto a esta, Patra *et al.* (2012) afirman que los pagos de dividendos bajos aumentan la cantidad de capital en el estado de situación financiera y mejoran los índices de apalancamiento, como el índice de deuda a capital o el índice de deuda a activos y, por tanto, su solvencia crediticia. Además, González & Moneta Pizarro (2017) indican que el nivel de endeudamiento no es significativo entre los predictores considerados para la distribución de dividendos. Por tanto, estudios como los efectuados por Jabbouri (2016) demuestran la relación negativa existente entre el apalancamiento financiero y la política de dividendos, exponiendo que en las empresas que presentan un alto nivel de endeudamiento se tendrán menores incentivos para pagar dividendos en comparación con las empresas menos apalancadas. En este mismo sentido, para el estudio esta variable se midió así:

Nivel de endeudamiento: pasivo total/(pasivo + patrimonio)

Tabla 2. Muestra por actividad económica.

Actividad económica	2017		2018		Total general
	Relativa	Absoluta	Relativa	Absoluta	
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	0,0025	5	0,00193	3	8
Actividades de atención de la salud humana y de asistencia social	0,0010	2	0,00387	6	8
Actividades de servicios administrativos y de apoyo	0,0473	93	0,05219	81	174
Actividades financieras y de seguros	0,0539	106	0,04446	69	175
Actividades inmobiliarias	0,0656	129	0,07603	118	247
Actividades profesionales, científicas y técnicas	0,0829	163	0,07861	122	285

Tabla 2. Continuación.

Actividad económica	2017		2018		Total general
	Relativa	Absoluta	Relativa	Absoluta	
Alojamiento y servicios de comida	0,0198	39	0,01611	25	64
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas	0,2950	580	0,27384	425	1.005
Construcción	0,0773	152	0,08570	133	285
Distribución de agua; evacuación y tratamiento de aguas residuales, gestión de desechos y actividades de saneamiento ambiental	0,0025	5	0,00064	1	6
Educación	0,0061	12	0,00580	9	21
Explotación de minas y canteras	0,0142	28	0,02642	41	69
Industrias manufactureras	0,2060	405	0,21070	327	732
Información y comunicaciones	0,0397	78	0,04317	67	145
Otras actividades de servicios	0,0076	15	0,00902	14	29
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	0,0010	2	0,00129	2	4
Transporte y almacenamiento	0,0137	27	0,01804	28	55
Total general	1	1.966	1	1.552	3.518

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3. Variables del modelo.

Variable dependiente			
Nombre	Abreviado	Fórmula	Fuentes
Política de dividendos	P_DIV	Dividendos decretados en efectivo / utilidad neta	(Afza & Mirza, 2010)
Variables de interés			
Nombre	Abreviado	Fórmula	Fuentes
Liquidez	FCL	FCL/activo total	(Girati, 2016) (Jabbouri, 2016)
	EAO	EAO/activo total	(Arimany Serrat et al., 2015)
Rentabilidad	ROA	Utilidad neta/activos totales	(Bonmatí Martínez, 2016)
	ROE	Utilidad neta / patrimonio	
Variables de control			
Nombre	Abreviado	Fórmula	Fuentes
Tamaño de empresa	TAM	LN activos totales	(Metha, 2012) (Patra et al., 2012) (Jabbouri, 2016)
Endeudamiento	END	Pasivo total/activo total	(Jabbouri, 2016)

Fuente: Elaboración propia.

2.2.7 Modelo de regresión

Usando todas las variables antes descritas se estructura un modelo de regresión múltiple por mínimos cuadrados ordinarios. Por tratarse de dos años, no consiste en un panel de datos sino en regresiones de corte transversal para 2017 y 2018. Este es un método utilizado para hacer la estimación de las relaciones entre la variable dependiente y las variables explicativas, de acuerdo con una muestra seleccionada (Ezell & Land, 2005). Por tanto, con las variables liquidez, rentabilidad y en compañía de las variables de control se dará explicación a la política de dividendos de las empresas colombianas no cotizadas que están incluidas en la muestra seleccionada. Para el caso de la investigación, el modelo se plantea de la siguiente manera:

Ecuación

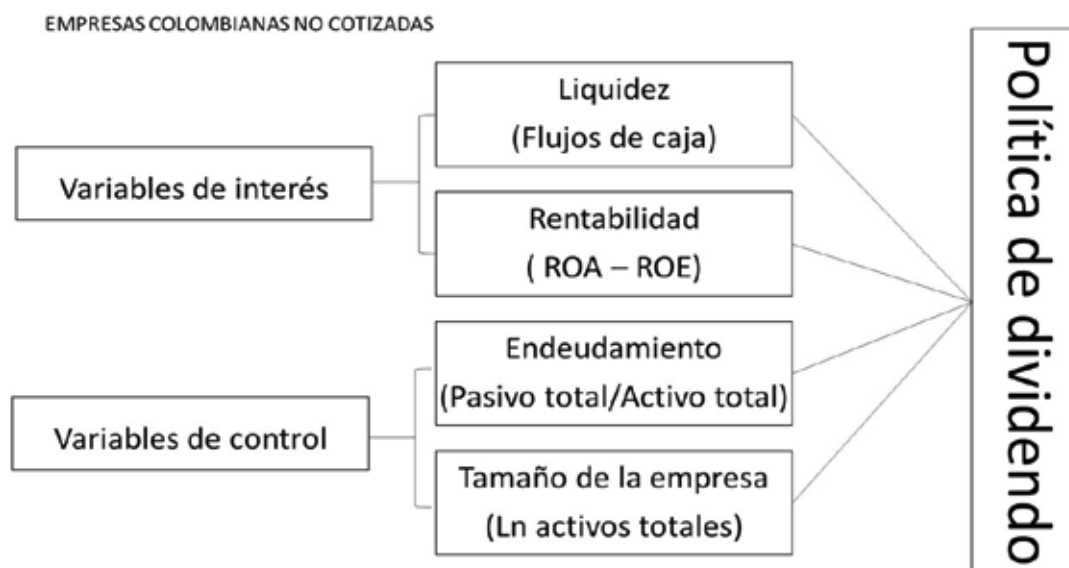
Modelo 1

$$P_Div = \beta FCL_i + \beta ROA_i + \beta TAM_i + \beta END_i + \beta$$

Modelo 2

$$P_Div = \beta EAO_i + \beta ROE_i + \beta TAM_i + \beta END_i + \beta$$

De manera gráfica el planteamiento de la investigación se presenta en el siguiente esquema:

Gráfico 1. Esquema de variables.

Fuente: Elaboración propia.

3. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

En este apartado se dan a conocer los resultados arrojados por la investigación, mostrando evidencia empírica para las variables de interés y de control. A continuación se presenta el análisis descriptivo de las variables, la matriz de correlación y los modelos de regresión para el contraste de las hipótesis.

3.1. Análisis descriptivo

En este apartado se resumen en conjunto los datos arrojados por la investigación, se indicará el resultado de la variable dependiente, las variables de interés y las variables de control respecto a la media y la desviación estándar; además se mencionan los mínimos y los máximos de las variables, y finalmente se explica la matriz de correlaciones.

La primera variable, tasa de dividendos, muestra que en promedio los dividendos pagados por las empresas colombianas no cotizadas representan 49,49%, lo que indica que los resultados netos del período

han logrado cubrir y satisfacer los intereses de los accionistas; además, la desviación de dicha variable respecto a su promedio es de 27,93%, valor que significa que la dispersión entre las políticas de dividendos de las empresas en mención es media. Esta tasa promedio de reparto significa que en general las entidades aquí estudiadas han cumplido con la misión de arrojar resultados prometedores y positivos para los socios, pues así se garantizó reparto de utilidades, las que según Denis & McConell (2018) son el medio principal mediante el cual se evidencia una garantía de que se está recibiendo parte de lo invertido.

La ROA y la ROE presentan un promedio de 21,03% y 44,42%, respectivamente, lo que significa que en promedio dichas empresas generan una rentabilidad del patrimonio superior a la rentabilidad sobre los activos; por tanto, se afirma que parte del activo se ha apalancado favorablemente con deuda y por ello se ha dado lugar al crecimiento de la rentabilidad financiera (Verónica *et al.*, 2017). Además, los indicadores en mención presentaron una desviación promedio de 3,71, valor que indica que los datos de cada empresa en comparación con otra son significativamente dispersos.

Tabla 4. Estadísticas descriptivas.

Variable	Mean	Std. Dev	Min	Max
P_DIV	0.4949	0.2793	4.02e-06	0.9985
ROA	0.2103	3.4737	0.0009	163.3205
ROE	0.4442	3.9448	-97.492	195.3303
FCL	0.1983	7.2484	-58.529	409.2091
EAO	0.2389	7.6750	-57.5989	435.8752
END	0.4128	1.3759	0	80.4528
TAM	16.8559	1.2887	7.9752	21.35888

Fuente: Elaboración propia.

El resultado del FCL y del flujo de caja operativo del EFE muestran que en promedio las empresas colombianas no cotizadas generan una liquidez de 19.83% y 23,89%, respectivamente, lo que indica que estas entidades tienen una capacidad media para convertir sus activos en efectivo. Adicionalmente, estas variables representan una desviación promedio de 7,24 y 7,67, respectivamente, valores que indican que cada empresa con relación a las demás tiene liquidez muy diferente, es decir, significativamente dispersa.

Respecto a las variables de control, los resultados en promedio muestran que las organizaciones tienen un nivel de endeudamiento representado por 0.4128 y un tamaño empresarial por 16.85; respecto a la desviación estándar de cada una, se afirma que están significativamente dispersos los resultados individuales de las variables.

De acuerdo con los resultados de la tabla 4, se logra observar que la tasa de dividendos tiene como valor mínimo para la repartición de utilidades 0,0000042 y como máximo 0.9985, lo que sigue mostrando que los datos son dispersos, pero del mismo modo indica que las empresas

tomadas en cuenta reparten utilidades, bien sea por un valor poco significativo o uno muy considerable. Respecto a la variable ROE y flujo operativo del flujo de efectivo, representan en su mínimo valores negativos de -97.49 y -57.59, respectivamente; la ROA presenta en su mínimo un valor de 0.009 y un máximo de 163.32, lo que indica que las empresas generan rentabilidades muy bajas respecto a sus activos, pero también hay otras que “sacan la cara” y sobresalen respecto a esta generación. Finalmente, el endeudamiento muestra un resultado máximo de 80.45 y el tamaño empresarial de 21.35.

A continuación se presenta en la tabla 5 con la matriz de correlación que muestra la relación existente entre todas las variables empleadas en la investigación.

Para este caso, se afirma que la tasa de dividendos tiene una correlación significativa con la ROE, débil con endeudamiento y muy débil con la ROA y el flujo de caja. La ROA tiene correlación fuerte con el flujo operativo del flujo de efectivo, significativa con el endeudamiento, moderada con la ROA y nula con el tamaño empresarial. La ROE presenta correlación muy

Tabla 5. Matriz de correlación.

Variable	P_DIV	ROA	ROE	FCL	EAO	END	TAM
ROA	0.238	1.0000					
	0.1587						
ROE	-0.0057***	0.5287	1.0000				
	0.7370						
FCL	0.0331**	0.9015	0.1791	1.0000			
	0.0494						
EAO	0.0318**	0.8980	0.1690	0.9997	1.0000		
	0.589						
END	0.0144**	0.7772	-0.0048***	0.9327	0.9385	1.0000	
	0.3933						
TAM	-0.1214***	-0.1694	-0.1193	-0.1332	-0.1330	-0.0998	1.0000

Nota: *** Nivel de significancia de 99% ** Nivel de significancia de 95%.

Fuente: Elaboración propia.

débil con el flujo de caja y el flujo operativo y nula con el endeudamiento. El FCLO tiene correlación fuerte con el endeudamiento y del mismo modo, el flujo operativo tiene correlación fuerte con el endeudamiento. Finalmente, el tamaño empresarial tiene correlación nula con todas las demás variables.

Los resultados del análisis bivariado permiten inferir que no se presenta autocorrelación, dado que cada observación es independiente de la otra, además porque los datos tomados en cuenta no omiten información que dé lugar a errores.

3.2 Análisis explicativo

La presente sección detalla el análisis explicativo de las relaciones halladas entre la política de

dividendos y las variables de interés y de control.

El primer modelo de regresión incluye las variables rentabilidad de los activos, flujo de caja libre operacional, endeudamiento y tamaño de la empresa para los años 2017 y 2018. Los resultados en la tabla 6 muestran que la liquidez medida como el flujo de caja libre sobre los activos totales y el pago de dividendos se relacionan de manera positiva con un coeficiente de 0.0119 para el primer año y 0.3648 para el segundo. Esta relación es significativa a un nivel de 99% en ambos años, lo que hace alusión a que a mayor cantidad de liquidez que tengan las compañías estas deciden generar un mayor reparto de dividendos, en línea con el resultado hallado por Giriati (2016).

Tabla 6. Modelo 1 (ROA y FCL).

P_DIV	2017				2018			
	Coef.	Std. Err.	P> t		Coef.	Std. Err.	P> t	
ROA	-0.0103	0.0035	0.0030	***	-0.1959	0.0900	0.0300	**
FCL	0.0119	0.0030	0.0000	***	0.3648	0.0601	0.0000	***
NIIF	0.0418	0.0156	0.0070	***	0.0514	0.0169	0.0020	***
END	-0.0391	0.0111	0.0000	***	0.0174	0.0355	0.6250	
TAM	-0.0295	0.0054	0.0000	***	-0.0338	0.0063	0.0000	***
_CONS	1.0005	0.0894	0.0000	***	1.0353	0.1064	0.0000	***

Nota: *** Nivel de significancia de 99%. ** Nivel de significancia de 95%.

Fuente: Elaboración propia.

Por otra parte, la relación presentada entre la rentabilidad de los activos y la tasa de pago de dividendos es negativa, en donde el coeficiente de correlación arroja un valor de -0.0103 para 2017 y -0.1959 para 2018, y significativa para ambos años, donde el valor de p es 0.003 y 0.03, respectivamente, lo que indica que a mayor rentabilidad, los dueños de empresa deciden retener dividendos; esto va en concordancia con lo planteado por Mehta (2012), quien llega a la conclusión de que las empresas que presentan mayor rentabilidad pagan menos dividendos.

La variable endeudamiento se relaciona negativa y significativamente con la tasa de pago de dividendos para el año 2017, con un valor p de 0, lo que reafirma la idea de Gomes Almeida *et al.* (2015) de que a mayor deuda tenga una compañía, esta prefiere no repartir utilidades. Sin embargo, para el año 2018 esta variable no entra en el nivel de significancia como para ser tenido en cuenta, debido a que esta es inferior a los niveles establecidos. El tamaño de la empresa, medido como el logaritmo natural de los activos para ambos años, refleja una relación negativa y significativa,

con un nivel de significancia de 100%, lo cual confirma para este estudio lo planteado por Jabbouri (2016) y Gomes Almeida *et al.* (2015) de que cuanto más grandes sean las compañías, estas prefieren no pagar dividendos para tomar otro tipo de decisiones como la inversión.

La tabla 7 muestra que el valor p es menor que 0.01 para todas las variables, con excepción de las variables roe y endeudamiento para el año 2018, lo que significa que el segundo modelo en general es significativo. Para este segundo modelo se tomaron dos variables diferentes que son el flujo operativo del flujo de efectivo (EAO) y el rendimiento del capital (ROE), las cuales miden la liquidez y la rentabilidad, respectivamente. En ambos modelos se aplicó la prueba de homocedasticidad, encontrando valores p superiores a 0.05 (p = 0.0637), con lo cual se corrobora que los estimadores de la regresión son válidos. Esto se determinó mediante la prueba de White en el software econométrico Stata.

Los resultados del presente estudio mostraron un coeficiente de correlación negativo para el ROE y el pago de dividendos en ambos

años, lo que muestra una relación inversa entre estas dos variables e indica que cuanto mayor sea la rentabilidad que genera el patrimonio en una compañía, menores serán los dividendos pagados, en línea con el planteamiento de Ahmed (2015). Este resultado lleva a pensar la rentabilidad desde otras perspectivas, donde se ve más como un medio o una oportunidad de crecimiento a largo plazo y no como un medio de explotación.

El flujo de caja operativo (EAO), por su parte, arroja un nivel de significancia de 99%, lo que indica que esta variable influye de manera determinante en el pago de dividendos y de manera positiva según el coeficiente de correlación hallado, el cual es 0.008 para 2017 y 0.2584 para 2018. Neves *et al.* (2020) hallaron un resultado que va en línea con lo aquí planteado. Esto significa que en las organizaciones donde se obtuvo mayor EAO, hubo un mayor pago de dividendos.

Tabla 7. Modelo 2 (ROE y EAO).

P_DIV	2017				2018			
	Coef.	Std. Err.	P> t		Coef.	Std.Err.	P> t	
ROE	-0.0039	0.0015	0.010	***	0.0055	0.0036	0.125	
EAO	0.0080	0.0022	0.000	***	0.2584	0.0486	0.000	***
NIIF	0.0411	0.0156	0.008	***	0.0498	0.0169	0.003	***
END	-0.0428	0.0125	0.001	***	0.0115	0.0353	0.745	
TAM	-0.0291	0.0054	0.000	***	0.0339	0.0063	0.000	***
_CONS	0.9962	0.0896	0.000	***	1.0221	0.1050	0.000	***

Nota: *** Nivel de significancia de 99%. ** Nivel de significancia de 95%.

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 8. Resumen de hipótesis.

	Variable	Variable de interés	Política de dividendos
H1	Liquidez	FCL	Cumple
		EAO	Cumple
H2	Rentabilidad	ROA	Cumple
		ROE	Cumple

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla 8 se observa que se cumplen satisfactoriamente las hipótesis planteadas, evidenciándose que prima el pago de dividendos cuando la empresa cuenta con efectivo, ya que, cuanto más liquidez se tenga, mayor será el reparto de dividendos, y de esta manera las empresas logran ser más atractivas para los futuros inversionistas, siendo el interés principal para los mismos percibir el rendimiento prometido a través del pago de dividendos. Por otro lado, se comprueba que al generarse mayor rentabilidad las empresas toman la decisión de retener las utilidades y no distribuir dividendos, demostrando que para algunas empresas toma mayor relevancia la financiación que se puede dar con esta decisión, viéndose como una forma de generar valor a la empresa al estar financiada con sus propios recursos y al no presentar un alto nivel de endeudamiento, demostrándose también que el tamaño de la empresa afecta negativamente la política de dividendos y puede orientarse en la misma perspectiva en la que marcha la rentabilidad al preferir apropiarse de las utilidades teniendo una visión más futurista sobre el devenir financiero de la empresa.

4. CONCLUSIONES

La distribución de utilidades o política de dividendos es dentro de las organizaciones un tema bastante crucial, puesto que a partir de esta se brinda una retribución al socio (Lozano, 2019). Para los inversionistas, el importe recibido es considerado el atractivo principal (Pérez Artica, 2011); por tanto, en el estudio presentado se abordó el análisis de los determinantes de la política de dividendos de las empresas colombianas no cotizadas que fueron incluidas en la muestra, considerando que hoy día tener en cuenta indicadores y variables que muestren una posible tasa de reparto marca la diferencia respecto a lo que concierne al proceso de creación de valor empresarial.

Los resultados del estudio indican que las empresas que poseen mayor liquidez son las que tienen mayor posibilidad de retribuir a los dueños del capital, y aquellas que tienen mayor rentabilidad buscan mantener sus utilidades a flote, con lo cual las empresas tienen mejores herramientas para la toma de decisiones acerca de los dividendos. Estos resultados ayudan a las compañías a orientar su gestión financiera empresarial en sintonía con las decisiones operativas, de inversión y

financiación planteadas por Mascareñas (1999).

Este estudio brinda elementos de decisión en el campo de las finanzas corporativas y abre campo a futuras investigaciones en Colombia, ya que el trabajo tiene como tema principal un tópico poco explorado en esta economía emergente para empresas no cotizadas. Además, suministra elementos útiles al ejercicio profesional y a la práctica contable y financiera, ya que a partir de la perspectiva aquí descrita se consolida una orientación y un soporte teórico de lo que determina la política de dividendos en empresas que no son de interés público. Otro aspecto relevante que permite destacar este trabajo es la relación constante entre la contabilidad y las finanzas para el entendimiento de las decisiones corporativas que trascienden aspectos regulados de carácter eminentemente contable. Es así como este trabajo amplía el conocimiento mediante evidencia empírica para empresas no cotizadas en Colombia y estimula a los académicos al estudio de relaciones entre la contabilidad y las finanzas.

Para finalizar, es pertinente mencionar la importancia que tiene la presencia de una política de dividendos establecida adecuadamente dentro de las empresas, y más en las empresas que no cotizan, ya que tener una política bien diseñada que persiga los intereses comunes respalda no solo los nuevos inversionistas, sino que le permite a la empresa tener una mejor estructuración económica. Además se debe analizar e implementar la política de dividendos acorde con las necesidades que presente la empresa, recordando que existen políticas que están enfocadas en ser llamativas para los inversionistas, otras que protegen la continuidad de la sociedad a través de la continua inversión y aquellas que buscan conservar el equilibrio entre inversionistas y la empresa. En este sentido, este artículo de investigación abre la puerta a futuras investigaciones que estudien la política de dividendos, las demás decisiones financieras y su vinculación con las distintas partes de interés.

REFERENCIAS

- Afza, T., & Mirza, H. H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210. <https://doi.org/10.5539/ibr.v3n3p210>

- Ahmed, I. E. (2015). Liquidity, Profitability and the Dividends Payout Policy. *World Review of Business Research*, 5(October).
- Arimany, S. N.; Gutiérrez, E. S.; Moya, & Viladecans, R. C. (2015). Utilidad del Estado de Flujos de Efectivo para el análisis empresarial. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 20, 195–217. https://accid.org/wp-content/uploads/2018/11/UTILIDAD_DEL_ESTADO_DE_FLUJOS_DE_EFECTIVO.pdf
- Balachandran, B.; Krishnamurti, C.; Theobald, M. F., & Vidanapathirana, B. (2011). Dividend Reductions and Signalling in an Imputation Environment. *SSRN Electronic Journal*, 61, 1–36. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1331300>
- Bonmatí, M. J. (2016). Rentabilidad y apalancamiento financiero. *Cont4bl3*, 58, 31–34. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/7520658.pdf>
- Borges, A. F. I. A.; Romeiro, G. Y., & Lucas, S. J. (2018). Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8, 4-23.
- Borges, F. C. A.; Peixoto, F. M., & Lima E Alves, D. (2015). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 26(68), 167-180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
- Cabrera, B. C.; Fuentes, Z. M., & Cerezo, S. G. (2017). La gestión financiera aplicada a las organizaciones. *Dominio de Las Ciencias*, 3(4), 220-231. <https://doi.org/10.23857/dom.cien.pocaip.2017.3.4.oct.220-232>
- Cantero, C. H., y Leyva, C. E. (2016). La rentabilidad económica, un factor para alcanzar la eficiencia empresarial. *Ciencias Holguín*, 22(4), 1–17.
- Correa, G. J. A. (2007). El Ebitda y el flujo de caja libre -FCL- y su aplicación en la gestión financiera empresarial. *Revista Internacional Legis de Contabilidad y Auditoría*, 32, 159-181.
- De La Hoz Suárez, B.; Ferrer, M. A., y De La Hoz Suárez, A. (2008). *Revista de Ciencias Sociales* 14, (1). Instituto de Investigación, Universidad del Zulia (LUZ), Maracaibo, Venezuela. http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1315-95182008000100008&lng=es&nrm=iso&tlng=es
- Deng, L.; Li, S.; Liao, M., & Wu, W. (2013). Dividends, investment and cash flow uncertainty: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27(10), 112-124. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.09.005>
- Denis, D. J., & McConell, J. J. (2018). Política de dividendos. *Journal of Chemical Information and Modeling*. https://doi.org/https://aplicacionesbiblioteca.udea.edu.co:2399/10.1057/978-1-349-95189-5_234
- Díaz, C. J. A. (2019). ¿Es la percepción de dividendos un factor a tener en cuenta para el inversor en acciones de renta variable? 19-28.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Homogeneous Groups and the Testing of Economic Hypotheses. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4(5), 581-602. <https://doi.org/10.2307/2330115>
- Ezell, M. E., & Land, K. C. (2005). Ordinary Least Squares (OLS). *Encyclopedia of Social Measurement*, 2, 943-950. <https://doi.org/10.1016/B0-12-369398-5/00171-7>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Forecasting profitability and earnings. *Journal of Business*, 73(2), 161–175. <https://doi.org/10.1086/209638>
- Flores, R. L. (2001). Reflexiones en la toma de decisiones financieras. *Páginas: Revista Académica e Institucional de La UCPR*, 59, 4.
- Francis, J.; Schiper, K., & Vincent, L. (2002). Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights are Separated from Voting Rights Jennifer Francis. *NASPA Journal*, 42(4), 1.
- García, D. J. L.; Chagolla, I. H., & Noriega, D. S. (2006). Efectos de la colinealidad en el modelado de regresión y su solución. *Culcyt*, 16, 23-34.
- García, G. M. del C., & López, L. J. de J. (2016). *La política de dividendos como fuente de información y financiamiento*. 8(3), 6-10.
- Gill, A.; Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3(1), 8–14. <https://doi.org/10.2174/1874915101003010008>

- Girati (2016). Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior and Firm's Value: (A Study About Agency Theory). *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 248-254. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.013>
- Gomes, A. L. A.; Texeira, P. E., & Oliveira, T. F. (2015). Determinants of Dividend Policy: evidence from Portugal. *Review of Business Management*, 17(54), 701-719. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54>
- González, M. V., & Moneta, P. A. M. (2017). Predicción de la distribución de dividendos en Argentina empleando un modelo lineal generalizado mixto. *Ciencias Económicas*, 2, 9-20. <https://doi.org/10.14409/rce.v2i0.6430>
- Griffin, C. H. (2010). Liquidity and Dividend Policy: International Evidence. *International Business Research*, 3(3), 3. <https://doi.org/10.5539/ibr.v3n3p3>
- Gunawan, F. S., & Tobing, W. R. L. (2018). The Effect of Profitability Liquidity and Investment Opportunities on Dividend Policy. *South East Asia Journal of Contemporary Business Economics and Law*, 15(5), 189-195.
- Gutiérrez, M.; Yañez, M., & Umaña, B. (2012). Análisis de la política de pago de dividendos en empresas chilenas. *Estudios Gerenciales*, 28(123), 27-42. [https://doi.org/10.1016/S0123-5923\(12\)70203-6](https://doi.org/10.1016/S0123-5923(12)70203-6)
- Gutiérrez, U. M., y Sáez, L. M. I. (2014). La política de dividendos de las empresas con accionistas de control. *InDref*, 0(3).
- Hadianto, B., & Sahabuddin, Z. A. (2016). The Impact of Debt Policy, Profitability, and Liquidity on Dividend Policy of the Manufacturing Firms Listed in Indonesia Stock Exchange. *Asian Journal of Management Sciences & Education*, 5(4), 27-41.
- Han, K.; Lee, S., & Suk, D. (1999). Institutional Shareholders and Dividends. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(1), 53-62.
- Harada, K., & Nguyen, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 37(4), 362-379. <https://doi.org/10.1108/03074351111115313>
- Herrera, F. A. G.; Betancourt, G. V. A.; Herrera, F. A. H.; Vega, R. S. R., & Vivanco, G. E. C. (2017). Razones financieras de liquidez en la gestión empresarial para toma de decisiones. *Quipukamayoc*, 24(46), 153. <https://doi.org/10.15381/quipu.v24i46.13249>
- Hunjra, A.; Ijasz, M.; Chani, M.; Hassan, S., & Mustafa, U. (2014). Impact of Dividend Policy, Earning per Share, Return on Equity, Profit after Tax on Stock Prices Ahmed. *International Journal of Economics and Empirical Research*, 2(2014), 109-115.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jensen, G. R.; Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247. <https://doi.org/10.2307/2331370>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Michael. Journal of Financial Economics* 3, 72(10), 305-360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>
- Jiménez, N. S. (2008). La política de dividendos y la rentabilidad de los negocios. *Industrial Data*, 11(1), 029-036. <http://revistasinvestigacion.unmsm.edu.pe/index.php/idata/article/view/6029>
- John, K., & Knyazeva, A. (2006). Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.841064>
- Kania, S. L., & Bacon, F. W. (2005). What Factors Motivate the Corporate Dividend Decision? *ASBBS E-Journal*, 1, 97-107.
- Kumar, B. R., & Waheed, K. A. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from GCC Market. *Accounting and Finance Research*, 4(1), 17-29. <https://doi.org/10.5430/afr.v4n1p17>
- Kuzucu, N. (2015). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management*, 10(11), 149. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v10n11p149>

- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lozano, P., J. L. (2019). *La política de dividendos de las empresas cotizadas españolas: Tendencias recientes*.
- Mascareñas, J. (1999). Introducción a las Finanzas Corporativas. In *Introducción a las Finanzas Corporativas* (1-21).
- Mascareñas, J. (2011). *La Política de Dividendos*. 1.
- Mehta, A. (2012). An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies. *Global Review of Accounting and Finance*, 3(1), 18-31.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Morillo, M. (2001). Rentabilidad Financiera y Reducción de Costos. *Actualidad Contable Faces*, 4(4), 35-48.
- Neves, M. E. D.; Cunha, M. M., & Vilas, J. (2020). Determinants of dividends in the telecommunications sector. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 22(3), 669-685. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i3.4069>
- Palenzuela, V. A. (1986). Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 1, 257-274.
- Patra, T.; Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079-1087. <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.639734>
- Pérez, A. R. (2011). Atesoramiento de liquidez en grandes empresas: una discusión teórica. *Ciencias Económicas*, 29(2), 449-462.
- Rodríguez, A., & Venegas, F. (2012). Liquidez y apalancamiento de la banca comercial en México.
- Rodríguez, S. J., & López, I. F. (1999). La decisión de dividendos en la empresa española: un contraste de teorías alternativas. *Cuadernos de Economía y Dirección de La Empresa*, 3, 29-44.
- San Martín Reyna, J. M. (2017). Estructura de propiedad y su efecto en la política de dividendos en el contexto mexicano. *Contaduría y Administración*, 62(4), 1199-1213. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.006>
- Sutrisno, & Panuntun, B. (2020). Profitability and Liquidity on Corporate Value Through Dividend Policy as Intervening Variable: Empirical Study on Islamic Capital Market. *Buletin Studi Ekonomi*, 25(2), 249. <https://doi.org/10.24843/bse.2020.v25.i02.p05>
- Tovar-Posso, M., & Muñoz-Martínez, I. T. (2018). Metodología para valoración financiera de PYMES colombianas utilizando flujos de efectivo. *Civilizar*, 18(35), 139-162. <https://doi.org/10.22518/usergioa/jour/ccsh/2018.2/a11>
- Vancin, D. F., & Kirch, G. (2020). Profit distribution and regulation: the impact of mandatory dividend in corporate internal funding. *Revista Contabilidade & Finanças*, 1-18. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201910000>
- Verónica, M.; Coral, C.; Melanie, K., & Castro, P. (2017). Modelo Explicativo de la Rentabilidad Financiera del sector agroindustrial. Explanatory Model of Financial Profitability in the Agroindustrial Sector. *X-Pedientes Económicos*, 1(1), 6-16.
- Yeo, H. J. (2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry. *Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), 113-118. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2018.06.007>

