



Universidad Nacional Mayor de San Marcos

Universidad del Perú. Decana de América
Dirección General de Estudios de Posgrado
Facultad de Ciencias Económicas
Unidad de Posgrado

Impacto del gobierno corporativo en la variabilidad del valor de las empresas, caso Perú: 2010 – 2018

TESIS

Para optar el Grado Académico de Doctora en Gestión Económica
Global

AUTOR

Ivana Rosa Georgina BUSTAMANTE CORREA

ASESOR

Dr. Víctor Manuel GIUDICE BACA

Lima, Perú

2022



Reconocimiento - No Comercial - Compartir Igual - Sin restricciones adicionales

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Usted puede distribuir, remezclar, retocar, y crear a partir del documento original de modo no comercial, siempre y cuando se dé crédito al autor del documento y se licencien las nuevas creaciones bajo las mismas condiciones. No se permite aplicar términos legales o medidas tecnológicas que restrinjan legalmente a otros a hacer cualquier cosa que permita esta licencia.

Referencia bibliográfica

Bustamante, I. (2022). *Impacto del gobierno corporativo en la variabilidad del valor de las empresas, caso Perú: 2010 – 2018*. [Tesis de doctorado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Ciencias Económicas, Unidad de Posgrado]. Repositorio institucional Cybertesis UNMSM.

Metadatos complementarios

Datos de autor	
Nombres y apellidos	Ivana Rosa Georgina BustamanteCorrea
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	08737178
URL de ORCID	https://orcid.org/0000-0002-7554-186X
Datos de asesor	
Nombres y apellidos	Víctor Manuel Giudice Baca
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	08009456
URL de ORCID	https://orcid.org/0000-0001-8495-0617
Datos del jurado	
Presidente del jurado	
Nombres y apellidos	Jhon Valdiglesias Oviedo
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	40580712
Miembro del jurado 1	
Nombres y apellidos	Javier Pedro Hidalgo Mejía
Tipo de documento:	DNI
Número de documento de identidad:	32387892
Miembro del jurado 2	
Nombres y apellidos:	Jorge Guillermo Osorio Vaccaro
Tipo de documento:	DNI
Número de documento de identidad:	08805818
Miembro del jurado 3	
Nombres y apellidos:	Raúl Alberto Rengifo Lozano
Tipo de documento:	DNI
Número de documento de identidad:	07537379
Datos de investigación	

Línea de investigación	3.2. F.1.4. Investigación ex post facto sobre hechos cumplidos.
Grupo de investigación	Análisis y Gestión Económico-Financiera: AYGEF
Agencia de financiamiento	Sin financiamiento
Ubicación geográfica de la investigación	País: Perú Departamento: Lima Provincia: Lima Distrito: Lima Lugar: UNMSM: 12°03'05" Latitud Sur. 77°04'56" Longitud Oeste.
Año o rango de años en que se realizó la investigación	2010-2018
URL de disciplinas OCDE	https://purl.org/pe-repo/ocde/ford#5.02.01



Universidad Nacional Mayor de San Marcos
Universidad del Perú. Decana de América
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

ACTA PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE DOCTORA EN GESTIÓN ECONÓMICA GLOBAL

En la ciudad de Lima al primer día del mes febrero del dos mil veintidós a la 17:00 horas, reunidos en la Sala Virtual a través de la Plataforma Google Meet meet.google.com/yqp-umny-djv FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS DE LA UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS, ante el Jurado Examinador designado mediante Dictamen N°000043-2022-UPG-VDIP-FCE/UNMSM, presidido por el profesor:

Dr. JHON VALDIGLESIAS OVIEDO

e integrado por los miembros: Dr. Víctor Manuel Giudice Baca, Dr. Javier Pedro Hidalgo Mejía, Dr. Jorge Guillermo Osorio Vaccaro y Dr. Raul Alberto Rengifo Lozano. El Presidente del Jurado Examinador dio lectura al legajo correspondiente e invitó a Doña **Ivana Rosa Georgina Bustamante Correa**, a efectuar la exposición oral de su tesis titulada **“IMPACTO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA VARIABILIDAD DEL VALOR DE LAS EMPRESAS, CASO PERÚ: 2010 - 2018”**, presentada para optar el Grado Académico de Doctora en Gestión Económica Global en aplicación al Reglamento General de Estudios de Posgrado de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, aprobado por la Resolución Rectoral N°00301-R-09 y la Directiva para la sustentación virtual de tesis de posgrado en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, aprobado por la Resolución Rectoral N°01357-R-20.

Terminada la exposición de la Candidata a Doctora en Gestión Económica Global, los Miembros del Jurado Examinador procedieron a formular sus preguntas, las cuales fueron respondidas adecuadamente por la graduanda.

A continuación, el Jurado Examinador entró en deliberación y evaluación de la Tesis en sí y de la sustentación de la misma, encontrándose que la Candidata a Doctora en Gestión Económica Global, ha obtenido la siguiente calificación:

15 (QUINCE) BUENO

El presidente del Jurado Examinador, de conformidad con el Reglamento para el Otorgamiento del Grado Académico de Doctora, hizo conocer a la graduanda su aprobación, recomendando que la Facultad de Ciencias Económicas proponga a la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, que se le otorgue el Grado Académico de Doctora en Gestión Económica Global.

En fe de lo cual firman la presente acta.

Dr. JHON VALDIGLESIAS OVIEDO
PRESIDENTE

Dr. JAVIER PEDRO HIDALGO MEJÍA
MIEMBRO

Dr. VÍCTOR MANUEL GIUDICE BACA
ASESOR

Dr. JORGE GUILLERMO OSORIO VACCARO
MIEMBRO

Dr. RAÚL ALBERTO RENGIFO LOZANO
MIEMBRO



Universidad Nacional Mayor de San Marcos

Universidad del Perú. Decana de América

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

“Año del Fortalecimiento de la Soberanía Nacional”

INFORME DE EVALUACIÓN DE ORIGINALIDAD

1. Facultad de Ciencias Económicas.
2. Unidad de Posgrado.
3. Director de la Unidad de Posgrado.
4. Dr. Jhon Valdiglesias Oviedo.
5. Bach. Lidia Meza Camac.
6. Tesis: **“IMPACTO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA VARIABILIDAD DEL VALOR DE LAS EMPRESAS, CASO PERÚ: 2010 - 2018”**.
7. Tesista: Ivana Rosa Georgina Bustamante Correa.
8. Fecha recepción documento: 05/01/2022.
9. Fecha de aplicación del programa: 06/01/2022.
10. Turnitin.
11. Configuración del programa.
 - Excluir material bibliográfico.
 - Excluir material citado.
 - Excluir fuentes pequeñas N° palabras: 40.
12. Nueve por ciento de índice de similitud - 9% Índice de similitud.
13. Fuentes de originales de las similitudes encontradas.

• www.ifc.org	1%
• es.wikipedia.org	1%
• www.raco.cat	1%
• dspace.puet.edu.ua	1%
• idoc.pub	1%
• www.ijtef.org	1%
• tesis.ipn.mx	<1%
• getquipu.com	<1%
• eumed.net	<1%
• www.pucp.edu.pe	<1%
• www.contabilidad.tk	<1%
• hdl.handle.net	<1%
• ri.ues.edu.sv	<1%
• www.coursehero.com	<1%
• economia.unmsm.edu.pe	<1%
• www.uv.mx	<1%
• revistasinvestigacion.unmsm.edu.pe	<1%
• pt.slideshare.net	<1%
• digilib.k.utb.cz	<1%
• www.uaeh.edu.mx	<1%
• uploads.strikinglycdn.com	<1%
• www.ey.com	<1%
14. Observaciones.
 - No tiene observaciones.
15. Calificación de originalidad.
 - El documento cumple los criterios de originalidad, sin observaciones.
16. Fecha del informe: 06/01/2022.



UNMSM

Firmado digitalmente por
VALDIGLESIAS OVIEDO Jhon FAU
20148092282 soft
Motivo: Soy el autor del documento
Fecha: 06.01.2022 16:52:55 -05:00

Dr. JHON VALDIGLESIAS OVIEDO

Director de la Unidad de Posgrado

Facultad de Ciencias Económicas

DEDICATORIA

A Dios, por ser nuestro creador, luz y guía.

A la memoria de mis amados Padres: Irma y Manuel, por siempre inspirarme a ser mejor cada día, con principios y valores de integridad.

A mis hermanas: Ita y Cidalia, por su valioso e incondicional apoyo para seguir adelante en este maravilloso propósito de investigación

A mis queridos amigos y colegas del Doctorado por sus valiosos aportes y sugerencias en el logro de esta investigación.

AGRADECIMIENTO

Para todos y cada uno de los Profesores de la Unidad de Postgrado (UPG) de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, quienes gracias a sus conocimientos aportaron significativamente con sabias sugerencias y precisiones en el proceso de elaboración de esta tesis para el Doctorado en Gestión Económica Global.

A los compañeros del doctorado, Dr. Cesar Monterroso, Dr. Igor Chong, Dr. Edwin Nahuamel y de manera muy especial al Dr. Jesús Chávez Villarroel y a mi Asesor de Tesis Doctoral el Dr. Victor Manuel Giudice Baca.

A los colegas profesionales y expertos en el tema, pertenecientes a diversas instituciones públicas y privadas. Muchas gracias por haber compartido conmigo sus experiencias, interpretaciones, propuestas de mejora y por el apoyo en la realización de esta investigación. Esto ha significado un reto muy estimulante en donde descubrí nuevos conocimientos de diferentes áreas relacionadas con el tema de esta tesis.

De igual modo al valioso apoyo administrativo del personal de la UPG Economía de la UNMSM y de manera muy especial a la Sra Lidia Meza Camac.

Muchas gracias a todos.

ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	10
1.1 Situación Problemática.....	10
1.2 Formulación del Problema.....	12
1.3 Justificación del Problema.....	13
1.4 Justificación Práctica.....	14
1.5 Objetivos.....	15
1.5.1 Objetivo General.....	15
1.5.2 Objetivos Específicos.....	15
CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO.....	16
2.1 Marco Filosófico o Epistemológico de la Investigación.....	16
2.2 Antecedentes de la Investigación.....	23
2.3 Bases Teóricas.....	33
2.4 Hipótesis General	54
2.5. Hipótesis Específicas	54
CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA.....	55
CAPÍTULO 4: RESULTADOS Y DISCUSIÓN.....	79
4.1 Análisis, interpretación y discusión de resultados.....	79
4.2 Pruebas de Hipótesis.....	80
4.2.1 Hipótesis General.....	81
4.2.2 Hipótesis Específicas.....	95
4.3 Presentación de Resultados.....	99
CONCLUSIONES.....	104
RECOMENDACIONES	107
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	108
ANEXOS	111

Total, páginas: 125.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: Principales objetivos del Gobierno Corporativo.....	13
FIGURA 2: Modelo Propuesto de Gobierno Corporativo.....	22
FIGURA 3: Pilares del Buen Gobierno Corporativo.....	30
FIGURA 4: Alcances principales de la Teoría de la Agencia.....	33
FIGURA 5: Principales implicaciones de la Teoría de la Agencia.....	35
FIGURA 6: Principales Temas de las Juntas Directivas en Porcentajes	39
FIGURA 7: The Behavioral Model, used to inform the design of a personal Finance Management Tool	45
FIGURA 8: The Five (05) Broad Corporate Governance Categories	76
FIGURA 9: Índice Gobierno Corporativo (IGC) por Sectores 2010-2018	82
FIGURA 10: QTobin por Sectores 2010 – 2018	83
FIGURA 11: ROA por Sectores 2010 al 2018	84
FIGURA 12: ROE por Sectores 2010 al 2018.....	86
FIGURA 13: ROI por sectores del 2010 al 2018.....	87
FIGURA 14: Apalancamiento por Sectores del 2010 al 2018	88
FIGURA 15: Liquidez por Sectores del 2010 al 2018	89
FIGURA 16: Ln Size por Sectores del 2010 al 2018	90
FIGURA 17: RELACIÓN: QTobin.vs. IGC por sectores 2010-2018.....	91
FIGURA 18: RELACIÓN: ROA.vs. IGC por sectores 2010-2018.....	92
FIGURA 19: RELACIÓN: ROE.vs. IGC por Sectores del 2010 al 2018.....	93
FIGURA 20: RELACIÓN: ROI.vs. IGC por sectores del 2010 al 2018.....	94
FIGURA 21: Insight, Wisdom, Impact.....	97

LISTA DE TABLAS

TABLA 1: Principales Métodos Tradicionales de Valoración.....	50
TABLA 2: Muestra de las empresas seleccionadas.....	69
TABLA 3: Matriz de Consistencia: “Impacto del Gobierno Corporativo en la variabilidad del Valor de las Empresas. Caso Perú 2010 - 2018”	73
TABLA 4: Variables en estudio	81
TABLAS: 5, 6, 7 y 8 en ANEXO N°9: Resultados en STATA.....	120

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Operacionalización de las variables.....	64
---	----

RESUMEN

La presente Tesis demuestra en qué medida la performance del gobierno corporativo impacta, causa o muestra alguna relación con el valor de las empresas bursátiles en el Perú del 2010 al 2018. Para esta investigación se estudiaron y analizaron los Estados Financieros y Memorias de diez empresas bursátiles que, en el período mencionado, se registraron en la Superintendencia del Mercado de Valores del Perú. El objetivo de este trabajo es analizar cómo impacta el valor del mercado (Gobierno Corporativo) en el valor de las empresas (Ratios Financieros), Para ello, se ha tomado en cuenta que, para este caso en particular, la palabra “Impacto” toma la acepción de efecto o causas de aplicar gobierno corporativo en las empresas en donde prevalecen las ratios financieras, y descuidan la ética, equidad y sostenibilidad de los proyectos.

En el presente estudio se hizo uso del método mixto hipotético – deductivo y los métodos cuantitativos ya que esta investigación hace uso de datos matemáticos y estadísticos, como el uso del panel de datos con las métricas de relaciones e influencias.

Para comprobar su cumplimiento se seleccionaron las siguientes variables:

- **Financieras:** mayormente son las variables dependientes como: QTobin, ROA, ROE, ROI. Siendo las de control: apalancamiento, liquidez y tamaño.
- **Gestión Corporativa:** variables independientes como: Outsiders, Board Size, Comités, Accionistas y la elaboración especial de un Índice de Gobierno Corporativo para este caso en particular.
- **Encuestas:** que miden no solo el cumplimiento de los principios de Gobierno Corporativo, sino que también incluyan respuestas tanto dicotómicas (sí ó no), como aquellas que permitan elaborar métricas de eficiencia con rangos de cumplimiento, para mejorar la gestión de las empresas y así posicionarlas mejor, sea en el mercado local o internacional.

Palabras claves: gobierno corporativo, Q de Tobin, transparencia, directorio, teoría de la agencia, variables financieras.

ABSTRACT

The present research has proposed through the specification of a model to test the consistency of the objective of creating value firm applying corporate governance considering several variables, analyzing ten firms listed in the Stock Exchange of Lima, which also comply with corporate governance in Peru. The most important variables in this research are related to the financial ratios plus Tobin's Q. This paper seeks to investigate the relationship between corporate governance's performance and firm's performance of Peruvian firms 2010 - 2018.

The performance of corporate governance is analyzed through Tobin's Q, while performance of the firm is measured by return on several financial ratios and another corporate governance variable. Corporate Governance is a set of processes, customs, policies, laws affecting the way of a firm is directed or controlled, ensuring its transparency and sustainability.

The objective of a firm's shareholders is the return on their investment, managers are likely to have other goals, prestige of running a powerful organization and position market. In this situation, managers superior access to inside information and the relatively powerless position of the numerous and dispersed shareholders, mean that managers are likely to have the upper hand (Fama and Jensen, 1983).

The objective is to investigate the relationships between firm-level corporate governance and their performance Lima Stock Exchange through Tobin's Q, and several financial ratios with their variables i.e., Leverage, Board Size, Liquidity, ROA, ROE; ROI, etc. The sample of these companies studied is in the Financial Sector of the Peruvian economy, listed its shares on the Lima Stock Exchange.

Key words: Corporate Governance, value firm, regression model, data panel, financial ratios, Tobin's Q, performance governance.

Classification JEL: C01, G34, M

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

1.1 Situación problemática

DIAGNÓSTICO: Actualmente se exige la aplicación de los principios de Gobierno Corporativo (GC) en las organizaciones, esto para evitar futuras crisis en el mercado financiero global como la del 2008 en donde empresas como Enron, Parmalat, Lehman - Brothers, Arthur Andersen, entre otras, se declararon en bancarrota. En ese sentido, la presente tesis estudia el impacto o causas de aplicar los principios del GC en el entorno financiero de algunas empresas bursátiles peruanas.

PRONÓSTICO: Pese a que se han realizado estudios similares en otros países respecto a la relación entre los principios del GC y sus efectos en las empresas, no se ha encontrado una relación estándar ni por país ni por sectores de la economía. Por ello, para el caso peruano, dada la dimensión de nuestro mercado bursátil, se intenta comprobar la existencia de alguna relación positiva.

CONTROL AL PRONÓSTICO DEL PROBLEMA: Se han establecido algunas variables de control financiero como apalancamiento, liquidez y tamaño de la empresa, los cuales son identificados como ratios financieras que permiten afrontar cualquier impase financiero de las empresas a corto o mediano plazo.

SINTOMAS relacionados con las Variables Dependientes: Se observó que las variables financieras más usadas en las empresas peruanas para efectos de su propia valoración en el mercado local son las siguientes: QTobin, ROA, ROE, ROI, pues son las que reportan mayor valoración para los Accionistas

CAUSAS QUE LA GENERAN Variables Independientes: Debido a que el GC tiene cinco (05) pilares fundamentales de aplicación, se optó por identificar variables propias del GC como: Outsiders, Board Size, Comités, Accionistas, IGC, para explicar si estas impactan positivamente en el valor de las empresas

PRESUNCIÓN DEL PROBLEMA: En base a las evidencias de otros mercados, se presume que el problema radica en las diferencias de las prioridades sectoriales, por lo que habría que adaptar los principios de gobierno corporativo para cada país y/o sector de la economía.

CONTROL DEL PROBLEMA Y ALTERNATIVAS DE SOLUCIÓN: Si no existiera ninguna relación del GC con el valor de las empresas peruanas, se tendría que reformular la relevancia de la aplicación de los treinta y un principios de GC en Perú, identificando y priorizando solo aquellos principios de GC que tengan mayor incidencia, relación, causa directa o causa indirecta con las ratios financieras, y según el sector de la economía peruana

FUENTES: Desde fines del siglo pasado la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), viene publicando algunos principios de GC, y tras la crisis internacional del 2008, este tema adquirió más importancia en el mercado financiero y empresarial global. En esta tesis se analiza, si es que la aplicación de GC en las empresas de la muestra, que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), tiene algún impacto o causa en el valor de las empresas peruanas durante el período del 2010 al 2018. En las siguientes líneas se mencionan algunas fuentes a las que se ha consultado:

- i) **Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL).** Han establecido un Indicador de Buen GC (IBGC) y lo han presentando a las empresas que participan o forman parte del indicador de buen GC en el Perú.
- ii) **Consultora E&Y:** Consultora que realiza encuestas anuales de cumplimiento de los 31 principios de GC, los cuales son publicados en “La Voz del Mercado.” Se trata de encuestas con respuestas dicotómicas, es decir, si o no.
- iii) **BVL:** exige que las empresas muestren buen grado de Liquidez.

1.2 Formulación del problema

Desde el 2008 la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) ha establecido el Gobierno Corporativo (GC) de la OCDE en el Perú, y desde entonces se ha venido aplicando en el territorio peruano. En un primer momento se aplicaron 26 principios, pero luego tras la evolución del mercado global, se ampliaron a 31 principios. En el mundo y en la región se han realizado muchos estudios sobre el GC tratando de relacionarlo con algunas métricas financieras, pero no se han encontrado resultados positivos, así como tampoco se ha encontrado ninguna métrica estándar de aplicación para el caso peruano.

Por ello, la presente tesis pretende analizar el impacto del GC en el valor de algunas empresas bursátiles de la BVL, para ver si realmente el GC tiene alguna causalidad directa o indirecta con el valor de las empresas, y si es viable aplicarlo al contexto peruano.

1.2.1. Problema General

¿Cómo impacta el Gobierno Corporativo (valor de mercado) en el valor de las empresas (ratios financieras) de la muestra que se investiga?,

1.2.2. Problemas Específicos

- i) La medida del valor de mercado (QTobin)
- ii) La rentabilidad económica ROA = Return on Assets
- iii) La rentabilidad financiera ROE = Return on equity
- iv) El retorno de la inversión: ROI = Return on investment

1.3 Justificación del Problema

Desde el punto de vista teórico, esta tesis se justifica porque existen conceptos filosóficos como la ética y la responsabilidad. Estos conceptos se pueden aplicar bajo un enfoque mixto, es decir, con lo cuantitativo, cualitativo y de gestión, temas importantes para la sostenibilidad de las empresas. En base a ellos se analizan los siguientes aspectos en el presente trabajo:

- Gobierno corporativo (medida del valor de mercado – market value)
- Valor de las empresas (métricas o ratios financieras)

Además, se ha tomado en cuenta los principales objetivos del GC los cuales se muestran en la siguiente figura:

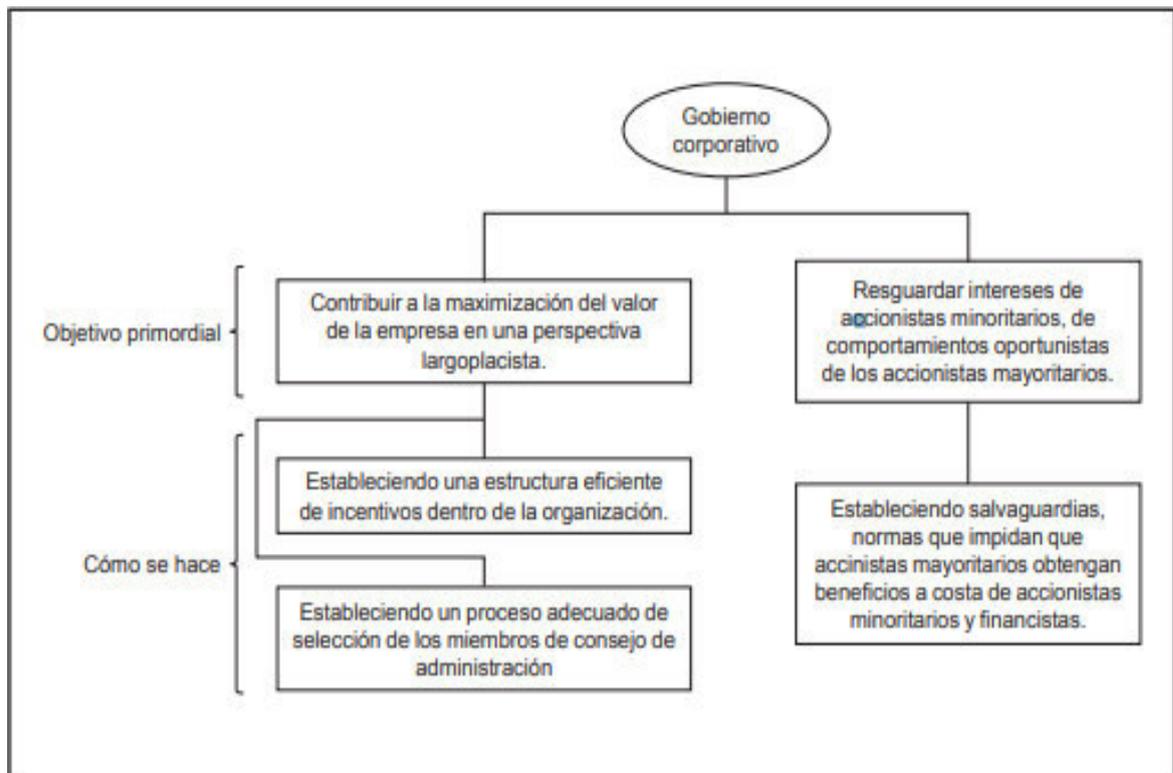


FIGURA 1: Principales objetivos del Gobierno Corporativo

Fuente: El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos* Francisco Aníbal Ganga Contreras** José Ricardo Vera Garnica, diseño basado en Díaz (2003), Schleifer y Vishny (1997) y Parisi et al (2000).

1.4. Justificación Práctica

Desde el punto de vista práctico,

el presente estudio de investigación permitirá aplicar métodos y técnicas para identificar, correlacionar y/o medir los impactos de las variables propuestas.

La utilidad de esta investigación es práctica para los empresarios que se preocupan por su sostenibilidad en el mercado global actual, ya que las conclusiones a las que se llegará, serán aplicables en las empresas y sectores de la economía en diversos países, pues se ha accedido a información relevante no solo financiera sino también de gestión corporativa para la alta dirección, la junta directiva, la gerencia general, el control de gestión, las auditorías, los comités. Con los resultados de la medición del impacto, causa o efectos esperados, los empresarios podrán tomar decisiones acertadas en el momento de crear sus estrategias corporativas de corto, mediano y largo plazo.

Desde el punto de metodológico,

la presente tesis de investigación ha aplicado un conjunto de métodos, cuantitativo, cualitativo, de gestión y de interpretación dentro del marco científico, y con los resultados se podrá confirmar o rechazar la hipótesis planteada.

Se ha combinado diferentes métodos de investigación, de distintas posturas epistemológicas como el positivismo, racionalismo, pragmatismo y hermenéutica, todos ellos aplicables al campo metodológico mediante la data disponible en las entidades del sector financiero peruano. Y se ha creado un Indicador de Gobierno Corporativo (IGC) específico para el mercado peruano, aplicable para varios sectores de la economía peruana (Ver Anexo 6).

1.5. Objetivos

En base a lo expuesto se ha seleccionado a un grupo de empresas del mercado bursátil peruano que cotizan en el mercado de valores de Lima (BVL) del 2010 al 2018, y se propone investigar lo siguiente:

1.5.1. Objetivo general

Medir el Impacto o causalidad directa o indirecta de la Gestión del GC en el Valor de las Empresas para la muestra seleccionada

1.5.2. Objetivos Específicos

1er OBJETIVO ESPECÍFICO:

Medir el impacto o causalidad del GC en la QTobin de las empresas

2do OBJETIVO ESPECÍFICO:

Medir el Impacto o causalidad del GC en el ROA de las empresas

3er OBJETIVO ESPECÍFICO:

Medir el impacto o causalidad del GC en el ROE de las empresas

4to OBJETIVO ESPECÍFICO:

Medir el impacto o causalidad del GC en el ROI de las empresas

CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO

2.1. Marco Filosófico o Epistemológico de la Investigación:

Una de las ramas de la filosofía que estudia los fundamentos y métodos del conocimiento científico es la epistemología y se encarga de darnos las pautas para realizar una buena investigación científica. En este trabajo el marco filosófico o epistemológico se basa en los pasos de la investigación para así llegar a conclusiones confiables, en donde se muestran evidencias reales, objetivas, concretas y confiables relacionadas al presente tema, con la finalidad de obtener un producto final, que viene a ser el conocimiento científico expresado de manera explícita y especializada, todo lo cual es aceptado hasta la fecha.

2.1.1. Gobierno Corporativo en la Valoración de las Empresas

Para la ciencia nada es absoluto ya que todo conocimiento que se descubra o creada en este campo, es refutable, tiene márgenes de error y muchas veces se ajusta a un contexto dado. En esta investigación se parte de un problema económico y de gestión. Se busca dar cuenta del impacto o causalidad del Gobierno Corporativo en la valoración de las empresas de la muestra para el periodo 2010-2018, enmarcado en un problema específico y metodológico de investigación, y para ello se requiere conocimientos nuevos, aplicaciones y prácticas de investigación en la gestión y dirección de las empresas del mundo global y actual.

Como ya se ha mencionado líneas arriba, la epistemología como teoría del conocimiento se encarga de verificar los límites y dar validez a la naturaleza del conocimiento científico. Siguiendo esta línea, esta investigación se contextualiza en el mercado peruano, siguiendo el método **deductivo** ya que se analiza de lo general a lo particular, es decir, se parte del mercado global para poder analizar el mercado peruano.

Se ha empezado por la **Teoría de la Agencia**, y se ha relacionado con las métricas financieras de valoración de empresas, las cuales también están implícitamente relacionadas al riesgo financiero de las empresas. Para lograr este objetivo, se ha propuesto la construcción de un modelo econométrico con panel de datos, que incorpore aquellas variables que permitan la valoración de las empresas con sus principales ratios financieros.

Con todo lo anterior expuesto, se pretende demostrar que se puede encontrar cierta relación o causalidad directa o indirecta entre dichas variables, con la aplicación de los principios de gobierno corporativo y así conocerlo más de cerca.

Se sabe que la economía se circunscribe dentro de las ciencias fácticas que aplica las relaciones de causalidad a la ciencia, de modo tal que permite a los investigadores interpretar mejor la realidad. En este sentido, se puede afirmar que en las ciencias fácticas la teoría es un conocimiento a-priori, o un artilugio lógico, el cual permite llegar al conocimiento científico. Por lo tanto, se entiende que, sin un fundamento teórico no podría haber investigación científica.

La teoría tiene validez cuando se corrobora con la realidad de manera empírica, es decir, el conocimiento a-priori necesita ser comprobado a-posteriori. Por eso, se plantea la siguiente pregunta: ¿Por qué?, y la respuesta es: porque, los supuestos han sido establecidos unilateral y arbitrariamente.

Se ha observado que, si la teoría se contrasta con la realidad, y se encuentran inconsistencias, entonces, esta teoría pierde validez (no se puede aplicar a la realidad). De ser así, se demostraría y/o quedaría evidenciado que la selección arbitraria de sus supuestos ha sido errónea. Por lo tanto, se puede afirmar que, aun cuando una teoría es un sistema lógicamente correcto, puede ser empíricamente falsa.

En términos tradicionales, existen tres fuentes de conocimiento y estas son las siguientes:

- La percepción (reconocido por el empirismo)
- La concepción (reconocido por el racionalismo) y
- La acción (pragmatismo)

Se ha tomado en cuenta a las tres fuentes de conocimiento, cuyos fundamentos filosóficos, están referidos a la corriente de “concepción positivista”, porque las proposiciones formuladas deben ser comprobadas de forma empírica, además, dado que se trata de una investigación interdisciplinaria, se utilizan también los conocimientos de otras áreas que apoyan a la economía, tales como las matemáticas, estadística, economía y econometría.

Con estos conocimientos se puede crear un nuevo modelo de estudio, ya que es posible partir de un conocimiento aplicado a una ciencia básica, de una tecnología a una disciplina científica más amplia, del pensamiento a la práctica y viceversa, todas ellas permiten obtener una retroalimentación epistemológica ya que pasa por lo siguiente:

- De una ciencia aplicada a una ciencia básica,
- De una tecnología a una disciplina científica
- Del pensamiento a la práctica
- De la práctica al pensamiento

De esta manera se establece la ciencia como círculo vicioso, esto significa reconocer la posición **constructivista** de la mano con el positivismo. Debemos tomar en cuenta que el pensamiento filosófico constructivista del conocimiento no se trata de hacer una copia de la realidad, sino que el ser humano a través de sus experiencias previas construye un nuevo concepto.

Por ejemplo, una persona puede basarse en otras teorías para crear una nueva y esta al mismo tiempo puede servir de asidero para otra persona y así sucesivamente.

El constructivismo plantea que todo conocimiento humano es creado o descubierto por el hombre, no es recibido en forma pasiva ni del mundo ni de nadie, es decir, nadie nace sabiendo como funcionó el mundo, significa entonces que, es creado, procesado y construido activamente con la objetividad en si misma, el hombre poco a poco va creando conceptos que le ayudan a comprender mejor el mundo, pues todo conocimiento es uno solo.

Siendo así, se pudo observar que filosófica y epistemológicamente el tema del Gobierno Corporativo tiene sus raíces en la Teoría de la Agencia, aplicado a la Gestión de las Empresas y/o a la Gestión de las Organizaciones con un pensamiento constructivista del conocimiento.

El Tipo y Diseño de la investigación de esta tesis, es no experimental y horizontal. A continuación, se expone cada uno de esos conceptos:

- A. Diseño es **no experimental** o “**ex post-facto**”, porque es una investigación sistemática y empírica, en la cual no se manipuló las variables ni de manera aleatoria. El estudio se hizo a empresas en diferentes contextos, dependiendo del sector de la economía a la cual pertenece cada una. Ejemplos de ello son los estudios de incidencia, como son los resultados de las ratios financieras, de la gestión corporativa, y las encuestas de cumplimiento.
- B. El tipo de investigación es **horizontal** porque se analizaron cambios a través del tiempo en períodos específicos con diseño descriptivo:
 - Es explicativo porque responde a las **causas** de los eventos y explica el por qué y en qué condiciones ocurre el fenómeno, el por qué dos o más variables están relacionadas.
 - Inferencial porque la conclusión es inmediata.

Históricamente se puede decir que a raíz de las grandes bancarrotas a nivel internacional sucedidas alrededor 2000, es que el mercado financiero y mercado bursátil vieron propicio desarrollar o ampliar el concepto de Gobierno Corporativo en las empresas a nivel general y global, con la finalidad de transparentar su información y atraer capitales e inversiones a sus empresas.

Este hecho histórico de la crisis internacional del 2008 provocó crisis de confianza en el sector empresarial, hoy el Gobierno Corporativo ya forma parte del léxico común de muchos profesionales como los economistas, abogados, gestores, financistas, especuladores bursátiles, líderes de opinión, beneficiarios de fondos de pensión, empleados de todas las categorías, funcionarios públicos o privados, ejecutivos al más alto nivel, políticos y hasta primeros ministros.

Las empresas peruanas no han sido ajenas a este hecho por lo que decidieron transparentar su información, cumpliendo con los principios de Gobierno Corporativo, en este sentido, se formula la siguiente pregunta:

¿Hasta qué punto las empresas peruanas han sido capaces de cumplir con estos principios de Gobierno Corporativo?

Es preciso mencionar que, lo que en verdad dio lugar al nacimiento del Gobierno Corporativo, fue debido a la responsabilidad que tienen:

- Las Juntas Directivas, y los
- Comités de Auditoría y demás,

para garantizar la confiabilidad de los reportes financieros, ya que se ha demostrado que entre mayor sea **la calidad del gobierno corporativo**, mayor es la confiabilidad de los reportes financieros.

Actualmente ya se asume que cuanto más supervisada y más miembros **independientes** tenga la empresa en su Junta Directiva, menos fraudes se cometen. Esto implica lo siguiente:

- una mayor fortaleza gerencial,
- comités de gestión altamente capacitados,
- directores independientes con funciones claves en:
 - el planeamiento estratégico,
 - la determinación de los objetivos y metas corporativas.

2.1.2. Ontología

A la fecha se puede observar que, las anteriores crisis financieras, bancarrotas y quiebras internacionales originaron la urgencia de mejorar las prácticas corporativas de los negocios, dando lugar a un nuevo concepto: **Gobierno Corporativo (GC)**.

Este concepto trata de normalizar y mejorar el funcionamiento global de todas las empresas financieras, especialmente de las empresas de los mercados de capital, porque es en estos, donde se evidenciaron en mayor medida los más grandes fraudes y estafas de la economía mundial. Se presume que el origen fue la falta de ética por parte de los directivos y porque no hubo un riguroso control de riesgos, para prevenir la corrupción y/o los fraudes. Por lo que se hizo necesario regular los reportes financieros de una manera transparente y confiable.

Recientemente se ha observado que un buen GC puede reducir el riesgo de que se produzcan crisis financieras, corrupción, fraudes, estafas, delitos contables, cuyos costos económicos, sociales y políticos son devastadores. Se conocen los escándalos protagonizados por empresas de alcance mundial como:

- Enron, Vivendi, Parmalat, Banco Lehman-Brothers,
- Sistema Hipotecario de USA,
- Sistema Financiero y bursátil de USA, con pérdidas mayores a los 25 billones de US\$.

Estos hechos tuvieron impacto en el sistema financiero global, incluyendo a varios gobiernos que tomaron medidas (desde el 2002 cuando se emitió la ley “Sarbanes Oxley en USA) para aminorar la corrupción transparentando la información financiera y la gestión de las organizaciones.

En el Perú también se adoptaron estos principios de GC para controlar a las empresas y evitar los malos manejos, dada la diversidad de empresas existentes, se formularon muchos modelos que se les propusieron de manera prioritaria a las empresas familiares, pues son la mayoría en el mercado peruano, principalmente las pequeñas y medianas empresas (algunas formales y otras informales) porque impulsan la productividad económica del país. En la siguiente figura se muestra uno de los modelos propuestos:

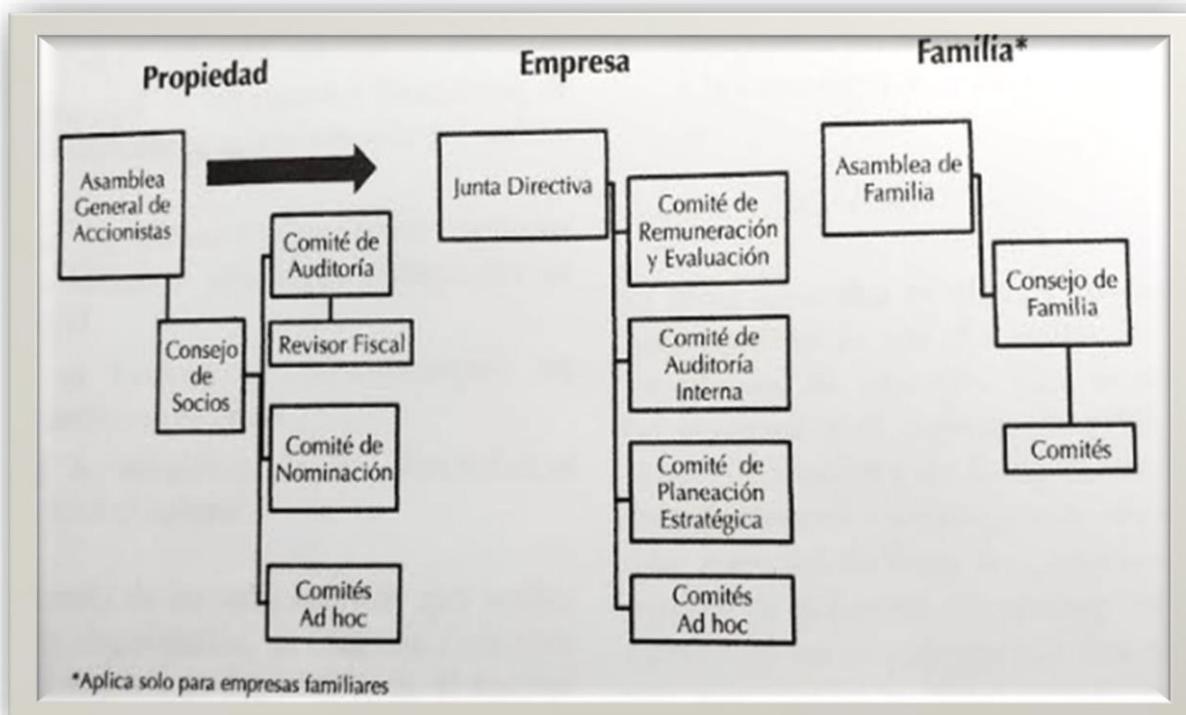


FIGURA 2: Modelo Propuesto de Gobierno Corporativo

Fuente: “Gobierno Corporativo: Una comparación de Códigos de Gobierno en el Mundo, un modelo para empresas latinoamericanas familiares y no familiares”, INALDE Natalia Zapata Cuervo, Universidad de la Sabana, Chía, Colombia 2013.

2.2. Antecedentes de Investigación

Para la presente Tesis se han realizado las siguientes actividades:

- Lecturas de: libros, revistas, publicaciones, Journals, papers, webs, Memorias, compendios, blogs, videos, encuestas, estadísticas, tesis Doctorales, tesis de Maestrías.
- Entrevistas, consultas a profesionales pertenecientes a diversas instituciones del ramo, así como también a ilustres profesores universitarios y expertos en GC locales e internacionales.

Para poder realizar esta investigación, se ha tomado como punto básico de referencia algunos documentos publicados y emitidos por:

- Instituciones, Organismos Internacionales,
- Universidades Nacionales y Extranjeras,
- Investigadores globales dedicados al desarrollo de este tema.

Berle y Means desde 1932 estudiaron los orígenes del gobierno corporativo de las compañías y/o empresas en temas de propiedad, totalmente separadas de su gestión. En ese entonces, ellos aún no concebían dicha separación de términos de propiedad y gestión dentro de una misma empresa, porque la mayoría de empresas eran familiares.

En la década de los años ochenta se estableció, se definió y/o se acuñó el término “**Gobierno Corporativo**”. Esto debido a que los Accionistas (propietarios) tienen intereses propios que difieren de los Directivos (directores de la gestión) quienes también tienen otros intereses diferentes al de los dueños, entonces se separaron estos conceptos porque había conflictos de interés entre ellos. Por eso existen diversas teorías sobre el GC como:

i) La Teoría de Agencia:

Es un concepto clásico de la empresa, en donde el GC “gestiona” la compañía con el objetivo de maximizar los beneficios para el accionista (Jensen & Meckling, 1976: 305). Actualmente, según (Arcenegui, 2005: 64-65), a esta teoría ya no se le toma en cuenta y se persiguen objetivos más que económicos, como la responsabilidad social, reputación, ética, prestigio e imagen corporativa, etc.

ii) La Teoría de los Interesados (Stakeholders)

Con esta teoría se busca maximizar el bienestar de todos los involucrados o también conocidos como los stakeholders de la empresa. Lo conforman: empleados, clientes, proveedores, asesores, socios, etc. (Tirole, 2001). Según Freeman et al (2004), los beneficios económicos son importantes para que las empresas sean sostenibles en el tiempo, adicional a ello, permitirá atraer inversionistas que quieran comprar acciones y formar parte del grupo más importante de la empresa, como son los accionistas de la empresa. Los beneficios económicos, son más la consecuencia que la misión última de la compañía.

Según las evidencias actuales, se ha encontrado que, no se puede asegurar que exista un único modelo de GC universal o un estándar del mismo aplicable a todas las empresas. Los principios corporativos del GC de una empresa se deben configurar, adaptar, personalizar, aterrizar considerando al menos los siguientes puntos:

- situación política, social, económica y cultural del país
- cultura organizacional de cada empresa
- marco legal y regulatorio del país en el que se ubica la empresa (Weimer y Pape, 1999; Shleifer y Vishny, 1997).

Si todo evoluciona y cambia con el tiempo, es lógico pensar que también evolucionen los procesos, procedimientos, tecnologías, Gobierno Corporativo, circunstancias del entorno, etc., de la empresa como un todo.

Así, según varios autores, para tener un buen GC en una organización, se deben analizar los objetivos de la misma e integrar el GC en su plan estratégico organizacional. A modo de ejemplo para el desarrollo de esta tesis, se exponen los siguientes casos de aplicación:

- Si la finalidad de la empresa es meramente económica, entonces su Gobierno Corporativo es aquel que consiga el máximo beneficio.
- Si la empresa tiene un fin social, entonces la apreciación de un buen Gobierno Corporativo será diferente

Arcenegui (2005), afirma que puede definirse el buen GC de una organización como: “la correcta asunción de responsabilidades por los administradores de las sociedades, esto es, por sus consejos de administración y la alta dirección” (p.60). Los estudios realizados en torno al GC son escasos en el Perú; sin embargo, se ha recurrido a investigaciones que se hicieron en el extranjero para extrapolar y aplicarlo al contexto peruano, así entre los principales trabajos relacionados con nuestro tema de investigación tenemos:

- a) Khatab et al (2011): **“Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market”**, International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol.2, No.1, Febrero 2011, Humera Khatab, Maryam Masood, Khalid Zaman, Sundas Saleem, and Bilal Saeed.

Los autores plantean: una estrecha relación de variables que explican el comportamiento o la performance del gobierno corporativo de las primeras veinte (20) empresas de diferentes industrias listadas en la Bolsa de Valores de Karachi que han aplicado los principios de GC en Karachi – Pakistán. Dicha performance es analizada a través de la Q Tobin, mientras que la performance de las firmas es medida por las ratios de rentabilidad ROE y ROA de las firmas del 2005 al 2009. En donde el autor aplica modelos de regresión múltiple que son aplicados para testear la significancia del GC y la rentabilidad de las firmas.

El resultado muestra que el apalancamiento y el crecimiento tienen una relación positiva con la QTobin y con ROA, esto confirma un efecto significativo en la medición del desempeño o performance de la firma. Pero, el crecimiento tiene un impacto significativo y negativo en el ROE. Concluye que las firmas que tienen buenas medidas de la performance de su GC se desempeñan bien en comparación a las firmas que no tienen o presentan menos prácticas de GC.

- b) Catapan et all (2012): **“The relationship between profitability indicators and Tobin’s Q: A focus on Brazilian electric sector”**, Anderson Catapan, Renato da Costa dos Santos, Daniel Ferreira dos Santos and Edilson Antonio Catapan. Universal Journal of Marketing & Business Research (ISSN:2315-5000), Oct.2012 Copyright 2012. Transnational research Journals.

Se trata de un estudio del sector eléctrico brasileño del 2008 al 2010, endonde se aplicó análisis de regresión múltiple, tomando como:

- variable dependiente (VD) a la Q de Tobin y
- variables independientes a: EBITDA/Activos, EBITDA/PL, ROA, ROE con poder explicativo para la VD de un nivel significativo del 1%.

Encontraron que los indicadores de rentabilidad tienen fuerte influencia en la Q de Tobin, según contexto del sector eléctrico brasilero.

- c) Ammann et al (2011): **“Corporate Governance and Firm Value: International Evidence”**, Journal of Empirical Finance 18 (2011), 36-55, Manuel Ammann: Swiss Institute of Banking and Finance, University of St. Gallen, CH-9000 St. Gallen, Switzerland, David Oesch: Dedartment of Finance, Stern School of Business, New York University, New York, NY 10012, USA, Markus M. Schmid: University of Mannheim, Finance Area, D-68131 Mannheim, Germany.

Investigaron el efecto del GC a nivel de empresa con el valor empresa, utilizaron un conjunto de datos no utilizados previamente por el GMI (Governance Metrics International), el cual cubre 64 atributos de GC individual para 2300 firmas de 22 países desarrollados 2003 - 2007, encontraron que el GC refleja una conducta social de la compañía que afecta al valor de la firma y que los costos de la implementación de los mecanismos de GC parecen ser más pequeños que los beneficios del monitoreo, resultando en flujos de caja acumulados para los inversores y bajos costos de capital para las firmas.

Consecuentemente, desde la perspectiva de las compañías estudiadas, el GC debería ser comprendido como una oportunidad, antes que una obligación y un factor de costo puro,

- d) O'Connor (2011): **“Investability, Corporate Governance & Firm Value”**, University of Ireland, Department of Economics, Finance and Accounting, National University of Ireland Maynooth, Maynooth, Co. Kildare, Ireland. Thomas O'Connor, 2011.

El documento de investigación muestra que el premio de llegar a ser una empresa “invertible” es principalmente por la transparencia de la información de las empresas, basado todo ello en las reformas de liberalización financiera como la del Mercado de valores, que ha servido para reducir los costos de capital de las acciones de la firma, así como reducir sus restricciones financieras, lo cual ha fomentado una mayor inversión con un consecuente crecimiento de su valor.

El estudio abarca el análisis de los conflictos de agencia para 251 empresas del Mercado de valores de 20 países, basado en un estudio preliminar sobre la liberalización del Mercado de valores de Corea documentado por Milton and O'Connor (2011).

- e) Schnyder y Colleague (2012): **“Measuring Corporate Governance:**

Lessons from the “Bundles Approach”, Center for Business Research, University of Cambridge, Working paper 438, Gerhard Schnyder, King’s College London, December 2012.

El estudio afirma que no se ha encontrado una medida estándar para la medición del GC, aun cuando se ha pretendido explicarlo con relación a la eficiencia financiera, a la legitimidad social, o más generalmente con el logro de objetivos de las empresas, usando variables como independencia de la Junta Directiva, o la estructura de propiedad de las mismas.

Concluye formulando una propuesta para tratar de medir el establecimiento del GC en una empresa, en la que se debe considerar el “Enfoque de Paquetes” que puede ser resumido en cuatro (04) puntos:

- Punto de vista configuracional,
- Punto de vista equi-finalidad,
- Punto de vista de contingencia y
- grados de implementación del GC

f) Wright et al (2013): **“The Oxford Handbook of Corporate Governance”**, Mike Wright, Donalds Siegel, Kevin Keasey and Igor Filatotchev, Oxford University Press 2013.

El libro presenta una evidencia de aquellas empresas que han tenido un pobre GC, y que han sido la raíz de la última crisis económica mundial. Del mismo modo integra y sintetiza estudios académicos de GC desde una amplia gama de perspectivas, económicas, estratégicas, emprendimiento, contabilidad, negocios internacionales, conducta organizacional, ética de negocios, finanzas y leyes.

Considera al GC como un fenómeno global con una sustancial evidencia internacional, principalmente de las industrias y países emergentes.

- g) Boubaker y Khuong (2014): **“Corporate Governance in Emerging Markets: Theories, Practices & Cases”**, Sabri Boubaker, Duc Khuong Nguyen, 2014.

Muestra una serie de estudios sobre la aplicación del GC particularizado a sus normas gubernamentales:

- en algunos países emergentes como son: India, Ucrania, Europa del Este, Nigeria, Bangladesh, Filipinas, Brasil, Estonia y otros,
- también algunas comparaciones realizadas con Suiza y Rusia,

Concluyendo que: los principios de GC hay que aplicarlos acorde a las reglas legales y regulatorias de cada país, con una gestión que particularice dichos principios. Significa entonces que se trata de establecer **“un traje a la medida”** para cada empresa, según el contexto en el cual se apliquen dichos principios de buen GC.

- h) Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE 2004), **“Principios de Gobierno Corporativo”**: OCDE 2004: dijo y estableció lo siguiente:

“El GC abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. Es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del GC especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa”.

Entonces, para la buena gestión empresarial, la OCDE ha creado cinco (05) principios básicos de GC como referente internacional, aplicables a las necesidades de cada empresa según sean: sociedades cotizadas, responsabilidad limitada, colectiva, economía mixta, agremiaciones; estos pilares son:

1. **PILAR I:** Derechos de los Accionistas.
2. **PILAR II:** Junta General de Accionistas
3. **PILAR III:** Directorio y la Alta Gerencia.
4. **PILAR IV:** Riesgo y el Cumplimiento
5. **PILAR V:** Transparencia de la Información

Todos ellos han sido establecidos en los diferentes países del mundo, acorde a sus normas y/o regulaciones pertinentes, “aterrizándolo” a su realidad, respetando los pilares establecidos por la OCDE. Para el caso peruano los 31 principios distribuidos en los cinco (05) pilares, se aplican a todo tipo de empresa, sea del sector público, privado, empresa pequeña, mediana, grande o corporaciones, familiares. (Ver Anexo I).

Para una mayor claridad esquemática de dichos pilares, podremos apreciar el Código de Buen GC de las Sociedades Peruanas, en el siguiente cuadro elaborado por Deloitte & Touche durante el 2014:



FIGURA 3: Pilares del Buen Gobierno Corporativo

Fuente: Deloitte & Touche 2014

i) **SMV - Superintendencia del Mercado de Valores, nov. 2013**

Desde el 2004 la SMV ya vislumbraba el establecimiento de este término en el Perú, sin embargo, los primeros 26 principios fundamentales del GC fueron recién emitidos por la SMV el 2008 y ampliados luego a 31 principios, fue entonces cuando estableció lo siguiente:

“El GC explica las reglas y procedimientos para el trato equitativo de los accionistas, manejo de los conflictos de interés, estructura de capital, esquemas de remuneración, incentivos de la administración, adquisiciones de control, revelación de información, influencia de inversionistas institucionales y más, los cuales afectan el proceso a través del cual las rentas de la sociedad son distribuidas”.

Entonces, el Buen Gobierno Corporativo de la SMV se refiere a:

➤ **Junta Directiva,**

Establece metas empresariales en la estrategia corporativa. Debe estar conformada por directores internos y directores externos, estos últimos deberían ser al menos un tercio (1/3) del total de los Directores de la Junta Directiva.

➤ **Gerencia (Administración),**

son los Gerentes que gestionan y operan el día a día de la empresa, para lograr los objetivos establecidos en la estrategia corporativa.

➤ **Accionistas,**

son los propietarios los que invierten en la empresa (Ver Anexo III).

La SMV ha enunciado los objetivos fundamentales del GC:

➤ **Asegurar el buen manejo** de las empresas emisoras de títulos en el mercado público de valores, promoviendo la competitividad.

➤ **Atraer capitales** fomentando la confianza en mercados financieros

- **Proteger los derechos de los inversionistas** mayoritarios y minoritarios de los grupos de interés, evitando así el efecto pernicioso que ocasiona siempre tener un **accionista controlador**.
- **Fortalecer buenas prácticas administrativas** con responsabilidad en la rendición de cuentas (Accountability), con transparencia y divulgación de la información de manera oportuna y pública.

La SMV afirma que en aquellos países en donde se han aplicado los principios de GC, han logrado mejorar la obtención de recursos financieros principalmente por:

- la **transparencia de la información** que:
 - permitió establecer acuerdos con mejores condiciones y plazos con otros grupos de interés como: proveedores, clientes, empleados, socios,
 - ha generado valor agregado, con una Junta Directiva integrada por Directores Internos y Externos, permitiendo desarrollar el sistema financiero y el mercado de valores de cada país.
- Haber establecido varios **Comités** como los de:
 - Supervisión y Control
 - Remuneraciones y Compensaciones,
 - Riesgo,
 - Nominaciones,
 - Auditoría, etc.,

Todos estos principios permitieron tener un mejor control del cumplimiento del GC en las empresas públicas, privadas, grandes, medianas o pequeñas, etc. Su control se ha visto reflejado en sus resultados, por lo que se puede inferir que, estos principios, permiten alinear los intereses de los Accionistas, Junta Directiva con los objetivos de la Gerencia y, por ende, disminuir la asimetría de la información.

2.3. Bases Teóricas

Existen algunos conceptos teóricos fundamentales como:

2.3.1. La Teoría de la Agencia:

Veremos algunos factores, alcances y conceptos teóricos en el siguiente gráfico, que muestra los principales alcances de la teoría de la Agencia de una manera esquemática y resumida:

Factores	Idea clave	Las relaciones principal-agente deberían reflejar la organización eficiente de la información y los costos de asunción de riesgos
	Unidad de análisis	Contrato entre principal y agente
	Premisas sobre las personas	Con intereses propios, racionales y adversas al riesgo
	Premisas organizativas	Conflicto parcial entre los participantes, eficiencia como criterio de eficacia, asimetrías de información entre el principal y el agente
	Problemas contractuales	Agencia (riesgo moral y selección adversa), distribución de riesgos
	Dominio de problemas	Relaciones en las que el principal y el agente tienen diferentes objetivos parciales y distintas preferencias por el riesgo (p. ej.: retribución, regulación, liderazgo, integración vertical, precios de transferencia, etc.).

FIGURA 4: Alcances principales de la Teoría de la Agencia

Fuente: El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos* Francisco Aníbal Ganga y Vera (1989).

Así entre los diversos autores que se dedicaron a los orígenes de este tema, se encontraron algunos documentos valiosos que sobresalieron por su análisis y que se ha considerado mencionarlos, como son:

a) Stephen Ross (1973):

El pensamiento empresarial del economista Stephen Ross sobre la “Teoría de la Agencia” dice: **“Cada uno de los sujetos de una relación de agencia tiene sus propios intereses e intentan maximizar su utilidad”**. En donde:

- ✓ **El “principal” (Empresa)** exige un objetivo a otra persona, también conocido como el propietario (accionista) porque es el que financia con su capital, y por lo tanto desea maximizar el valor de la empresa, El Principal o dueño busca recompensar con beneficios, bonos, utilidades, seguros, incentivos, al agente (manager).
- ✓ **Los agentes** tienen intereses personales, como lograr los beneficios o incentivos, consiguiendo los objetivos que les exigen los propietarios.

Cada sujeto de agencia tiene sus propios intereses personales y ambos maximizan su propia utilidad, es una perfecta relación Pareto-eficiente esta función de utilidad (agente-principal), el conflicto surge cuando:

Los intereses de los propietarios (Accionistas) de la empresa (Principal), difieren de los intereses de los directivos (Agentes), y esto surge debido a las asimetrías informativas.

(Meckling 1976, Hodge Anthony, Gales 2003, Mascareñas 2007 y Palacin 2004).

El problema de agencia se presenta cuando el beneficio de una parte (principal) depende de la otra parte (mandatario) por:

- ✓ Alinear los intereses contradictorios
- ✓ Asimetrías de información
- ✓ Problema de supervisión y sus costos
- ✓ Incentivos

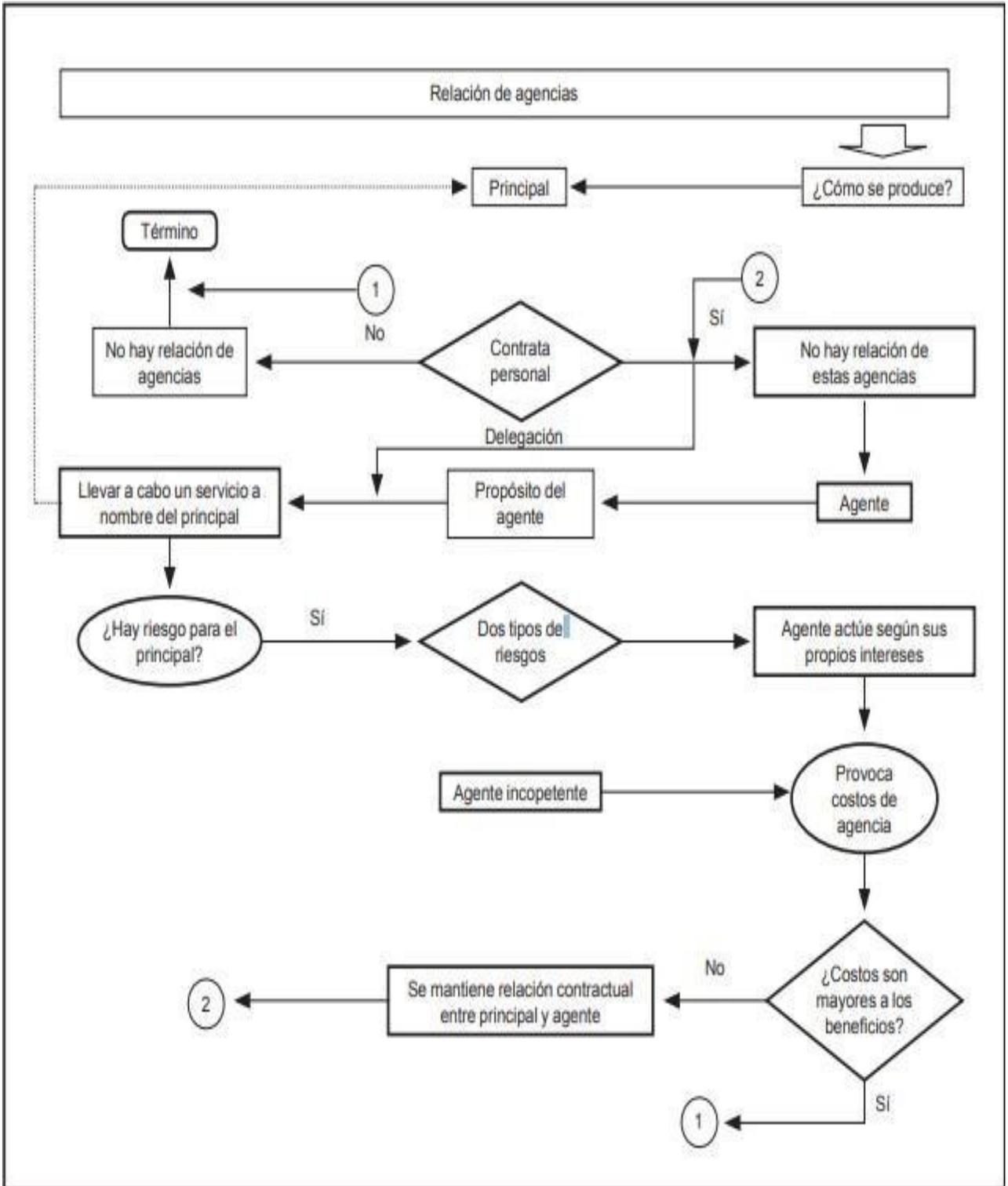


FIGURA 5: Principales implicaciones de la Teoría de la Agencia

Fuente: El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos* Francisco Aníbal Ganga Contreras** José Ricardo Vera Garnica, tomado de Ganga (2005), basándose en Jensen y Meckling

b) Jensen & Meckling (1976)

“La relación de propiedad y agencia es el contrato explícito o implícito que se establece entre dos partes, por el cual se comprometen a cooperar en la realización de una actividad. Desde este enfoque teórico la empresa se concibe como un entramado contractual que permite la cooperación de los distintos propietarios de recursos en la causa de una actividad colectiva”.

Esto es la Teoría o Problema de Agencia, donde los propietarios desean que los directivos trabajen en beneficio de la empresa, maximizando el valor de la empresa y para eso les pagan. Surgen las asimetrías de la información, dando lugar a que los agentes que buscan maximizar su propio beneficio, persigan objetivos distintos a los acordados. Esta relación de trabajo a sueldo, tiene un potencial comportamiento oportunista de los agentes. Entonces, para estimular a los Directivos a maximizar la riqueza de los accionistas, una parte de su remuneración debe ser unida a los resultados de la empresa, llámese:

- productividad,
- rentabilidad,
- mejora en la posición de la cuota de mercado, o
- incremento del EBITDA.

Este pago relacionado con los resultados de la empresa, consiste en una mezcla de acciones, opciones sobre acciones y bonus que dependan de las medidas del beneficio contable. Sin embargo, esta no es la solución definitiva, pues ya se han visto los escándalos de las empresas Enron, WorldCom y otras, en donde recompensar con acciones u opciones pueda incentivar a directivos sin escrúpulos a inflar o variar el precio de sus acciones y ocultar o maquillar la verdadera situación de la empresa. Muchas empresas grandes han implementado sofisticados sistemas de bonus basados en el ingreso residual o valor económico añadido (EVA). En estos sistemas los bonus de los directivos dependen de las ganancias menos el precio del capital empleado.

c) Sytse Douma, Hein Schreuder (2009) – Enfoques económicos para organizaciones – 4ta edic.2009, pág. 390 y 391

Cualquier problema de agencia surge porque el principal y el agente cuentan con intereses diferentes o aspiran a diferentes intereses mayormente monetarios y a su vez existe una asimetría en la información entre el agente y el principal. Entonces los problemas de la agencia son **reducir** lo siguiente:

- la brecha entre los intereses del principal y el agente
- la asimetría de información entre principal y agente.

La brecha entre los intereses del principal y el agente puede reducirse de la siguiente manera:

- a) ofreciéndole al agente un Contrato de Incentivos (que después dio lugar al establecimiento del Comité de Remuneraciones como una práctica del GC), pero también
- b) mejorando el funcionamiento del mercado para que funcione:
 - el mercado de trabajo directivo y/o
 - el mercado para el control.

Dicho control puede realizarse internamente por un accionista importante y/o por el consejo de Auditoría. El control (ayuda a reducir la asimetría de la información en los mercados) pero también puede llevarse a cabo por partes externas a la compañía como:

- analistas del mercado de valores,
- agencias de rating,
- empresas de capital privado, y
- otras empresas interesadas en adquirir la compañía.

Estas deficiencias en el GC pusieron en peligro la estabilidad del sistema financiero mundial. Se ha demostrado que entre mayor sea la calidad del GC mayor es la confiabilidad de los reportes financieros. Y entre más supervisada y más miembros directivos independientes tenga la empresa en la junta directiva, menos fraudes se cometerán.

d) Conferencia Internacional de las NN.UU. (2002)

Sobre la Financiación para el Desarrollo, Monterrey, México, 2002, se reunieron 75 jefes de Estado del mundo desarrollado y en vías dedesarrollo acordando lo siguiente:

“Las corrientes internacionales de capitales privados constituyen un complemento fundamental de las actividades internacionales y nacionales. Para atraer corrientes de capital productivo, es necesario que los países perseveren en crear condiciones transparentes, estables y previsibles para la inversión. Tomando medidas en esferas prioritarias, como la buena administración empresarial”. La calidad del GC incide en:

- El acceso a financiamiento externo y su monto,
- el costo del capital y
- la valoración de las empresas.

Se ha demostrado que el costo del capital es más elevado y la valoración de las empresas es más baja en los países con deficiencias en derechos de propiedad.

e) McKinsey (2002): Publicó lo siguiente:

A través de muchos proyectos de investigación, se ha demostrado que el buen GC es esencial para crear un **clima propicio para la inversión**, con empresas competitivas y mercados financieros eficientes, debido principalmente a la transparencia de la información establecida por la OCDE como uno de los pilares fundamentales para toda organización, que desee ser elegible dentro de la OCDE.

Quizás la investigación con mayor difusión a nivel global, haya sido la encuesta de opinión entre los inversionistas, financistas, agentes de bolsa, fondos de inversores, compañías de seguros, brokers, etc, realizada por primera vez en el ámbito mundial por McKinsey el año 2000, y actualizada el 2002.

Los resultados de dicho estudio señalaron que, no sólo es necesario que las empresas estén dirigidas adecuadamente, **también es necesario que el mercado lo perciba**, significa que no solo hay que ser una empresa bien dirigida, sino también es imprescindible **parecerlo ante el mercado global**.

Por lo que los Gerentes pueden potencialmente, incrementar en forma significativa el valor para los accionistas, mediante el GC.

Luego, otro estudio de McKinsey en el 2013, encontraron estos resultados

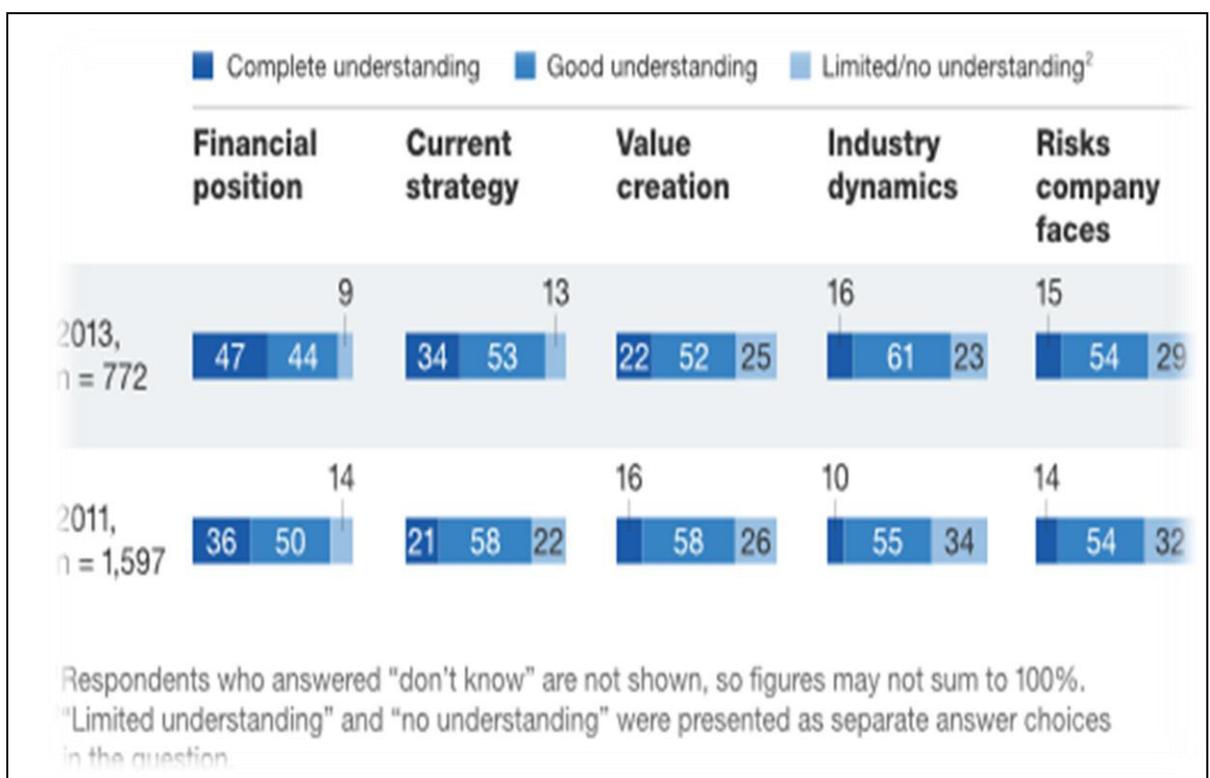


FIGURA 6: Principales Temas de las Juntas Directivas en porcentajes (%)

Fuente: McKinsey & Company 2013

NOTA: La Figura 6 muestra detalladamente otro informe de McKinsey al 2013, en donde se resaltó que el éxito o fracaso del GC en una empresa, depende mayor y exclusivamente de los objetivos que establezca la Junta Directiva, así, los temas más trabajados y demandados por las Juntas Directivas de aquel entonces, fueron por orden de aparición los siguientes:

- a) Situación financiera
- b) Estrategia actual
- c) Creación de valor
- d) Dinámica industrial
- e) Riesgos a los que se enfrenta la empresa

McKinsey muestra en la figura 6, la proporción de los temas más relevantes que tenía toda Junta Directiva en el 2013, siendo los temas más importantes: las finanzas y la estrategia.

Estos temas ya habían sido previamente investigados por el **Profesor Jay W. Lorsch del Harvard Business School (HBS)** en su famoso libro: Handbook of Organizational Behavior (1987) y que McKinsey logró comprobar en este estudio.

Otra investigación empírica realizada por el **Deutsche Bank**, basada en los informes financieros publicados sobre empresas que confirmaron los resultados del estudio de McKinsey, donde la Junta Directiva es el “core” del GC en toda organización, los temas más trascendentales fueron: posición financiera, estrategia actualizada, creación de valor, dinámica de la industria, riesgos que la compañía enfrenta ante un mercado cambiante.

f) **Deutsche Bank:** Deutsche Bank estableció lo siguiente:

f.1) En las Regiones Emergentes:

Las empresas de América Latina, África, Europa Oriental y Oriente Medio, fijaron primas altas para las empresas nacionales bursátiles con GC adecuado, y más aceptable que en otras regiones del planeta.

f.2) En los Países Desarrollados:

Tras la crisis financiera global del 2008, los países desarrollados mostraron corrupción en su gestión, generando crisis de confianza en los inversionistas, con caídas bursátiles, menor crecimiento económico global, debido a los malos manejos empresariales como:

- aumento indebido de utilidades como: Enron, WorldCom,
- saqueo de la empresa por su administración (Tyco),
- las auditorías fraudulentas (Arthur Andersen)
- informes inflados sobre las acciones

Era necesario establecer el GC por sus atributos, como:

- “Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo (GC) genera
 - a) confianza pública en los mercados y
 - b) valor agregado para las empresas” /1
- “Sistema por el cual las empresas son:
 - a) administradas y
 - b) controladas 2/.
- Cumplimiento responsable con:
 - a) accionistas y
 - b) stakeholders (involucrados), basados en:

transparencia de la información, confianza organizacional, equidad en el trato de los accionistas, responsabilidad social, corporativa e integridad con ética profesional”.

¹ MEDICIÓN DE LA APLICACIÓN DE PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA. Por: **Diógenes Lagos Cortés, Carlos Enrique Vecino Arenas**. TENDENCIAS: Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Universidad de Nariño, Vol. XII. No. 2 2do. Semestre 2011, páginas 230-253.

² **Bolsa de Valores de Lima** publicado en el diario Gestión el 1 de Julio del 2014.

f.3) En Perú, por esas mismas fechas, la BVL lanzó al mercado el Índice de Buen GC (IBG) ^{3/} para evaluar a las empresas peruanas con:

- Liquidez de sus acciones.
- superen el puntaje mínimo (234 puntos del IBG de la BVL).
- “La Voz del Mercado” 2014: encuesta sobre prácticas de GC de empresas que participan voluntariamente de esta premiación.

Un diario local publicó:” 62% de firmas de BVL no le preocupa el GC. De las 260 empresas en BVL, pocas sometieron su GC a evaluación por parte de la BVL”. ^{4/}

a) Harvard Business Review (HBR) 2017:

Publicaron documentos con el ranking de los más altos ejecutivos de las empresas: Chief Executive Officer (C.E.O), quienes mostraron un mejor desempeño en sus respectivas empresas el 2017, pero (HBR) encontró además la importancia que el empresariado global le ha dado a otros aspectos, no solo a los resultados financieros y cotización bursátil, sino también a las políticas de las **AGS** por sus siglas en español son:

- **Ambientales (A)**
- **gobierno corporativo (G)**
- **responsabilidad social (S)**

Son temas prioritarios en el **plan de gestión** de los líderes ejecutivos. El ranking muestra que no existe una relación lineal entre las medidas de desempeño financieras y no financieras, las empresas que ofrecen buenos resultados financieros no siempre tienen una “**buena reputación**” con el público y esto es fundamental para lograr un buen desempeño empresarial.

³ La **Bolsa de Valores de Lima** y **EY** firman acuerdo estratégico: Desde este año 2014 otorgarán nuevo premio de buen gobierno corporativo 'La Voz del Mercado' Lima, mayo de 2014

⁴ MARTES 17 DE MARZO DEL 2015 | Diario Gestión

Los ejecutivos que han logrado los mejores resultados financieros no son los que encabezan el ranking, sino los que mayor importancia le han dado a la:

- **sostenibilidad,**
- **responsabilidad social y**
- **gobierno corporativo.**

Los altos directivos han mostrado una mayor importancia e interés en estos temas, pero ello no significa un impacto positivo en el aspecto financiero de sus empresas, aunque sí está relacionado. Según HBR, **“Casi el 50% de los inversionistas dijo que una empresa con un alto puntaje en AGS es una inversión menos riesgosa”**, actualmente estos parámetros son mucho más importantes que los resultados financieros. La mitad de los inversionistas informó que **AGS** es un factor importante para lograr el rendimiento de la inversión. Esto ha obligado a que las empresas actuales hayan comenzado a elaborar, incluir y aplicar los **indicadores de creación de valor** en su medición de desempeño como:

- no sólo los clásicos **indicadores financieros,**
- sino también los **indicadores de gestión AGS**

2.3.2. El Valor Empresa financiero y No financiero

Este concepto es muy amplio y polémico, dependiendo de los entornos en donde se aplique, el valor de una empresa requiere un estudio filosófico, semántico, financiero, gestión empresarial. Se ha encontrado que algunas de las más comunes y usuales técnicas para valorizar a una empresa son:

- la administración del negocio,
- la composición de su estructura de capital,
- la perspectiva de ganancias futuras,
- el valor de mercado de sus activos, y muchas otras métricas más....

Pero, dada la índole de esta Tesis referida a las empresas bursátiles, se ha considerado el concepto del Profesor Ciaran (2001) /⁵ :

**“Cuando hablamos del Valor de la Empresa,
queremos decir la valoración bursátil de su capital emitido
o el valor combinado de las acciones ordinarias”.**

Sin embargo, el valor es atribuible a los propietarios de la empresa, el cual está determinado por el valor de todos los activos menos todas las obligaciones externas, tanto a corto como a largo plazo. La participación de los accionistas en la empresa es la suma de los activos menos los préstamos pendientes a terceros.

El Profesor Walsh, opinó acerca del **Valor de las Empresas** bursátiles y llegó a la siguiente conclusión:

- Empresas del público en general, su valor se determina en Bolsa y
- Empresas que no cotizan públicamente, su valor estará fuertemente influenciado por el mismo mercado.

Entonces, se hace imprescindible aplicar ratios financieras para la valoración de las empresas, sea cual sea el ámbito en el que se desenvuelvan. Adicionalmente, se han considerado algunos conceptos como:

a) Desde el punto de vista conductual,

Actualmente los inversores para ver dónde invertir y asegurar mejor su inversión, exigen conceptos cualitativos a las empresas como:

- Reputación, ética, prestigio, imagen
- responsabilidad social corporativa y del medio ambiente
- manejo de riesgos, compliance y otros

⁵ “Ratios Fundamentales de Gestión Empresarial”, Profesor de Finanzas Senior del Irish Management Institute de Dublín, Irlanda: Ciaran Walsh, Financial Times, Prentice Hall, 2001

Actualmente se valoran más los conceptos **cualitativos** que los clásicos **cuantitativos** de la empresa, aun cuando los cualitativos son intangibles sin embargo son muy valiosos ante los inversores, pues estos conceptos se aplican en la gestión para contrarrestar:

- **corrupción**,
- **fraudes** en la rendición de cuentas empresariales,
- **gestionar riesgos** para prevenir crisis financieras.

La “**conducta de la gestión empresarial**”, aplica conceptos como compliance, auditorías para prevenir riesgos y corrupción.

La Economía Conductual valora la conducta de personas con principios éticos para mejorar su bienestar, por lo que el GC puede ser aplicado con modelos conductuales básicos como muestra la figura # 7:

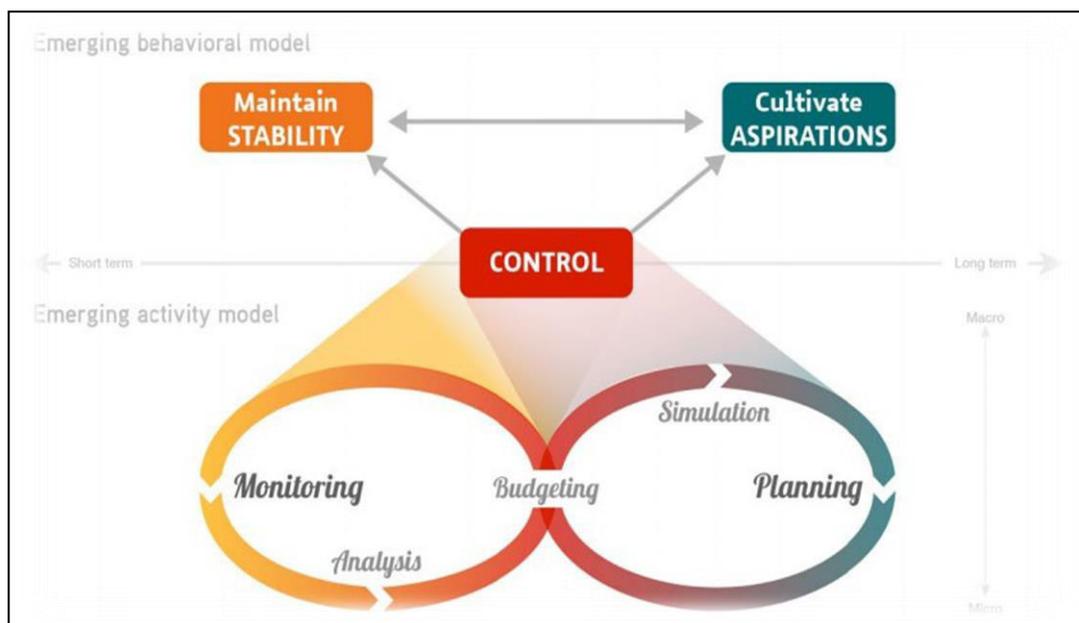


FIGURA 7: The Behavioral Model, used to inform the design of a personal Finance Management tool (“Behavioral Economics Guide 2020”, Thinking as Behavioral Scientists, Actingas Designers, Michele Visciòla)

NOTA: La Figura 7: muestra 2 modelos emergentes:

- a) de actividad: se planifica con simulaciones y se supervisa o monitorea con análisis, para controlar el presupuesto.
- b) de comportamiento: mantener estabilidad y cultivar aspiraciones.

b) Desde el punto de vista netamente financiero,

Según Bommati, “Se crea valor en la empresa cuando la utilidad que genera, es tan grande para cubrir el coste de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en el negocio”⁶. Generalmente para medir la creación de valor en la empresa, se debe partir de tres (3) conceptos básicos:

- Capital empleado
- Coste de Capital y
- Utilidad Neta de operación después de Impuestos.

“La valoración más pura se alcanza cuando una empresa **cotiza públicamente sus acciones en un mercado de valores** organizado, profundo, líquido, transparente y de amplia concurrencia e información plena. El valor de una empresa es un ejercicio sumamente valioso y muy útil si es bien utilizado con visión estratégica tendiente a incrementar el valor de su empresa e inversión a lo largo del tiempo”⁷

Según una investigación del IESE ⁸, se deben considerar:

- Balance, Cuenta de Resultados
- Mixtos (Goodwill), Descuento de Flujos
- Creación de Valor,
- Opciones

Existen muchas maneras de valorar a las empresas, sin embargo, por el tema de la Tesis, se desarrollará desde el punto de vista financiero, y para ello se adjunta algunos comentarios de profesionales en finanzas al respecto (*):

⁶ Julio Bonmati Martínez, Vicepresidente AECE, Madrid

⁷ Felipe Chapman es economista egresado de Brown University y MBA de INCAE Business School, y socio director de INDESA. Banco General – Panamá, diciembre 2011.

⁸ IESE Universidad de Navarra, Pablo Fernández, Documento de Investigación DI-771, noviembre 2008.

* <http://www.rankia.pe/blog/acciones-valor/2540505-como-calcular-enterprise-value-ev-valor-empresa-i>

b.1) Según Francisco Javier Lodeiro Amado (Analista Bursátil):

“El valor de empresa es una de las métricas más utilizadas en la valoración financiera en general y en la **inversión de valor**”.

- El valor de empresa (Enterprise Value^(*)) es la diferencia entre la capitalización bursátil de una compañía y su deuda financiera neta. Métrica bastante completa, utilizada frecuentemente para valorar compañías, especialmente por compañías de “private equity”.
- La forma de usar el valor empresa, es compararlo con el EBITDA (Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación, amortización), dando como resultado el uso del ratio: EV/ EBITDA.
- Tras la crisis financiera 2008, las empresas han asumido que no todo tiene que ser rentable en el negocio, y para mejorar la propuesta de valor de la empresa, la **gestión** de las organizaciones ha incluido factores más cualitativos que cuantitativos, aun cuando no sean rentables, repercuten e inciden en el valor de ellas.
- Entrevistas a los funcionarios de la SMV: Rodny Rivera y Omar Paz, manifestaron que tras la crisis financiera 2008 ahora solo existen 02 maneras para medir el valor de las empresas en la SMV:
 - **Valor en Libros:** Se usa mayormente en época de crisis, cuando los mercados están convulsionados por un alto riesgo en su volatilidad e inestabilidad, resulta de dividir el Capital de la empresa entre la cantidad de acciones publicado en la SMV.
 - **Valor de Mercado:** Se usa solamente en condiciones normales del mercado. es la resultante del precio de la acción publicado en el Boletín de la BVL. Durante la crisis financiera internacional 2008, se dejó de usar el valor del mercado (precio de la acción) porque era muy volátil y no reflejaba estabilidad ante el alto riesgo de su fluctuación bursátil, y se priorizó el valor en libros.

* <http://www.rankia.pe/blog/acciones-valor/2540505-como-calcular-enterprise-value-ev-valor-empresa-i>

b.2) El Profesor de Finanzas de la UNMSM: **Víctor Cabanillas de La Torre**, dijo que la mayoría de alumnos de Finanzas suelen confundir conceptos de **crear valor** igual con **valor agregado**, lo cual es totalmente diferente, de igual modo explicó el uso del Apalancamiento y manifestó lo siguiente:

- **CREAR VALOR** es entregar más de lo que uno espera recibir, como Apple, iPhone, etc. Generar valor en finanzas es entregar a los accionistas más **rentabilidad** de los recursos que invirtieron.
- **APALANCAMIENTO** debe aplicarse, si y solo si, cumple tres (03) condiciones fundamentales, estas son:
 - **Costo Deuda** < costo oportunidad del dinero del accionista
 - **Costo Deuda** < Rentabilidad de los activos que financia
 - **Estructura** que se pague sin problemas.

Considerando siempre que, toda Rentabilidad viene con Riesgo y sin Deuda.

b.3) Francisco Rodríguez de Prado y Enrique Marazuela en su libro: “Cómo Valorar una Empresa Cotizada”, dicen que el mejor **Método es el basado en el Descuento de los Flujos de Fondos Futuros Esperados**, pues el valor de las acciones de una empresa (suponiendo su continuidad) proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los dueños de las acciones, y los factores que afectan al valor son: Crecimiento, Rentabilidad, Riesgo, Tipos de Interés. Es el más utilizado, basado en descuentos de flujos de fondos (cash flows), considera a la empresa un generador de flujo de fondos y por ello, valorable como un activo financiero.

b.4) “Solo el necio confunde el precio con el valor”. Una empresa tiene distinto valor para compradores y para el vendedor, existen razones como:

- economías de escala, y economías de complementariedad
- ubicación, tamaño, mercado global, regional y local
- distintas percepciones sobre el sector y la empresa,
- expectativas de la empresa y del cliente
- riesgos presentes y futuros

El valor no es Precio, es la cantidad que el comprador y vendedor acuerdan realizar en una determinada operación como operaciones de compra-venta, valoraciones de empresas cotizadas en Bolsa, respecto al valor de sus acciones en el mercado bursátil, esto sirve para lo siguiente:

- comparar el valor con precio de la acción en el mercado local y/o internacional, para vender, comprar, mantener acciones.
- Decidir en qué valores concentrar la cartera, en los más infra-valorados con cierta expectativa a la suba en el mercado.
- Comparar si un inversor cree que una futura cotización BBVA será mejor que la de SCOTIABANK, entonces comprará acciones BBVA y venderá a crédito acciones SCOTIABANK, así ganará si la cotización BBVA mejora (suba más o descienda menos que la de Scotiabank).
- Salidas a Bolsa local o Bolsa internacional
- Herencias y Testamentos
- Sistemas de Políticas de Remuneración para Crear Valor, en la Junta Directiva con utilidades, bonus, dietas y otros, para incrementar la productividad con más ingresos en la empresa
- Identificar impulsores de Valor (Value Drivers) para liderar la penetración y posicionamiento de la empresa en el mercado.
 - ✓ Sostenibilidad, la Junta Directiva debe tener Outsiders, para superar la segunda generación en las empresas familiares.
 - ✓ Planificación Estratégica, fundamental para desplegar a la empresa en el mercado con objetivos a corto, mediano y largo plazo, sujetos a la Estrategia para el cumplimiento de los objetivos.

b.5) Actualmente existen muchos y variados métodos de Valoración de Empresas, se han realizado extensos estudios y existe abundante literatura al respecto, sin embargo, para efectos de sintetizar el análisis de dichos métodos de valoración, es que a continuación se mencionan solo algunos de ellos como ejemplos prácticos y de aplicación funcional:

TABLA 1: Principales Métodos Tradicionales de Valoración

Principales Métodos Tradicionales de Valoración					
Balance	Cuenta de Resultados	Mixtos (Goodwill)	Descuentos de Flujos	Creación de Valor	Opciones
Valor Contable	Múltiplos	Clásico	Free Cash Flow	EVA	Black & Scholes
Valor Contable Ajustado	PER	Unión de expertos contables europeos	Cash Flow Acciones	Beneficio Económico	Opción de Invertir
Valor de Liquidación	Ventas		Dividendos	Cash Value Added	Ampliar el Proyecto
Valor Sustancial	P/EBITDA	Renta abreviada	Capital Cash Flow	CFROI	Aplazar la Inversión
Valor Contable y Valor de Mercado	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos Alternativos

Fuente: “Cómo valorar una empresa cotizada”, Francisco Rodríguez, Enrique Marazuela, Endesa

Para no redundar en el aspecto financiero, y a modo general solo se han explicado algunos métodos de valoración, como:

- **Métodos de Valoración del Balance:**

- ✓ **Basados en el Balance**, expresados en función al Valor Patrimonial y no tiene en cuenta la evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, la situación del sector, recursos humanos, organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los Estados Contables.
- ✓ **Basados en el Valor Contable**, valor en libros (patrimonio neto de la empresa), de recursos propios que figuran en el Balance (Capital y Reservas). Es la diferencia entre activo total y pasivo exigible, excedente del total de bienes y derechos de la empresa, sobre el total de su deuda con terceros. Sujetos a subjetividad, difieren de “criterios de mercado”, casi no coinciden estos valores.

- ✓ **Valor Contable Ajustado:** Salva la aplicación de criterios solo contables en la valoración, ajustándolos a su valor de mercado.
- ✓ **Valor de Liquidación:** solo para liquidar la empresa, se venden sus activos y se cancelen sus deudas. Se deduce del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y del proceso de liquidar la empresa). Es el valor mínimo de la empresa, sin un futuro de actividad empresarial.
- ✓ **Valor Substancial:** es la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a las que se está valorando. Valor de reposición de los activos, suponiendo continuidad de la empresa, opuesto al valor de liquidación. No incluyen bienes que no sirven para la explotación (terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.)
- ✓ **Valor Contable y Valor de Mercado:** dividir cotización o dividendo entre valor contable.

- **Métodos basados en la Cuenta de Resultados:**

Expresa el valor de la empresa a través de los beneficios, ventas u otro indicador que relacione un p x q. Algunos de ellos son:

- ✓ **Método PER (Price Earnings Ratio),** el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente PER de una acción que indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la Bolsa.

La fórmula PER es:

$$\text{Valor de las Acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio}$$

- ✓ **Valor de los Dividendos:** parte de los beneficios que se entregan al accionista y el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de una acción es el valor actual neto de los dividendos que espera obtener de ella, su fórmula es:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_e$$

Donde: DPA es el dividendo x acción repartido por la empresa y
Ke es la rentabilidad exigida a las acciones.

Las evidencias han demostrado que las empresas que pagan más dividendos como porcentaje (%) de sus beneficios, no obtienen un crecimiento en la cotización de sus acciones.

El concepto de **creación de valor** ha ido evolucionando en el tiempo gracias a la evolución del mercado que se ha visto fortalecido por la tecnología disruptiva, lo cual ha forzado cambios en los procesos y procedimientos de todas las empresas, por lo que significativamente ha mejorado recientemente de una manera integral que incorpora conceptos de imagen y buena reputación. Esto es intangible pero determinante para la sostenibilidad y continuidad de la empresa en el mercado.

En la onceava (11va) Global Peter Drucker Fórum, realizado en Viena, Austria 2019, conferencia internacional de gestión dedicada a la filosofía de gestión liderada por el Profesor: Peter Drucker mayormente conocido como el “Gurú de la Administración”, moderado por el Profesor Adi Ignatius - editor jefe de Harvard Business Review Group – en donde el panel observó cómo han cambiado las formas de interrelación empresarial para generar y entregar valor, incorporándose como parte del nuevo paradigma: los ecosistemas, gestión en un mundo en red. Algunas conclusiones generales, son que definieron a los ecosistemas como sistemas multi-compañía que se asocian unos con otros bajo la convicción de que la colaboración entre ellos es necesaria para la innovación. Recientemente, han aparecido grupos de empresas que han creado redes relacionales densas, para operar más allá de sus propias fronteras.

Dicho poder se pudo decir que radicaba en este tejido de colaboraciones estructuradas, con las que esos grupos de compañías compiten entre sí. Las características más esenciales de los eco-sistemas son:

- a) la estabilidad,
- b) la interoperabilidad y
- c) la capacidad de adaptación a los cambios.

Estos **eco-sistemas**, siempre han estado y están enfocados hacia el crecimiento y la escalabilidad de sus propias empresas colaborativas, para mantener dicha senda de colaboración, como, por ejemplo:

- Alphabet,
- Procter & Gamble,
- Haier, entre otras,

El proceso de la adición de valor en estas empresas es como una herramienta que puede apalancarlos en valor, dado que comparten escenarios que implican al usuario y/o cliente. Recordemos que el **Taylorismo** ve a los empleados como unidades económicas de producción para beneficio de los accionistas, cuando lo que se debe desear, es que se transformen en personas autónomas. Como afirmaba **Kant**: las personas no son un medio para un fin, sino un fin en sí mismo y somos nosotros quienes les ayudamos a crear ese eco-sistema, por lo que esto implica evolucionar juntos y compartir el valor del accionista con el empleado. Con el tiempo, los mercados cambiantes, le han dado la razón. Por lo que las personas tienen que ser capaces de crear valor y para ello trabajar con dignidad, además su salario debe ser justo y estar relacionado con ello. El valor extra que generen, se comparte con los demás, pues si no son capaces de crear valor, deben irse de la empresa.

Así se ha desarrollado la hipótesis general y las hipótesis específicas para ser verificadas con la data elaborada para esta Tesis, incluido el Indicador de GC (IGC), que ha sido creado de acuerdo a la realidad nacional y de aplicación directa en algunos sectores de la economía peruana.

2.4. Hipótesis General

El Gobierno Corporativo impacta positivamente en el Valor de las empresas

2.5. Hipótesis Específicas

a) Hipótesis Específica 1:

La gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta positivamente en la Q de Tobin de las empresas

b) Hipótesis Específica 2:

La gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta positivamente en el ROA de las empresas

c) Hipótesis Específica 3:

La gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta positivamente en el ROE de las empresas

d) Hipótesis Específica 4:

La gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta positivamente en el ROI de las empresas

CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA

3.1. Método, Tipo y Diseño de Investigación

3.1.1. Método de la Investigación

De acuerdo con los objetivos de esta investigación, se han elegido los siguientes métodos:

- a) **Hipotético**; debido al modelo teórico se propone o se quiere expresar hipótesis evidenciables desde un enfoque analítico.
- b) **Deductivo**; en base al modelo teórico y con el conjunto de datos recogidos, se deducen los posibles efectos empresariales y de mercado en el GC.
- c) **Inductivo**; la Tesis toma el caso GC para Perú 2010-2018, comparando y deduciendo los posibles impactos empresariales y de mercado, para luego analizar las relaciones particulares o causalidades directas o indirectas, para el Perú.

3.1.2. Tipo de Investigación

El presente estudio tiene un enfoque mixto - cuantitativo, pues opera con datos susceptibles de ser contabilizados, los cuales han sido recopilados de varias instituciones locales, la recolección de datos ha sido como sigue:

- ratios financieras seleccionados bajo estudio, y
- data de reportes de gestión del gobierno corporativo,

con la finalidad de poder encontrar probables relaciones causa-efecto que pudieran existir entre dichas variables. Los datos cualitativos de los Archivos Estructurados de GC de cada una de las empresas en estudio, han sido convertidos a data cuantitativa mediante rangos de cumplimiento para cada pregunta seleccionada de los cinco (05) Pilares del GC en el Perú.

3.1.3. Diseño de la Investigación

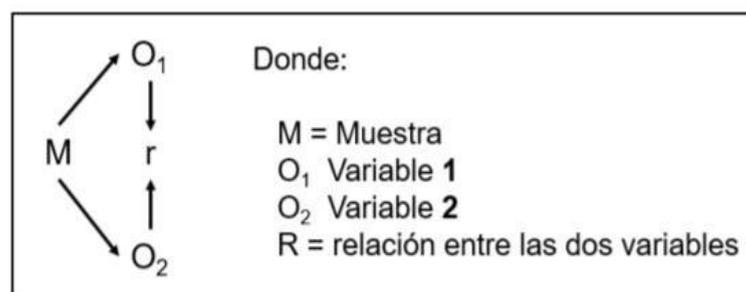
El modelo de investigación de esta tesis es de causalidad no experimental. Lo que se quiere demostrar en esta tesis, es si el GC causa valor en las empresas, para ello, existen dos (02) tipos de asociación de causalidad:

- Causalidad directa
- Causalidad indirecta

Un modelo causal (modelo matemático que representa relaciones causales) permite hacer predicciones de un valor verdadero, o la probabilidad sobre algunas afirmaciones contrafactuales; predecir efectos; dependencia o independencia probabilística de las variables consideradas en el modelo. Estos modelos causales también facilitan la comprensión a la inversa de estas inferencias. Si bien, correlación y causalidad son conceptos muy asociados, también son distintos, pues si dos variables están correlacionadas ello no implica causalidad, ni viceversa. La causalidad es muchas veces una relación imprecisa entre dos entidades, causa y efecto. Porque no existe una definición de causalidad que encaje con la teoría de probabilidad.

Esta es una tesis no experimental, porque no se ha realizado ninguna manipulación de la data ni de la situación, no se ha hecho ninguna variación de las variables de la muestra.

Esta tesis es transversal o transaccional, porque recopila datos sobre una o más entidades en un mismo tiempo o periodo. Este tipo de diseño permite obtener un panorama del estado de las variables de investigación en un específico lapso en el tiempo (Ortíz, 2004)



Nota. - extraído de Oseda (2018)

La data financiera se analizó con la data de gestión corporativa 2010 - 2018 de las empresas seleccionadas, el procedimiento ha sido mediante modelos de regresión con panel de datos para los tres grupos de variables:

a) Variables Dependientes o Variables Explicadas:

Son unidades de medida que representan el **Valor de las Empresas**, son explicadas por las variables independientes y variables de control:

- ❖ Q de Tobin,
- ❖ ROE,
- ❖ ROA,
- ❖ ROI,

b) Variables Independientes, Explicativas ó Categóricas:

Estas variables fueron seleccionadas de los Reportes de GC de las empresas en estudio. Para el indicador de GC (IGC), este ha tenido que ser elaborado como un nuevo Indicador Cuantitativo de la Gestión del GC específico para dichas empresas, pero no exclusivo porque puede ser usado para más empresas bursátiles del mercado peruano, y para su construcción se han considerado a las siguientes variables:

- ❖ Outsiders (Número de Directores Independientes)
- ❖ Board Size (Tamaño Junta de Directores)
- ❖ Comités..... (cantidad de comités)
- ❖ Accionistas..... (cantidad de accionistas en total)
- ❖ Indicador de Gobierno Corporativo (IGC)

c) Variables de Control:

Estas variables de control, no son el área principal del enfoque, son las que van a eliminar y/o neutralizar los efectos de las variables dependientes y de las variables independientes, con la finalidad de poder analizar sus posibles relaciones, influencias o causalidades entre ellas del

2010 al 2018 inclusive. Estas variables de control principalmente servirán, para demostrar si es que existen algunas relaciones de causalidad directa o causalidad indirecta entre las variables, estas variables de control son:

- ❖ Apalancamiento,
- ❖ Liquidez y
- ❖ Size (Tamaño de la empresa)

Todas estas variables serán distribuidas para su operacionalización, conforme al modelo econométrico que se demostrará más adelante, la operacionalización de estas variables, permitirá tratar de relacionar las variables dependientes con las variables independientes, teniendo como amortiguadores o buffers a las variables de control y así poder vislumbrar qué tipo de causalidad directa o indirecta existe entre estas variables.

3.2. Unidad de Análisis:

Es el universo de las empresas bursátiles de la economía peruana, que cotizan y estén registradas de manera continua en la BVL y en la SMV

3.3. Población de Estudio:

Con el objetivo de recolectar información que sea operativa, se han seguido los siguientes criterios:

➤ **Geográficamente:**

empresas bursátiles del Perú de diferentes sectores de la economía peruana, que hayan aplicado los 31 principios del GC de la OCDE y.

➤ **Temporalmente:**

las empresas seleccionadas han sido analizadas durante el período 2010 al 2018 inclusive

3.4. Tamaño de la Muestra:

La muestra consta de diez empresas seleccionadas, las cuales son:

- Alicorp S.A.A.
- BBVA Continental Perú,
- Cementos Pacasmayo,
- Compañía Minera Buenaventura
- Engie Energía,
- Ferreycorp,
- Intercorp Financial Services (IFS),
- Rímac Seguros,
- Scotiabank del Perú,
- Telefónica del Perú.

Para todas estas empresas de la muestra sin excepción alguna, se ha verificado debidamente su continuidad en el mercado durante el período de estudio. Luego, para un mejor análisis de las empresas, se han distribuido por sectores: Banca, Industria y Servicios.

La compañía minera Buenaventura es la única representante del sector minero, y dado que, desde el inicio del presente estudio, no se había considerado otra empresa del mismo sector, es que, finalmente no se ha considerado.

3.5. Selección de Muestra:

Ha estado basada en los siguientes requisitos a considerar:

- Empresas debidamente registradas en la SMV y la BVL
- Empresas bursátiles con buena calificación por haber aplicado los 31 principios del GC en el Perú del 2010 al 2018, según ranking de la publicación anual emitida por “La Voz del Mercado” (E&Y y BVL)
- Empresas con buen grado de liquidez, según lo exigido y establecido por la BVL, para afrontar sus pagos en el corto y mediano plazo

- Debido a la cantidad de empresas (09) y el período de tiempo (09 años), es que no se ha aplicado ninguna fórmula para la selección de la muestra, como es la fórmula de Malhotra para toda selección de muestra con apreciable data.

3.6. Técnicas de Recolección de Datos:

La recolección de datos fue tomada de las publicaciones de la SMV y BVL:

- Memorias Anuales
- Estados Financieros
- Indicadores bursátiles
- Reportes Estructurados de Gobierno Corporativo

3.7. Análisis e Interpretación de la Información:

Para el análisis e interpretación de la información se ha considerado:

- El cumplimiento de los cinco pilares fundamentales del GC enunciados por la OCDE y establecidos por la SMV en el Perú
- las principales ratios financieras que, según expertos, puedan reflejar mejor la creación del valor en las empresas de la muestra

Todo ello, con la finalidad primordial de poder tratar de encontrar alguna relación o causalidad directa o indirecta entre ellas, que pudiera explicar de manera detallada en el análisis de los resultados del presente trabajo de investigación, dicha relación de causalidad.

Entonces la identificación de las variables ha sido de acuerdo a la investigación y respecto a las hipótesis formuladas, por lo que se han identificado, construido y elaborado las siguientes variables:

a) Variables Dependientes:

- Q de Tobin
- ROA
- ROE
- ROI

b) Variables Independientes:

- Outsiders
- Board Size o Tamaño de la Junta Directiva
- Comités
- Accionistas
- IGC de elaboración propia para esta Tesis

c) Variables de Control:

- Apalancamiento o Leverage
- Liquidez
- Tamaño de la Empresa

3.8. Operacionalización de las Variables

Para la operacionalización se ha usado el registro de la data de los:

- valores financieros y
- valores de gestión del GC

Una vez acopiadas y registradas, se han relacionado dichos valores, haciendo uso de lo siguiente:

- las ratios financieras y
- las ratios o índices de gestión corporativa

Con la construcción de sus respectivos gráficos estadísticos se estimaron las incidencias, causalidades o efectos en el valor de las empresas. Este análisis de relaciones o causalidades entre las variables de investigación, se ha realizado haciendo uso de la teoría de modelos de regresión con panel de datos, cuya distribución se puede apreciar en el gráfico adjunto:

Gráfico 1: Operacionalización de las variables



Fuente: elaboración propia

3.9. Definición conceptual de variables

a) Variables Dependientes:

a.1) Q de Tobin = QTOBIN

creado por el Dr. James Tobin (Premio Nobel Economía 1981). Es un Indicador de Rentabilidad y Beneficios a largo plazo de un sector, La fórmula aplicada en esta tesis, es la que usa la BVL para toda empresa que cotiza en el mercado de capitales peruano, no es la fórmula de Chung and Pruitt (1994) del BCRP, la cual es de aplicación a nivel macro para toda la economía peruana.

a.2) ROA Return on Assets,

Es la rentabilidad del total de los activos de la empresa, significa el rendimiento de la empresa, generalmente debería ser siempre mayor a 5% para que la empresa sea considerada rentable. Este rango es vital para mantener el valor de los activos de la empresa en el mercado.

a.3) ROE = Return on Equity,

Mide la rentabilidad de la empresa sobre sus fondos propios, indica la capacidad para generar beneficios para sus accionistas (mide el rendimiento del inversor), generalmente el ROE siempre debe ser superior a la rentabilidad mínima que exige el accionista. En realidad, este es ratio que más interesa a los dueños de las empresas. Para que se vea reflejado en el precio o la cotización de su acción en el mercado bursátil.

a.4) ROI Return on Investment

Métrica para saber cuánto la empresa ganó o perdió a través de sus inversiones, según rendimiento de la inversión sin coste fiscal. Mayormente referida a la rentabilidad de los proyectos que realizan las empresas en el mercado.

b) Variables Independientes:

b.1) Outsiders = Directores Independientes:

Son los Directores Externos que forman parte de la Junta Directiva, provenientes de otras empresas del mismo rubro o no, con tal que exista diversidad en la Junta Directiva, lo exige no solo la OCDE sino también la SMV, si no hay Outsiders en la Junta Directiva, la empresa no es bien calificada en GC. La tendencia actual es que la cantidad de Outsiders sea cerca o superior a la tercera parte (1/3) del total de Directores que integran la Junta Directiva, priorizando la inclusión y diversidad, con preferencia en género a favor de la presencia femenina en las Juntas Directivas (Boards).

b.2) Board Size = Tamaño de la Junta Directiva

Es la suma total de los Directores Dependientes más los Directores Independientes (Outsiders), dicha cantidad total es según el tamaño de la empresa, por regla general no debería ser mayor a 15 integrantes.

b.3) Comités:

Grupos de Directores integrados para monitorear el cumplimiento de lo establecido en la Junta Directiva, supervisan que se cumpla lo acordado, ntegrados por grupos de Directores de la Junta Directiva.

b.4) Accionistas:

es un número ilimitado, integrado por los dueños de la empresa y son losque finalmente exigen que su acción en el mercado bursátil crezca o al menos que no pierda valor en el mercado local o internacional.

b.5) IGC: Índice de Gobierno Corporativo:

Elaborado ad-hoc para esta Tesis en función a rangos establecidos por el grado de cumplimiento de los cinco pilares del GC en Perú del 2010 al 2018, basado en la tendencia de cumplimiento del mercado empresarial peruano. Ver Anexo 6: Construcción del IGC.

c) Variables de Control:

c.1) Apalancamiento = Leverage

Se usa como una estrategia para aumentar las ganancias de una inversión. Mayormente se endeudan para financiar una inversión o proyecto. A mayor apalancamiento mayor riesgo. Es un arma de doble filo, porque si las empresas se endeudan para invertir estaría bien, pero si se endeudan para pagar gastos, entonces se pierde el apalancamiento.

c.2) Liquidez:

Ratio de valor financiero exigido por la BVL para ingresar al IBGC. Mostrar Liquidez para afrontar sus compromisos en corto y mediano plazo.

c.3) Tamaño de la Empresa

Tomado del Valor Total de todos los Activos que figuran en los Balances Generales de cada empresa publicada en la SMV.

3.10. Definición Operacional de las Variables:

a) Variables Dependientes

a.1) Q de Tobin: $QTOBIN = (\text{Cap. Burs.} / \text{Núm. Acc.}) / \text{Val.Cont.}$

Los activos de esta ratio se obtienen dividiendo el valor del mercado de un activo entre su valor intrínseco. Si un activo está sobrevalorado o sub-valorado.⁹ Sirve para predecir si la inversión de capital aumentará o disminuirá. Para construirlo se ha usado: capitalización bursátil (market capital), número de acciones y Valor Contable (Book Value). La QTOBIN siempre ha sido contrastada con respecto al valor Patrimonial de las empresas y muestra tres (03) rangos:

- **QTobin > 1** la empresa está **sobrevalorada**
Valor de empresa muy por encima de su valor patrimonial real.
- **QTobin = 1** la empresa está en su **nivel óptimo**
Valor de empresa está a su nivel de valor patrimonial real.
- **QTobin < 1** la empresa está **subvalorada**
Valor de empresa está por debajo de su valor patrimonial real.

La QTobin dice: si la inversión de capital de la empresa está creciendo o no, interpreta su valor de mercado ante los inversores.

a.2) **ROA (Return on Assets) = Ingreso Neto / Activos Totales**

Su fórmula es el cociente del ingreso neto antes de impuestos entre activos totales. Basado en los Estados Financieros de la SMV:

- ingreso neto, cuya data se puede obtener desde los Estados de Resultados de Pérdidas y Ganancias
- activos totales, tomados del Balance General.

⁹ (<https://economipedia.com/definiciones/rentabilidad.html>)

a.3) ROE (Return on Equity) = Ingreso Neto / Patrimonio Neto

Es la tasa de retorno esperada sobre el valor contable de las acciones, mide la relación entre el beneficio neto de la empresa y su cifra de fondos propios, es el ratio más esperado, buscado y monitoreado por los accionistas de la empresa. Para esta tesis los datos para construir este ratio, fueron tomados del Balance General de la SMV:

- ingreso neto y patrimonio neto

a.4) ROI (Return on Investment) = GNE / ((ATI + ATF) / 2)

Construido con data de los Estados Financieros de la SMV:

- beneficio antes de intereses e impuestos (equivale a la ganancia neta o resultado neto del ejercicio = GNE)
- valor de la inversión = suma promedio de ((Activo Total Inicial (ATI) + Activo Total Final (ATF))

b) Variables Independientes

b.1) Outsiders = Directores Independientes:

La norma dice que, si el total de Directores, tiene:

- menos de 5 Directores en la Junta Directiva, entonces debe tener como mínimo un (01) Outsider.
- más de 5 Directores en la Junta Directiva, entonces debe tener un tercio (1/3) del total como Outsiders.

b.2) Board Size = Tamaño de la Junta Directiva

La OCDE dice que la Junta Directiva no debe ser muy numerosa, para una mayor eficiencia no debería ser mayor de 12 los integrantes de la Junta, lo ideal es que oscile en un rango de 8 a 12 personas.

b.3) Comités:

no existe un número limitado de Comités para una empresa, pero cuantos más sean, mayor será su confiabilidad, estos pueden ser:

- Comité de Auditoría,
- Comité de Riesgos,
- Comité de Remuneraciones y Compensaciones,
- Comité de Supervisión y Control,
- Comité de Cumplimiento de Gobierno Corporativo, etc.

b.4) Accionistas = Propietarios de la empresa

Es el número de propietarios o dueños del negocio, quienes poseen la titularidad del volumen de las acciones ordinarias

b.5) IGC: Índice de Gobierno Corporativo:

Ver Anexo 6: Construcción del IGC

c) Variables de Control

c.1) Apalancamiento = Valor Deuda / Total Activos = Leverage

Construido en base a los Estados Financieros de la SMV.

- ✓ Valor de deuda
- ✓ Total de activos

c.2) Liquidez = Activos Corrientes / Pasivos Corrientes

Data del Balance General de cada empresa.

c.3) Tamaño de la Empresa: TAM = Valor Total de Activos

Todo lo que le otorga valor a la empresa, como: los bienes inmuebles, activos en metales preciosos, monedas extranjeras, inversiones dentro y fuera del país.

3.11. Unidad de Análisis

a) **económica - financiera** del Perú, debidamente registrada en

a.1) SMV = Superintendencia del Mercado de Valores

a.2) BVL = Bolsa de Valores de Lima

b) **encuestas sobre Gobierno Corporativo** que aparecen en:

b.1) Memorias de cada empresa seleccionada,

b.2) Encuestas de E&Y publicadas en “La Voz del Mercado”

b.3) Índice de Buen Gobierno Corporativo de la BVL.

Todas auditadas del 2010 al 2018 con la finalidad de identificar las relaciones o causalidades entre dichas variables, y analizar su valoración.

3.12. Población y selección de la muestra de estudio

a) La población

Para poder realizar este estudio, se tomó el conjunto de las empresas registradas en la BVL y principalmente las que hayan mostrado continuidad en el mercado (aunque hayan cambiado de nombre en su evolución), con información disponible y auditada. Además, debían mostrar cantidad y precio de sus acciones en el mercado

b) La muestra

Para la presente muestra se estudiaron inicialmente a diez (10) empresas seleccionadas de la economía peruana que hayan estado registradas en la BVL y que a su vez hayan cumplido también con la debida aplicación de los 31 principios del GC establecido por la SMV para el caso peruano y que hayan pertenecido al ranking de las mejores empresas en GC.

Estas empresas también han sido seleccionadas considerando algunos de los sectores de la economía peruana, según se muestra en el cuadro siguiente:

TABLA 2: Muestra de las empresas seleccionadasROI
Datos de la Superintendencia del Mercado de Valores
 2010 – 2018

EMPRESAS	SECTOR ECONÓMICO
BBVA Continental	BANCOS
IFS	
SCOTIABANK	
Alicorp	INDUSTRIAL
Cementos Pacasmayo	
Ferreycorp	
Engie	SERVICIOS
Telefónica	
Rimac Seguros	
Buenaventura	MINERA

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

La muestra final ha quedado formada de la siguiente manera:

- Finalmente han sido nueve (09) empresas de la BVL y SMV
- distribuidas en tres (03) sectores de la economía peruana: Banca, Industria y Servicios, habiéndose descartado a la compañía minera Buenaventura del sector minero, por haber sido la única representante de dicho sector de la economía peruana y por no haber tenido otra empresa del mismo sector contra quien compararla
- El periodo de la investigación para esta tesis ha sido desde el 2010 hasta el 2018 inclusive, es decir durante 9 años-
- En total $9 \times 9 = 81$ datos por cada empresa.

3.13. Técnicas de recolección de datos

Las técnicas usadas para el recojo de los datos para la presente Tesis, provienen de un proceso que va desde:

➤ **Selección** de las empresas que cotizan en Bolsa:

Se consideraron solo aquellas que demostraron información disponible, debidamente auditada y sin interrupción a lo largo de los años del análisis de éste estudio del 2010 al 2018, y que hayan mostrado continuidad, aunque hayan cambiado de nombre o razón social.

➤ **identificación de las empresas:**

se identificaron solo aquellas empresas que hayan aplicado los 31 principios de Buen GC en sus organizaciones, según consta en los reportes anuales del índice de Buen GC de la BVL con su respectiva calificación y solo se han considerado aquellas empresas que mayormente se hayan mantenido vigentes en dicho índice.

➤ **definición del ámbito o sector:**

Como en toda investigación, se ha encontrado que, para efectos de un mejor análisis de la QTobin de las empresas, esto debe realizarse dentro del grupo de empresas del mismo sector de la economía peruana, al cual pertenecen dichas empresas, y que a su vez hayan priorizado la aplicación del GC en sus organizaciones. Para esta tesis se identificaron inicialmente a cuatro (04) sectores de la economía peruana, cuyas empresas hayan sido las más premiadas en GC como: Banca, Industrial, Servicios y Minería (aún cuando se había obtenido toda la información de estos 4 sectores, el sector de Minería finalmente no fue considerado en esta tesis, porque solo se había seleccionado a una única empresa de este sector, y no se tenía otra empresa del mismo sector con quien comparar los resultados).

➤ **construcción de las ratios financieras:**

para construir las ratios financieras de cada empresa de la muestra, se ha tenido que:

- recurrir a los expertos en finanzas, pues
- si bien los libros muestran fórmulas estandarizadas,
- estas no siempre son de aplicación directa, porque a veces
- la data o información requerida ha sido desglosada en otros reportes o cuadros financieros con otras denominaciones contables particulares propias del negocio,
- Por ello, en algunos casos se ha tenido que cruzar información, para poder construir las ratios financieras adecuados para cada empresa de la muestra en este estudio.

➤ **recojo de la parte cualitativa:**

con la data e información proveniente de las encuestas de Ernst & Young en “La Voz del Mercado” sobre las variables independientes (Outsiders, Board Size, Comités, Accionistas) propias del GC, se seleccionó alguna data de encuestas públicas al modelo de esta tesis.

Pero dichas encuestas eran exclusivamente con respuestas dicotómicas de cumplimiento (significa con respuestas: si o no) las cuales fueron formuladas a los encuestados, estas respuestas han sido identificadas, cruzadas y verificadas con la información auditada y publicada en las Memorias de las respectivas empresas en estudio.

Y para incorporarlas en el modelo de la tesis, tuvieron que ser normalizadas, quiere decir, convertidas de cualitativa a cuantitativa mediante rangos que se han establecido acordes al cumplimiento de los principios de GC de cada empresa de la muestra. Por lo que para esta tesis, se ha creado un índice de GC ad-hoc a nuestra realidad para las empresas en estudio, siendo este IGC un verdadero: **”VALOR AGREGADO”** de la tesis.

➤ **fuentes de obtención:**

toda la data seleccionada ha sido proporcionada por los documentos, reportes, publicaciones, cuadros e informes publicados por:

- OCDE
- McKinsey,
- Deloitte,
- Instituto de Gobierno Corporativo - IGC
- Banco Mundial,
- Banco Central de reserva del Peru - BCRP,
- Bolsa de Valores de Lima - BVL,
- Superintendencia del Mercado de Valores - SMV
- Journals de Finanzas,
- Journals de Administración y Gestión

Así también se ha recurrido a realizar entrevistas a varios expertos y profesionales altamente calificados en el tema según su especialidad, e institución respectiva, como:

- ✓ Rodny Rivera Vía, de la SMV
- ✓ Omar Paz, de la SMV
- ✓ Horacio Córdova, de la BVL
- ✓ Víctor Mercado, de Telefónica Factoring Perú SAC
- ✓ Pedro Arbulú, de la Universidad de Bordeaux, Francia
- ✓ Stephen Davis, de Harvard University (HBS)
- ✓ Jesús Chávez, de la UNCP
- ✓ Víctor Cabanillas, de la UNMSM
- ✓ César Monterroso, de la UCSS
- ✓ Víctor Giudice, de la UNMSM

3.14. Matriz de Consistencia:

TABLA 3: “Impacto del Gobierno Corporativo en la variabilidad del Valor de las Empresas. Caso Perú 2010 - 2018”

"Impacto del Gobierno Corporativo en la variabilidad del Valor de las Empresas, Caso Perú : 2010-2018"				
Problemática	Objetivos	Hipótesis	Variables	Metodología
Problema General	Objetivo General	Hipótesis	Variables e Indicadores	
¿ En qué medida la gestión del Gobierno Corporativo impacta en el valor de las empresas ?	Medir el impacto de la gestión del Gobierno Corporativo en el Valor de las empresas	La gestión del Gobierno Corporativo impacta positivamente en el Valor de las empresas	VARIABLES DEPENDIENTES : (Y) QTobin, ROA; ROE; ROI	MÉTODO : Hipotético, Deductivo / Inductivo TIPO de INVESTIGACIÓN : Investigación Básica
Problemas	Objetivos	Hipótesis		
En qué medida la gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta en la Q de Tobin de las empresas	Medir el impacto del Gobierno Corporativo (GC) en la Q de Tobin de las empresas	La gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta positivamente en la Q de Tobin de las empresas	VARIABLES INDEPENDIENTES : (X) Outsiders (Directores Externos), Board Size (Tamaño de la Junta), Comités, Accionistas, Indicador de Gobierno Corporativo (IGC)	NIVEL de INVESTIGACIÓN : Descriptivo - Correlacional, No Experimental TÉCNICAS ANÁLISIS de DATOS : Métodos Estadísticos
En qué medida el la gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta en el ROA de las empresas	Medir el impacto del Gobierno Corporativo (GC) en el ROA de las empresas	La gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta positivamente en el ROA de las empresas	VARIABLES DE CONTROL : (Z) Leverage (Apalancamiento), Liquidez, Size (Tamaño)	NO PARAMÉTRICO : Frecuencias y Ajuste PARAMÉTRICO : Modelos de Regresión y Análisis de Varianza
En qué medida el la gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta en el ROE de las empresas	Medir el impacto del Gobierno Corporativo (GC) en el ROE de las empresas	La gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta positivamente en el ROE de las empresas	INDICADORES de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) : Memorias y Archivos Estructurados de Gobierno Corporativo de empresas locales y regionales, usados como variables Independientes de la Tesis	ANÁLISIS de RELACIONES : Causa-Efecto MUESTREO : Selección de Empresas BVL y SMV
En qué medida la gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta en el ROI de las empresas	Medir el impacto del Gobierno Corporativo (GC) en el ROI de las empresas	La gestión del Gobierno Corporativo (GC) impacta positivamente en el ROI de las empresas	HERRAMIENTA : Métodos Estadísticos Multivariantes	TÉCNICAS : Fuente de Datos : SMV, BVL, Deloitte, Universidad Harvard, McKinsey, E&Y, BCRP INSTRUMENTOS : Fichas de Recojo de Datos, Software Estadístico - Econométrico

Fuente: Elaboración propia

3.15. Indicadores de Gobierno Corporativo

El informe Cadbury de 1992 definió al GC como “el sistema por el cual las compañías eran dirigidas y controladas”. Sin embargo, recién el año 1999 la OCDE estableció unas directrices como principios-marco para identificar y plantear objetivos éticos en las empresas. Luego se han establecido diversos indicadores para definir el GC, siendo la Junta Directiva una de las más importantes, sino la más primordial del GC.

La Junta Directiva es y sigue siendo la principal herramienta que los accionistas usan para controlar a los directivos o gerentes de las empresas (Fama y Jensen, 1983).

Entonces, las características de estas Juntas Directivas serán la clave para medir el nivel de su cultura organizativa. Se ha visto que en épocas de crisis la Junta Directiva adquiere mayor relevancia que en épocas de bonanza (Chatterjee y Harrison, 2001; Lorsch y MacIver, 1989) (Daily, 1996; Daily y Dalton, 1994). Así, se han encontrado algunos indicadores fundamentales más usados para el estudio de la Junta Directiva como:

1) BOARD SIZE (tamaño de la Junta Directiva),

medido por el número total de integrantes de la junta directiva, integrado por directores internos propios de la organización y por directores externos a la organización

2) RATIO: DIRECTORES INTERNOS / EXTERNOS:

número de consejeros independientes sobre los internos. La evidencia ha demostrado que la eficacia de la Junta Directiva se relaciona directamente con el grado de independencia de sus Directores y

3) DUALIDAD del PODER del CEO,

significa limitar la doble función que podría crear conflicto de intereses en la empresa, quiere decir, evitar que el Director General de la Junta Directiva sea a su vez también el CEO de la empresa.

4) OTROS INDICADORES

utilizados para definir el GC, realizado por varias empresas:

- **efectividad de la Junta Directiva**,
interpretado por el número de reuniones realizadas por la Junta Directiva durante un ejercicio económico. La evidencia ha demostrado que la frecuencia de reuniones está inversamente relacionada con el valor de la empresa (Vafeas, 1999).
- **remuneración de los directivos**,
expresado en función a los ingresos percibidos por la Junta Directiva en su totalidad en unidades monetarias, incluida sus compensaciones.
- **estructura de la propiedad (ownership)**,
subdividido en indicadores como:
 - concentración de la propiedad para evitar la existencia de un accionista dominante o accionista mayoritario
 - Identidad del propietario (inversores institucionales, persona física o grupo familiar) y
 - Participación accionarial de los gestores (consejeros y directivos)

La evidencia ha demostrado que todos estos indicadores han sido difíciles de objetivizar, no solo por país de origen de la empresa, sino también por lo complicados que han sido para ser cuantificables (Galve y Salas, 1993-1994 para el caso español); (Mudambi y Nicosia, 1998 para el caso británico); Demsetz y Lehn, 1985 para el caso estadounidense).

Existen otros indicadores de GC como el sistema de control interno de la alta dirección, que son difíciles de conseguir desde el exterior de las empresas.

Sin embargo, para tener variables objetivas, que incluya analizar el nivel y madurez de la cultura organizativa de una organización en el GC, entonces se tendrían que considerar los siguientes indicadores del GC:

- la estructura del Consejo
- el número de consejeros independientes
- la dualidad del CEO
- la efectividad del Consejo y
- la remuneración de los directivos.

Actualmente existen varios tipos de Indicadores de GC:

- cualitativos,
- cuantitativos y
- de gestión,

algunas instituciones han logrado establecer algunos de los principales indicadores, entre estas instituciones se puede mencionar a:

❖ **Good Governance Report (GGR) = Reporte de Buena Gobernanza**

Reporte emitido cada año por el IOD (Institute of Directors) del Reino Unido, en su Reporte 2017 el GGR mostró 47 indicadores distribuidos en 5 categorías como sigue:



FIGURA 8: The Five (05) Board Corporate Governance Categories
Fuente: The 2017 Good Governance Report The great governance debate continued

NOTA a la Figura 8: El reporte de GC analiza las 5 categorías o áreas que debería considerar toda Junta Directiva en el GC de una empresa,

estas son:

a) Board Effectiveness = Eficacia del Consejo

- Separar el CEO del Chairman
- Porcentaje de Directoras Femeninas
- Rango de edad para la Junta de Directores
- % de asistencia a las reuniones de la Junta Directiva

b) Audit & Risk / External Accountability = auditoría y riesgo / responsabilidad externa

- Proporción de honorarios por trabajos de auditoría y
- % de asistencia a la reunión del Comité de Auditoría
- Puntuación en RepRisk.com (ESG Data Science)
- Años con la compañía de auditores actual

c) Remuneration & Reward (remuneración y recompensa)

- Remuneración promedio de los directores ejecutivos
- % de pago del CEO en stock
- Provisión de recuperación para compensación ejecutiva
- % asistencia a la reunión del Comité de Compensación

d) Shareholder Relations (relaciones con los accionistas)

- Rendimiento de capital ordinario
- ¿tiene la Empresa una Política para resoluciones o propuestas sobre el compromiso de los accionistas?
- Decir sobre el nivel de apoyo salarial

e) Stakeholder Relations (relaciones con los grupos de interés)

- Las empresas más admiradas
- Signatario del Pacto Mundial de la ONU
- Protección de los empleados
- Política de denuncia de irregularidades
- Es la empresa un signatario del código de pronto pago

❖ **La Universidad Complutense de Madrid:**

El Departamento de Economía Financiera y Contabilidad ha publicado: “Impacto de los Indicadores del GC en los Resultados Empresariales” por Erika López-Quesada, donde relacionaron los principios de GC con la gestión de las empresas españolas, mostrando 2 grupos de acción con los siguientes Indicadores de GC:

a) **Estructura de la Junta Directiva:**

- **Tamaño del consejo:** número total de consejeros.
- **Ratio de Directores internos/externos:** medido como el número de directivos independientes sobre los internos.
- **La eficacia de la Junta** relacionada con el grado de independencia del mismo
- **La dualidad del poder del CEO**, ver si el director general es también el presidente de la empresa o no.
- **Efectividad de la Junta:** medida por el número de reuniones **Remuneración** de los Directivos

b) **Estructura de la Propiedad (ownership)**, según Leyes del país:

- **concentración de la propiedad** (grandes accionistas y accionistas minoritarios),
- **identidad del propietario** (inversores institucionales, persona física o grupo familiar) y
- **participación accionarial** de los gestores (consejeros y directivos).
- **Sistema de Control Interno**

Para esta Tesis, se seleccionaron conceptos de contabilidad (botton-line), rentabilidad y mercado, como el saldo de Pérdidas y Ganancias se analizaron con los indicadores del GC porque, a la empresa le interesa obtener beneficios para justificar su continuidad en el mercado. Y estos resultados contables finalmente podrían condicionar su valor en el GC, ya que influyen directamente en la remuneración de sus propietarios.

CAPÍTULO 4: RESULTADOS Y DISCUSIÓN

4.1. Análisis, Interpretación y discusión de Resultados

Para medir y contrastar las hipótesis se utilizaron modelos de Regresión por PANEL de DATOS. El modelo adoptado está dado por:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 IGC_{it} + \gamma_1 leverage_{it} + \gamma_2 liquidez_{it} + \gamma_3 Insize_{it} + \epsilon_{it}$$

Donde:

Y_{it} : Variable Dependiente representa a: QTobin, ROA, ROE, ROI.

β_i : parámetros asociados a los indicadores de la adopción de GC

$IGC_{it} = Outsiders_{it} + BoardSize_{it} + NComites_{it} + NAccionistas_{it}$

γ_j : parámetros asociados a las VC (Leverage, Liquidez, Size)

ϵ_{it} : término de error.

it : indicador de la empresa "i" en el tiempo "t".

Se estimaron los parámetros para cada variable dependiente (VD) y los reportes se obtuvieron del software estadístico econométrico Stata v.15. Según las hipótesis planteadas, se espera que los estimadores asociados a los parámetros de las variables independientes (VI) sean significativas:

$$p_valor = (z > |tc|) \text{ sea un valor} < 0.05,$$

Esta unidad de medida estadística mide la probabilidad de cometer un error tipo I (probabilidad de rechazar la no significancia, dado que la V.I.: Variable Independiente es significativa en términos estadísticos).

4.2. Pruebas de Hipótesis

Primero se estructuró una hipótesis básica o Hipótesis General H0, seguida de las cuatro (04) hipótesis específicas, para poder demostrar las causalidades en cada una de ellas, según el sector al que pertenezcan y finalmente ver, si se acepta o rechaza la hipótesis general. Estas Hipótesis son:

- H0:** La gestión del GC impacta positivamente en el Valor de las empresas
- H1:** La gestión del GC impacta positivamente en la QTOBIN de las empresas.
- H2:** La gestión del GC impacta positivamente en el ROA de las empresas
- H3:** La gestión del GC impacta positivamente en el ROE de las empresas.
- H4:** La gestión del GC impacta positivamente en el ROI de las empresas

La población lo conforman las empresas bursátiles que cotizan en la BVL y la muestra formada por las nueve (09) empresas de tres (03) sectores de la economía peruana, se ha descartado a la compañía minera Buenaventura por haber sido seleccionada como la única representante de dicho sector de la economía peruana y no tendría como compararse. Las empresas son:

- **Banca** : **BBVA Continental, IFS, Scotiabank**
- **Industrial** : **Alicorp, Cementos Pacasmayo, Ferreycorp**
- **Servicios** : **Engie, Telefónica del Perú, Rímac Seguros.**

El estadístico de prueba mostrará las evidencias. El cálculo del valor P es para encontrar evidencias como las observadas o más extremas, y donde: $P > |z|$ es el resultado óptimo el cual debería ser < 0.05 ; para finalmente tomar la decisión de rechazar o no rechazar las hipótesis.

4.2.1. Hipótesis General:

La gestión del GC impacta positivamente en el Valor de las empresas

TABLA 4: Variables en estudio
*Estadísticas descriptivas de todas las Variables
2010 – 2018*

	Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
VD Explicadas o Dependientes	<u>Q_Tobin</u>	81	2.303033	1.08781	0.3296703	7.211538
	ROA	81	0.3096022	0.326396	0.0001762	1.301457
	ROE	81	0.7588559	0.636686	0.0001775	2.994464
	ROI	81	0.106965	0.1077443	-0.0402575	0.4136883
VI Explicativas o Independientes	Outsiders	81	3.333333	1.414214	1	7
	<u>Board_Size</u>	81	8.333333	2.150581	5	13
	<u>Num_Comites</u>	81	2.851852	1.096712	1	5
	<u>Num_Accion~s</u>	81	11664.83	25220.17	240	84690
	<u>Ln_Num_Acc~s</u>	81	7.843124	1.598179	5.480639	11.34675
	IGC	81	5.555556	1.688194	3	9
VC Variables de Control	Leverage	81	0.5588526	0.2755107	0.0046289	0.9228762
	<u>Liquidez</u>	81	1.378662	1.79166	0.1547	12.3789
	Size	81	1.59E+07	2.21E+07	659005	8.11E+07
	<u>Ln_Size</u>	81	15.75292	1.2647	13.39849	18.21139

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

- La Tabla 4 muestra la relación directa de todas las hipótesis con sus respectivas variables para los 3 sectores en estudio: Banca, Industria y Servicios (09 empresas en 09 años = 81 datos para cada variable), donde:
 - Mean = es el indicador de tendencia y la
 - desviación estándar = es un indicador de volatilidad,
 - VC = ratios financieras del promedio de los inter-sectores (B, I, S)
 - VI = indicadores de la estructura de gobernanza, muestran el promedio de los inter-sectores estudiados (B, I, S)
- Los gráficos para este análisis se muestran para cada variable en estudio, según se explica a continuación.

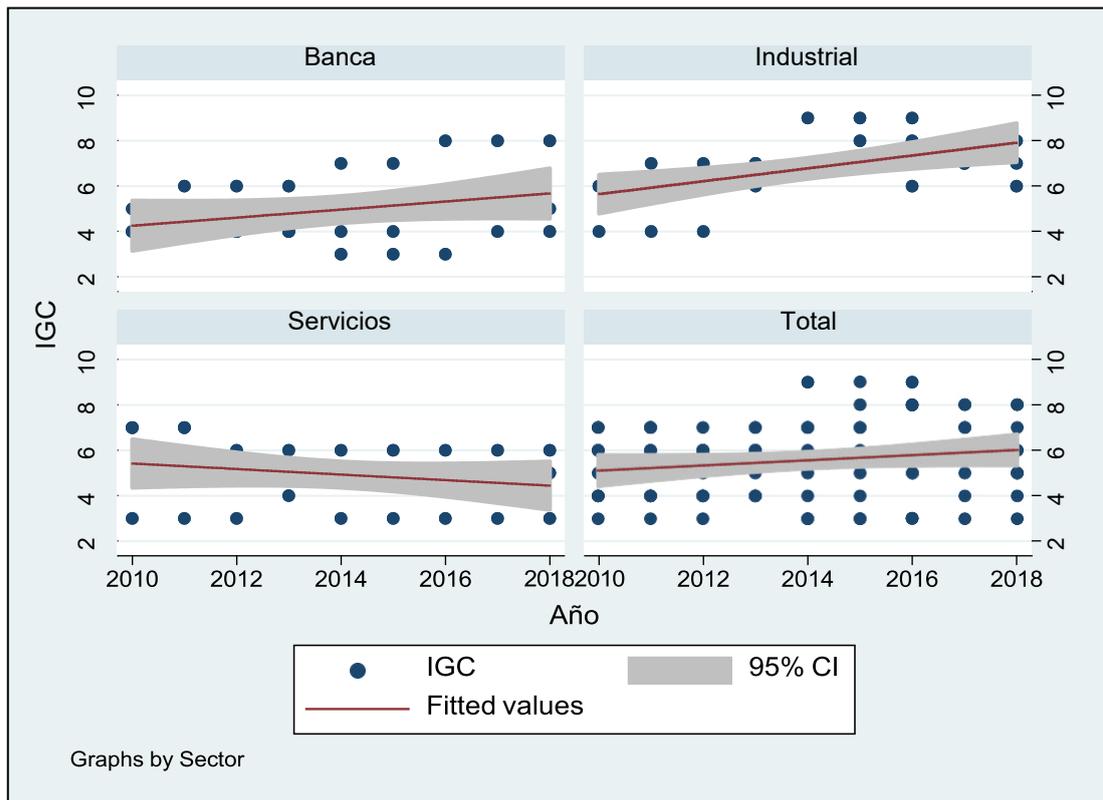


FIGURA 9: Índice Gobierno Corporativo (IGC) por Sectores 2010-2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

En la FIGURA 9, se observa claramente que en el IGC por año:

- la pendiente que más sobresale es en los sectores Banca e Industria
- Sin embargo, el sector Servicios muestra una pendiente **a la baja**,
- obviamente que en el acumulado todos suben levemente.

Entonces es el sector Banca, el que lidera el mercado en GC, siendo la Banca el sector que busca financiamiento ante la banca de inversión internacional, para sus inversiones y en apoyo a los demás sectores de la economía.

La Banca de Inversión internacional además de pedir resultados financieros, ahora también exige **cumplimiento de los principios de GC**. Lo cual ha sido corroborado por la mayoría de los Bancos que han sido premiados a lo largo del período 2010-2018, en la “Voz del Mercado” de E&Y.

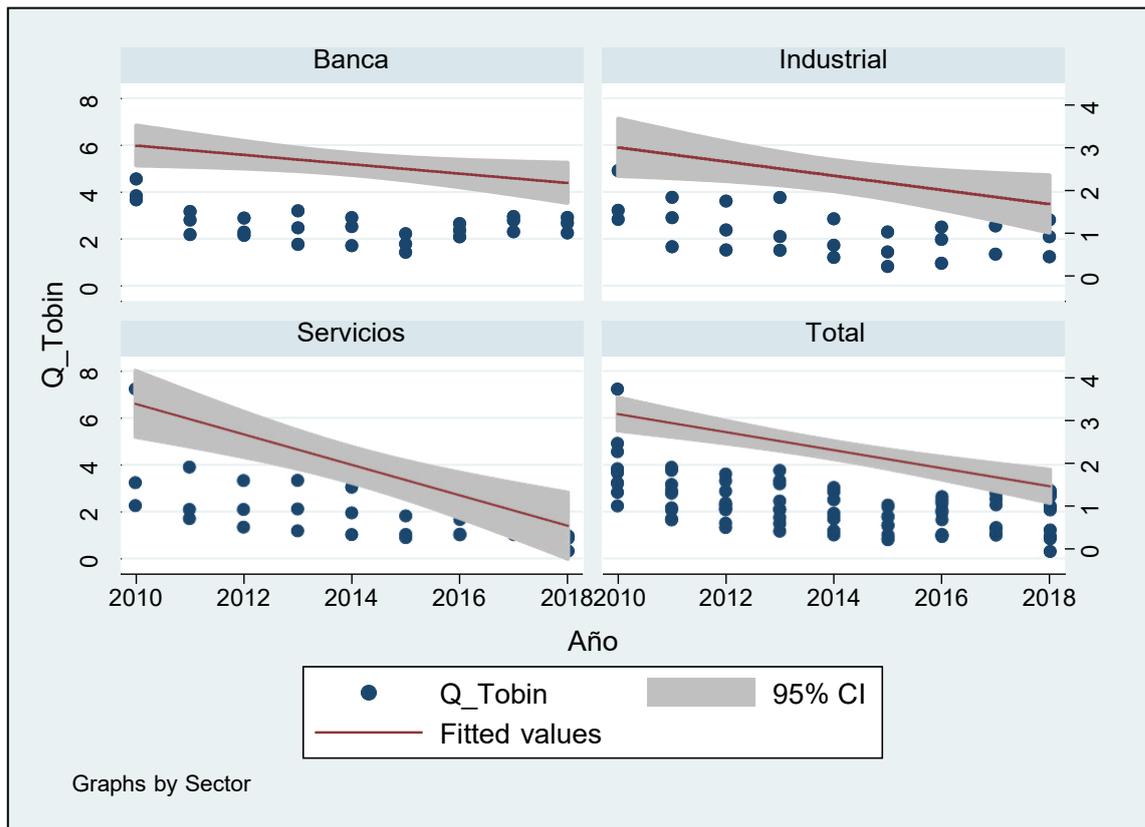


FIGURA 10: QTobin por Sectores 2010 - 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

En la FIGURA 10, se observa que la QTobin la cual representa la performance del GC en las empresas, muestra pendiente negativa en todos los sectores, y es el sector Servicios el que **más baja** del 2010 al 2018, estas empresas son:

- Engie, consolida a las empresas de energía Eléctrica en el Perú
- Telefónica del Perú, empresa de servicio de Telecomunicaciones y
- Rímac Seguros, de vida, autos, vivienda, salud, jubilación, etc.

Es decir, empresas que han sido muy cuestionados en su satisfacción al cliente por lo que sus capitalizaciones bursátiles a lo largo del período 2010 al 2018 han ido en forma descendiente, y es que dicho **mercado bursátil es muy sensible a la reputación y prestigio de las empresas** porque se basa prioritariamente en la **confianza del cliente**, y la capitalización bursátil es un componente fundamental en la fórmula de la QTobin.

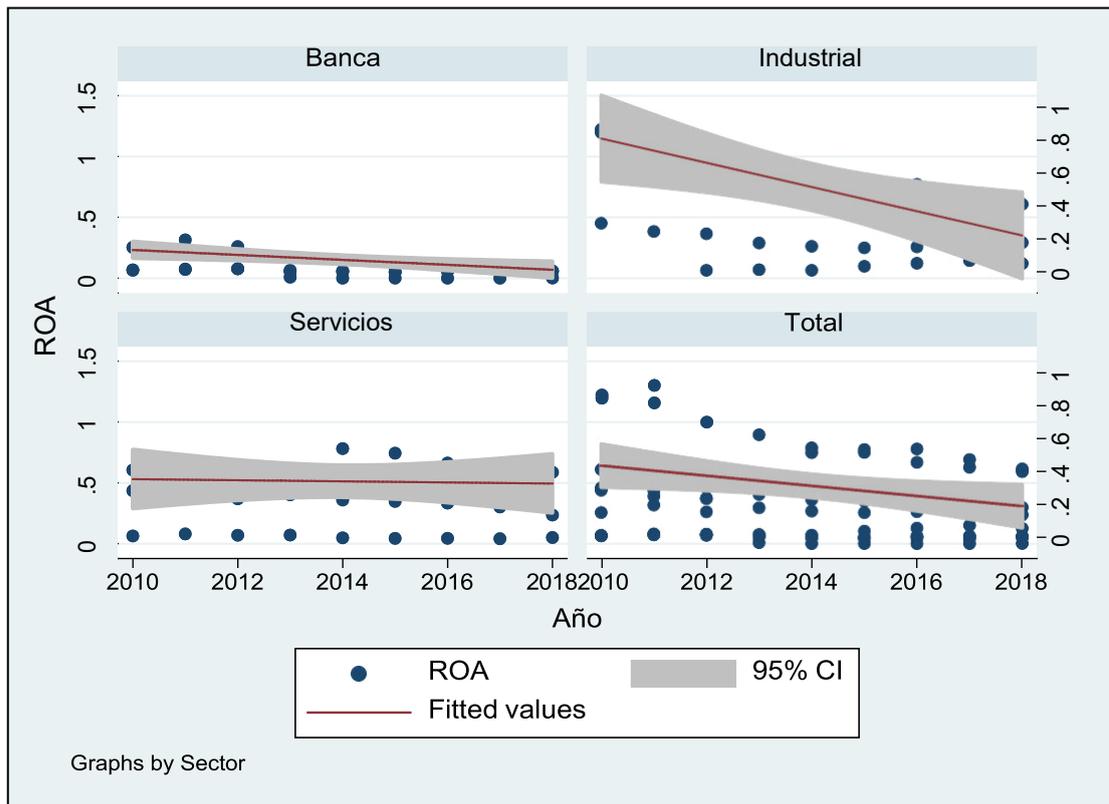


FIGURA 11: ROA por Sectores 2010 al 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

En la FIGURA 11, los tres sectores en estudio nos han mostrado lo siguiente:

- Se mantienen constantes, mayormente las pendientes en el Sector Banca y en el Sector Servicios, debido a su pendiente más estable, por lo que están demostrando que sus activos están rindiendo rentabilidad en sus respectivas empresas de los sectores mencionados.
- El sector Industrial muestra pendiente a la baja, con una pendiente mucho más acentuada que en los otros dos sectores. El ROA está a la baja, en caída libre durante todo el período de análisis del 2010 - 2018 inclusive, con énfasis en el sector Industrial el cual está integrado por:
 - Alicorp,
 - Cementos Pacasmayo y
 - Ferreycorp,

Dichas empresas en estudio, han demostrado que, en lugar de darle valor agregado al crecimiento de sus respectivas empresas, les está destruyendo su valor agregado, pues el **ROA lo que refleja es el rendimiento sobre sus activos y/o rendimiento sobre su inversión**, por lo que, si este rendimiento cae constantemente, quizás sea mejor invertir en otro sector o en otro tipo de negocio.

Recordemos que el ROA o rentabilidad económica, es un indicador de la rentabilidad del total de los activos de una empresa antes de impuestos (EBIT o BAI), e independiente de las fuentes de financiamiento. Además, para que una empresa sea valorada positivamente en el mercado, debe tener un **ROA > 5%**.

Según el gráfico mostrado líneas arriba se ha observado que:

- a lo largo del período 2010 al 2018 el sector industrial, representado por: Alicorp, Cementos Pacasmayo, Ferreycorp, han demostrado una caída constante en su ROA,
- esto ha sido explicado mayormente por **una caída en la rentabilidad** de los activos de dichas empresas, y
- porque no han estado generando los suficientes ingresos para incrementar la rentabilidad de sus activos,
- en consecuencia, están perdiendo valor frente al mercado.

Esto quizás haya sido motivado mayormente por la restricción progresiva de la baja demanda de sus productos en el mercado peruano o por una mayor presencia de la competencia en el mercado local.

Por lo que, se sugiere innovar en dichas empresas, o ampliar sus líneas de negocio, o cambiar de giro en el negocio, para poder potenciar los ingresos de sus empresas.

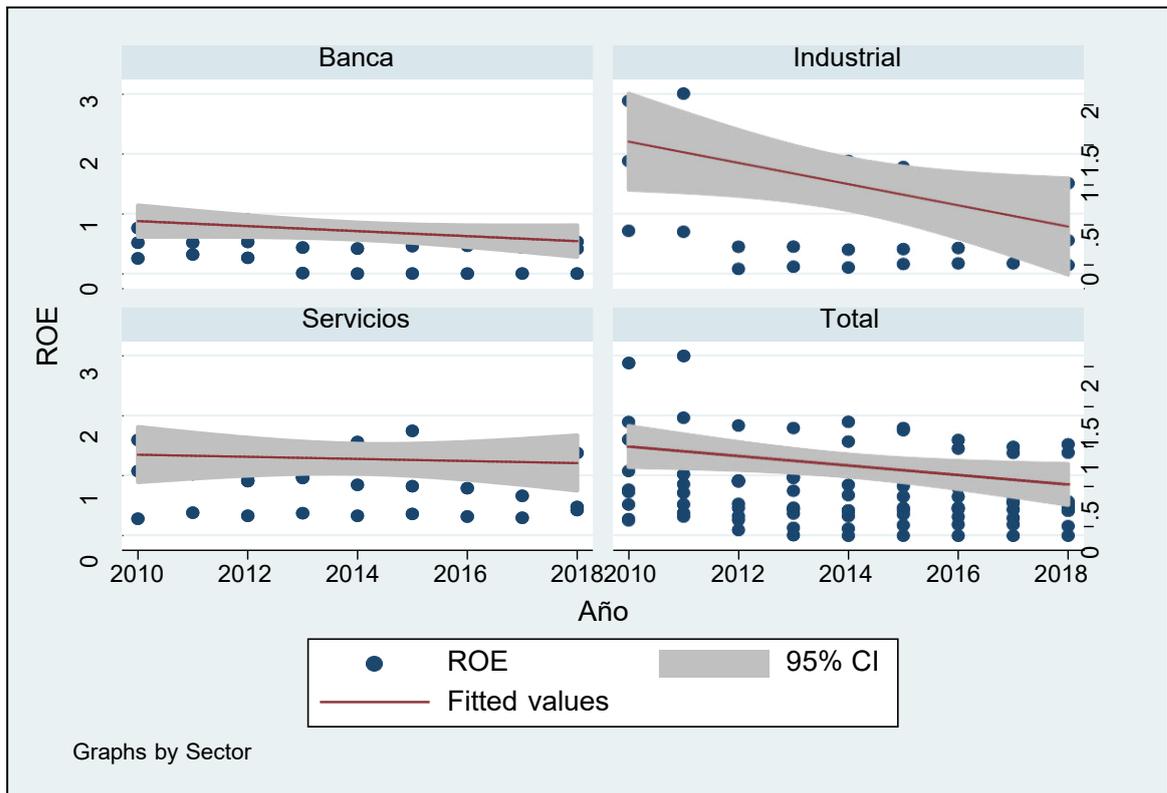


FIGURA 12: ROE por Sectores 2010 al 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

El ROE o rentabilidad financiera mide el **rendimiento del capital invertido por los accionistas** (fondos propios o Patrimonio) en la empresa y a diferencia del ROA, el ROE no considera la ratio de endeudamiento (riesgo).

En la FIGURA 12, se puede apreciar que durante el periodo 2010 al 2018, es el sector Industrial el que más se ha deteriorado, está **a la baja** según su fórmula de aplicación y la data obtenida de las Memorias registradas en la SMV, esto indica que evolutivamente ha disminuido debido a que:

- si bien su Patrimonio neto ha aumentado por el capital que han invertido los accionistas en dichas empresas, sin embargo,
- se ha observado que durante el último año este sector industrial es el que menores ingresos netos ha generado sobre sus recursos propios. La única forma de mejorar este rendimiento, es mejorar los ingresos vía eficiencia, competitividad y/o reducción de gastos.

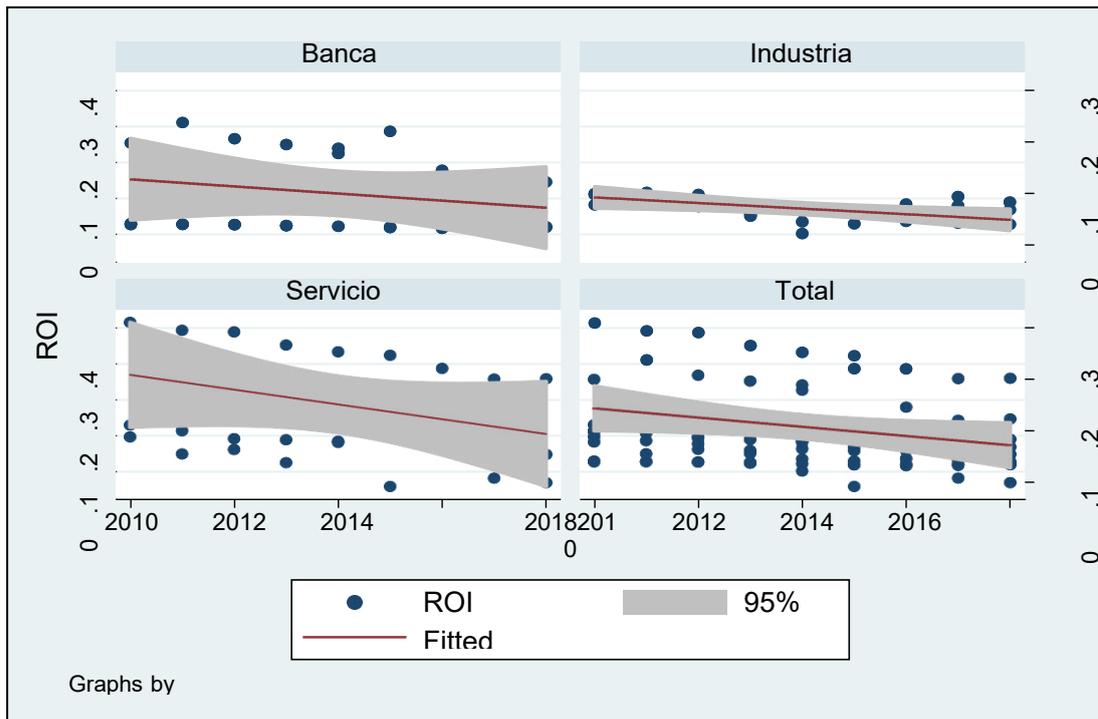


FIGURA 13: ROI por sectores del 2010 al 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

ROI es una métrica financiera que relaciona el dinero ganado con el dinero invertido. La FIGURA 13 muestra el comportamiento del ROI parecido al ROE, todos con pendiente negativa, **a la baja**. Significa que, el retorno de la inversión en los 3 sectores (por cada sol invertido en c/u de dichas empresas) no ha sido muy prometedor, ya que todos decrecieron del 2010 al 2018. El Sector Servicios es el que más ha sufrido, quizás su inversión no ha sido tan grande como lo ha sido en el Sector Industrial, para explicarlo mejor, sería preciso conocer su respectivo WACC. Por lo tanto, según Figuras N°9, 10, 11, 12 y 13 se puede decir que:

- las Variables Dependientes (VD): QTobin, ROA, ROE, ROI, han mostrado tendencia **a la baja** del 2010 al 2018.
- Finalmente, se observa que existe heterogeneidad asociada a la naturaleza de la muestra en estudio, y correspondiente relación con el entorno económico que enfrentan, porque se ha trabajado con diferentes sectores de la economía peruana que enfrentan diferentes entornos durante los 9 años de análisis.

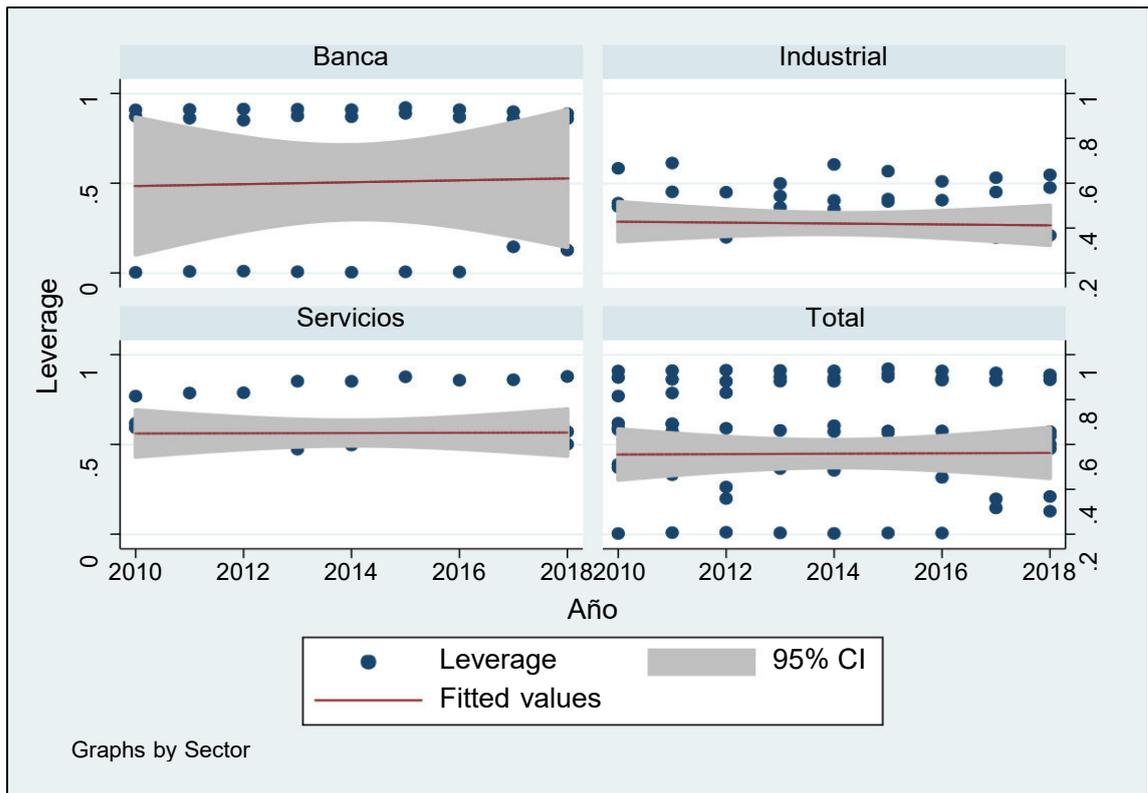


FIGURA 14: Apalancamiento por Sectores del 2010 al 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

El apalancamiento (Leverage) es una estrategia usada por las empresas para aumentar las ganancias de una inversión. Se endeudan para financiar una inversión o proyecto, vía créditos o deuda (apalancamiento financiero), o vía costes fijos (apalancamiento operativo) para incrementar la rentabilidad final de la inversión. A mayor apalancamiento, mayores riesgos para la empresa. Se debe recordar que el apalancamiento no necesariamente es malo, si se apalanca para invertir, es bueno, pero si se apalanca para pagar gastos, entonces el apalancamiento no es bueno.

La FIGURA 14: muestra que el Apalancamiento se ha mantenido y se mantiene gráficamente constante, esto se debe mayormente porque el valor de la deuda de dichas empresas ha permanecido proporcional a su total de activos a lo largo del período 2010 al 2018, con la finalidad de mantenerse en el mercado local, financiando sus proyectos y así lograr mayores ganancias para las empresas de dichos sectores.

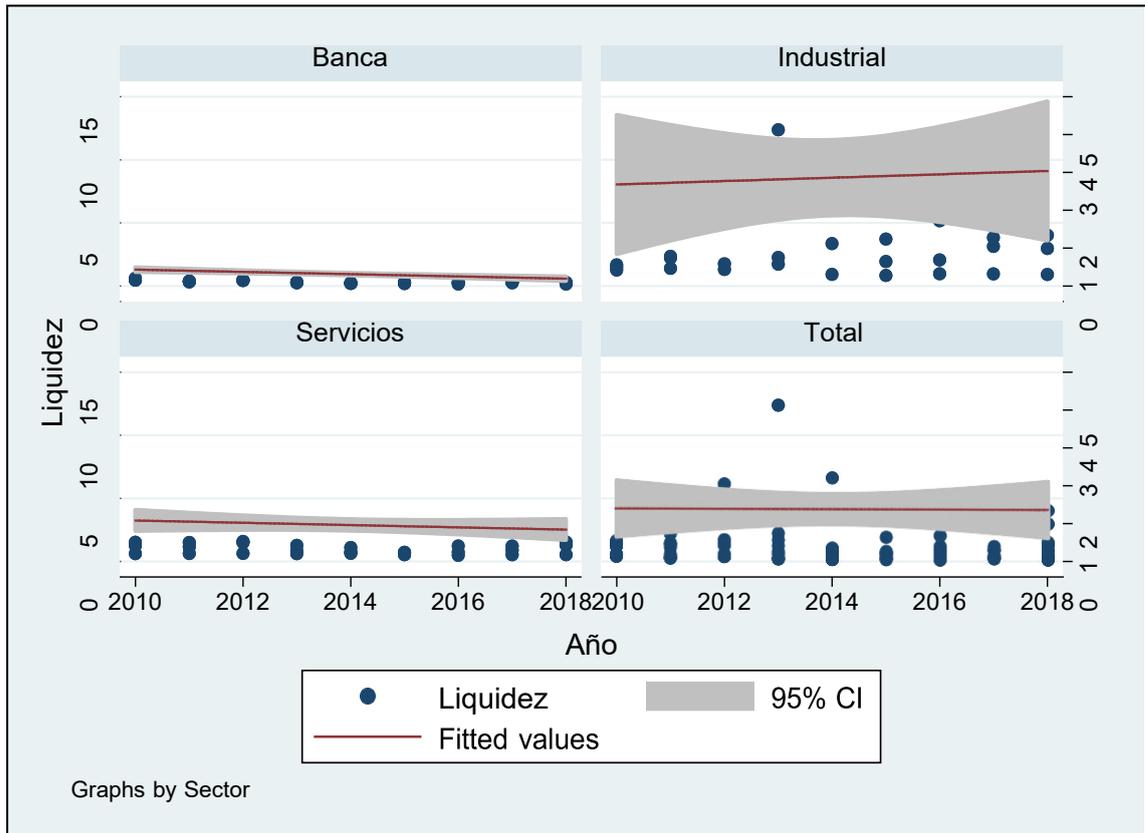


FIGURA 15: Liquidez por Sectores del 2010 al 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

La liquidez nos muestra la capacidad que tienen las empresas para afrontar sus deudas, principalmente en el corto plazo.

La FIGURA 15, muestra casi una constante durante el período de análisis, se observa que no crece, sin embargo, se ha observado que la mayor ligera variación está en el sector industrial y una mayor heterogeneidad en liquidez, por lo que se puede decir que en términos gráficos se ha mantenido casi constante a lo largo del período 2010 al 2018 debido a que:

- la relación de su activo corriente con respecto de su pasivo corriente ha sido casi constante,
- habiéndose encontrado tan solo el sector industrial con una pendiente muy marginal en su crecimiento, porque dichas empresas han necesitado mantener liquidez para cumplir con sus compromisos financieros.

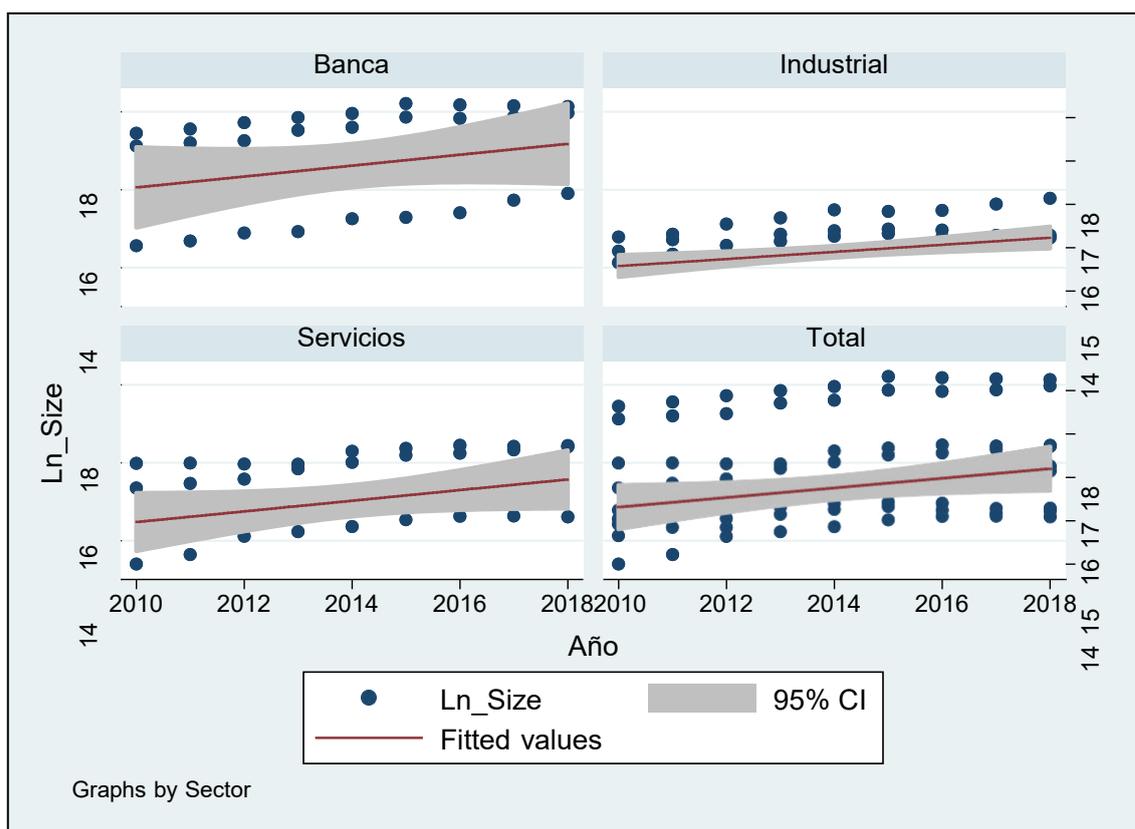


FIGURA 16: Ln Size por Sectores del 2010 al 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

El tamaño de las empresas ha sido expresado en función al valor total de los activos que tienen las empresas de cada sector en análisis.

En la FIGURA 16: se ha encontrado que generalmente el tamaño en su totalidad crece en los tres sectores, sin embargo, es el sector Banca el que más ha crecido de todos en el mercado por su mayor pendiente demostrada gráficamente.

Significa entonces que dicho sector Banca es el que más ha incrementado sus activos en dicho período de estudio del 2010 al 2018. Lo cual es comprensible, porque los activos son aportados por los accionistas a dichas empresas, para que puedan ser rentabilizados por la Gerencia de cada empresa.

En definitiva, el tamaño de la empresa, si importa para el IGC.

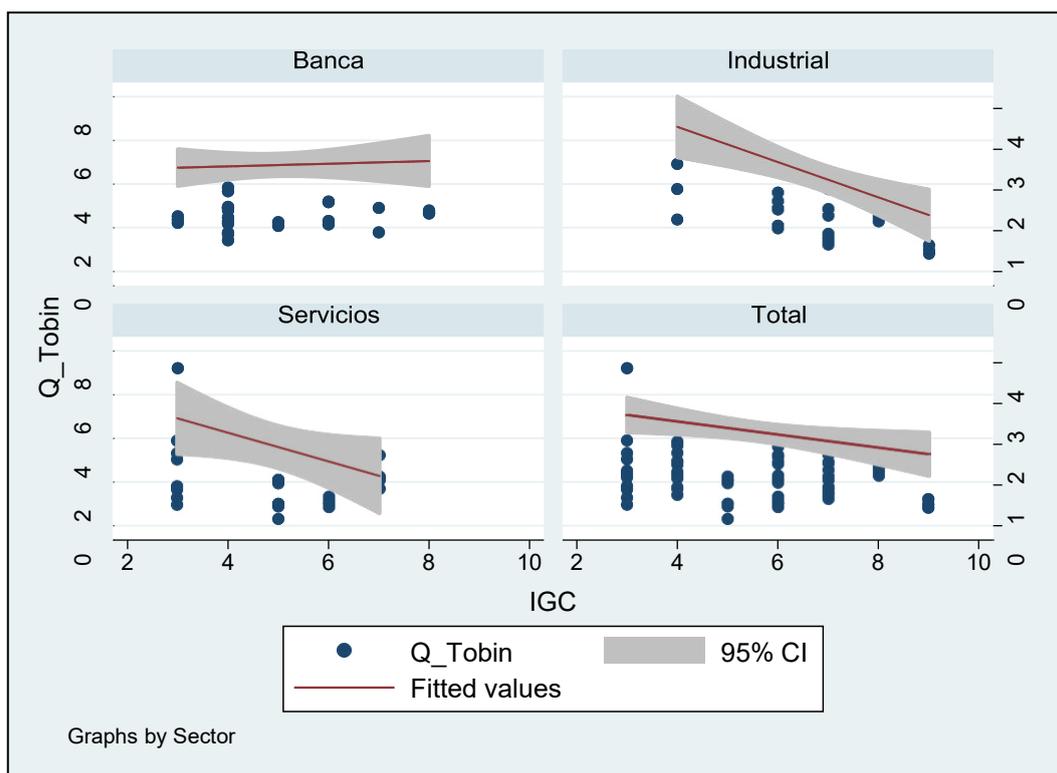


FIGURA 17: RELACIÓN: QTobin.vs. IGC por sectores 2010-2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

La QTOBIN representa la performance del GC de una empresa, y el IGC ha sido construido específicamente para esta tesis, mediante respuestas fundamentales correspondiente a los cinco (05) pilares del GC establecidos por la OCDE y aplicados por la SMV en el Perú (Véase Anexo VI).

La FIGURA 17 muestra la QTobin respecto al IGC al 95% del (IC) intervalo de confianza, gráficamente dicha relación QTOBIN con el IGC dice:

- a) Sector Banca es el único que mejor ha mostrado dicha relación
- b) sector Industrial es el más divergente: $a < QTOBIN, > IGC$
- c) sector Servicios siempre **a la baja**, $a < QTOBIN, > IGC$

La evidencia de dichos gráficos, muestra que el sector Banca es el único que ha tenido mayor relación de la QTOBIN con el IGC. Significa que, es el sector Banca el que mayormente ha aplicado los principios de GC, porque así se lo exige la Banca de Inversión Internacional, para poder financiar sus proyectos.

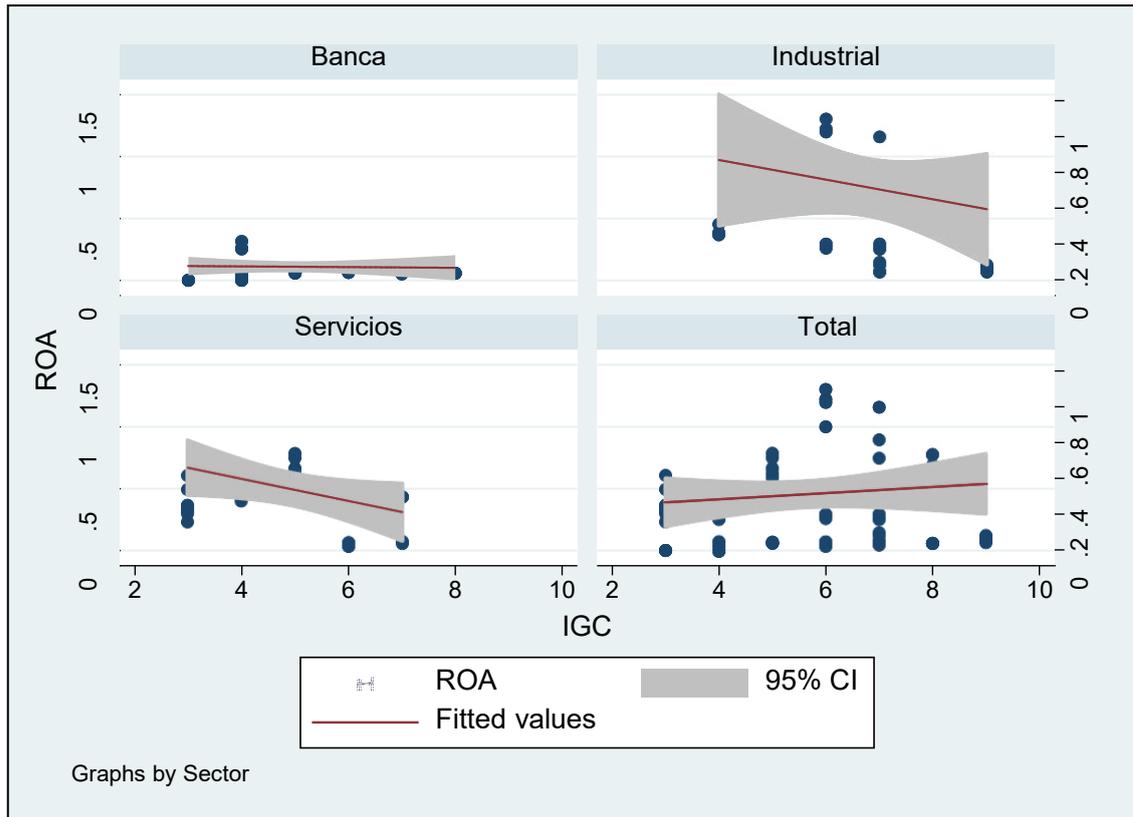


FIGURA 18: RELACIÓN: ROA.vs. IGC por sectores 2010-2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

En la FIGURA 18 se puede apreciar que el ROA respecto al IGC, al 95% del (IC) intervalo de confianza, muestra lo siguiente:

- a) sector Banca se ha mantenido casi estable, significa que, aunque se incremente el IGC, el ROA no aumenta ni disminuye.
- b) sector Industrial el ROA ha caído **a la baja**
- c) sector Servicios, también está, **a la baja**

Según la data con un IC (intervalo de confianza) del 95%, se puede afirmar entonces que, solamente es el sector **Banca** el que tiene algo fortalecida la relación ROA con el IGC, dado que el ROA es la ratio de los activos propios de la empresa y es uno de los ratios que más priorizan los accionistas de la empresa. Mientras que a los sectores Industria y Servicios, no le interesa el IGC

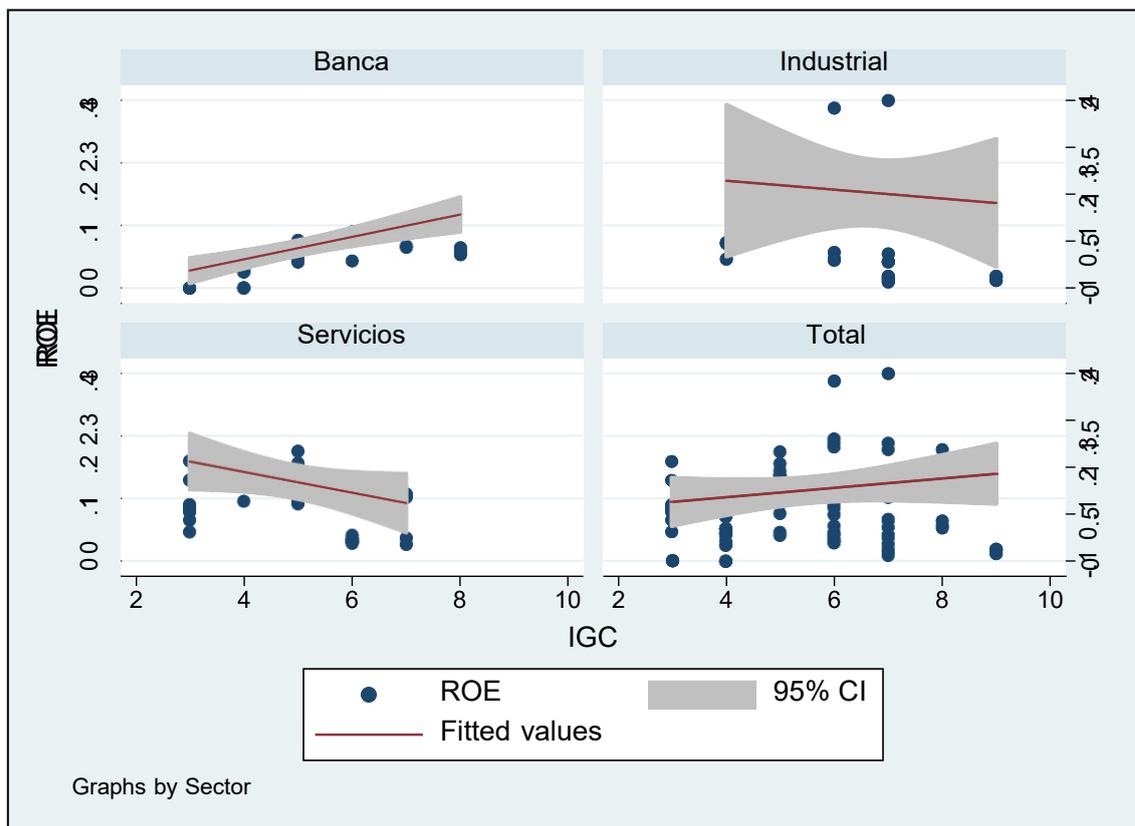


FIGURA 19: RELACIÓN: ROE.vs. IGC por Sectores del 2010 al 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

En la FIGURA 19 se puede apreciar el ROE respecto al IGC al 95% del (IC) intervalo de confianza, lo siguiente:

- a) En el Sector Banca **el ROE e IGC siempre a la suba**, por lo tanto, el ROE es directamente proporcional con el IGC en la Banca, ratificado con el 95% CI (intervalo de confianza), y esto es perfectamente comprensible, porque la Banca siempre busca mantener o incrementar el valor de las acciones de la empresa, para beneficio de sus accionistas, pues esta es **la ratio que más interesa a los accionistas de las empresas**. No sucede así con Industria y Servicios.
- b) Sector Industrial y Sector Servicios: se observa que a mayor IGC el ROE baja, esto significa que a estos sectores NO les conviene el GC, porque baja el ROE en sus empresas. A mayor IGC, **el ROE a la baja**

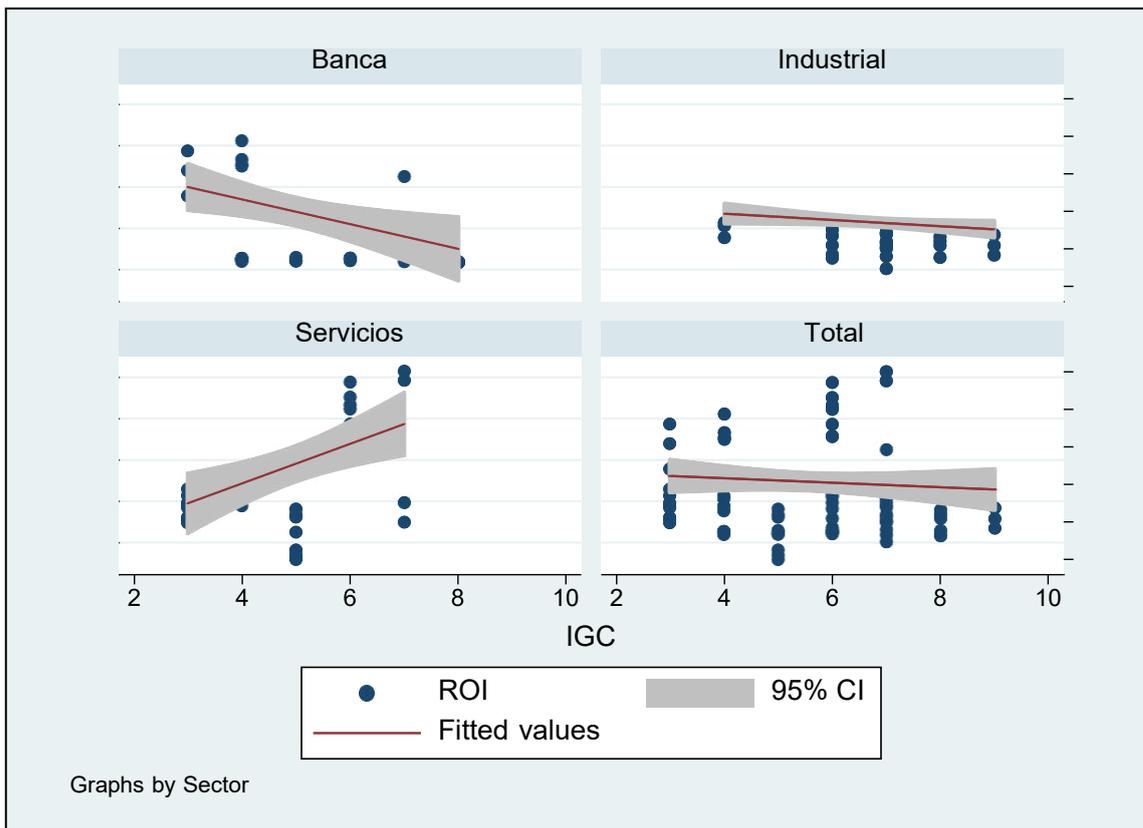


FIGURA 20: RELACIÓN: ROI.vs. IGC por sectores del 2010 al 2018

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

En la FIGURA 20 se puede apreciar el ROI respecto al IGC al 95% del (IC) intervalo de confianza, lo siguiente:

- a) ROI e IGC están a la suba notoriamente en el **Sector Servicios**, es una relación directamente proporcional creciente, esto se entiende, porque dicho sector ha incrementado la rentabilidad de sus proyectos de servicios, mucho más allá que las empresas de productos: Porque su prestigio, reputación y buena imagen son relevantes para estas empresas.
- b) En el Sector Industrial el ROI es negativo, **baja** menos que el IGC
- c) En el Sector Banca, el ROI es negativo, **baja** cuando el IGC aumenta

En resumidas cuentas, con un IC (intervalo de confianza) del 95% de la data, se puede afirmar que, en el acumulado de los tres sectores, no están recuperando la inversión de sus proyectos.

4.2.2. Hipótesis Específicas: respecto a Variables Dependientes

a) Hipótesis Específica 1: H1

“La gestión del GC impacta positivamente en la QTobin de las empresas”

La Tabla 5 (más detalle de la Tabla 5 en ANEXO IX) muestra lo siguiente:

- Coeficiente QTobin e IGC tienen signos positivos, hay relación directa, pero P de IGC= 0.863, **NO es significativo**, entonces **se rechaza H1**.
- El Sector Banca salva a todo el grupo por el **Leverage positivo**
- Existe una relación inversa de la QTobin con la Liquidez y Tamaño
- Rho = 0.707 mide la proporción de la varianza total: ¿qué tanto están pesando los efectos aleatorios? Reforzado con la sigma u = 0.992 que es la varianza de los efectos aleatorios, entonces se concluye que son el **apalancamiento y los efectos aleatorios**, los que más pesan sobre el IGC en este reporte.

TABLA 5: QTobin

*Estadísticas descriptivas de Datos de Panel
2010 – 2018*

QTOBIN	COEFICIENTE	P > z	95% Conf.
IGC	0.156392	0.863	-0.1620631
Leverage	4.172926	0.000	2.244075
Liquidez	-0.0120775	0.856	-0.142915
Ln Size	-1.838085	0.000	-2.285408
Num Sector			
2	-3.153177	0.001	-5.097472
3	-3.468567	0.000	-5.253657
Const	31.06319	0.000	24.04696
Sigma u	0.99204206		
sigma e	0.63796792		
rho	0.7074342		
R-sq:			
within	0.543		
between	0.2232		
overall	0.2971		

Fuente: información procesada en Stata

b) Hipótesis Específica 2: H2

“La gestión del GC impacta positivamente en el ROA de las empresas”

Ver Tabla 6 con más detalle en ANEXO IX: La Tabla 6 muestra lo siguiente:

- ROA es negativo al IGC, **no hay relación del ROA con el IGC** y esto es muy significativo P de IGC= 0.003 ($P < 0.05$), a estas empresas no les interesa el GC para aumentar sus activos. **Se rechaza H2.**
- También se observa que existe relación inversa del ROA con la Liquidez y el Tamaño de las empresas.
- **ROA es positivo a Leverage** y muy significativo (0.001) esto dice que las empresas de estos 3 sectores (Banca, Industria, Servicios) se han endeudado para poder incrementar sus activos.
- existe una relación espúrea, cuando no existe relación entre las variables que se investigan.

TABLA 6: ROA

*Estadísticas descriptivas de Datos de Panel
2010 – 2018*

ROA	COEFICIENTE	P > z 	95% Conf.
IGC	-0.700748	0.003	-0.1165455
Leverage	0.7554117	0.001	0.2900532
Liquidez	-0.0048364	0.781	-0.389543
Ln Size	-0.1392606	0.017	-0.253625
Num			
Sector			
2	0.4452179	0.037	0.275247
3	0.0339075	0.857	-0.3355659
Const	2.317463	0.010	0.5567332
Sigma u	0.17627473		
sigma e	0.15650822		
rho	0.5591888		
R-sq:			
within	0.3597		
between	0.2111		
overall	0.2289		

Fuente: información procesada en Stata

c) Hipótesis Específica 3: H3

“La gestión del GC impacta positivamente en el ROE de las empresas”

Ver Tabla 7 con más detalle en ANEXO IX: la Tabla 7 muestra lo siguiente:

- ROE es negativo al IGC y muy significativo (0.001), **se rechaza H3**.
- También existe relación inversa del ROE con Liquidez y Tamaño
- Leverage es positivo al ROE y muy significativo (0.000), esto le está dando valor a la empresa, porque se endeuda para aumentar la cotización de sus acciones en el mercado. La singularidad es única y contrario a la razón.

TABLA 7: ROE

*Estadísticas descriptivas de Datos de Panel
2010 – 2018*

ROE	COEFICIENTE	P > z	95% Conf.
IGC	-0.1540783	0.001	-0.2478321
Leverage	3.151592	0.000	2.167788
Liquidez	-0.0011257	0.974	-0.0700536
Ln Size	-0.3433742	0.004	-0.5772054
Num Sector			
2	0.7704191	0.106	-0.1650282
3	-0.2178533	0.614	-1.06329
Const	5.080079	0.006	1.443433
Sigma u	0.4092247		
sigma e	0.30348395		
rho	0.64516915		
R-sq:			
within	0.5408		
between	0.0715		
overall	0.1451		

Fuente: información procesada en Stata

d) Hipótesis Específica 4: H4

“La gestión del GC impacta positivamente en el ROI de las empresas”

Ver Tabla 8 con más detalle en ANEXO IX: El cuadro muestra lo siguiente:

- ROI es positivo al IGC y poco significativo (0.085), a las empresas les interesa poco el GC para recuperar su inversión. **Se rechaza H4**
- ROI es inverso al Apalancamiento y muy significativo (0.026)
- ROI es inverso a la Liquidez y poco significativo
- ROI es inverso al Tamaño de la empresa, y muy significativo
- RHO = 0.944 están pesando mucho los efectos aleatorios como: los políticos, financieros, tamaño del mercado bursátil, instrumentos financieros y bajo volumen de inversiones, etc

TABLA 8: ROI

*Estadísticas descriptivas de Datos de Panel
2010 – 2018*

ROI	COEFICIENTE	P > z 	95% Conf.
IGC	0.0085519	0.085	-0.0011664
Leverage	-0.1372999	0.026	-0.257869
Liquidez	-0.0024848	0.483	-0.009804
Ln Size	-0.0752457	0.000	-0.1005681
Num Sector			
2	-0.2131207	0.079	-0.4509041
3	-0.0484545	0.684	-0.2818691
Const	1.412278	0.000	0.979073
Sigma u	0.14476732		
sigma e	0.0349532		
rho	0.94491594		
R-sq:			
within	0.4201		
between	0.2012		
overall	0.2165		

Fuente: información procesada en Stata

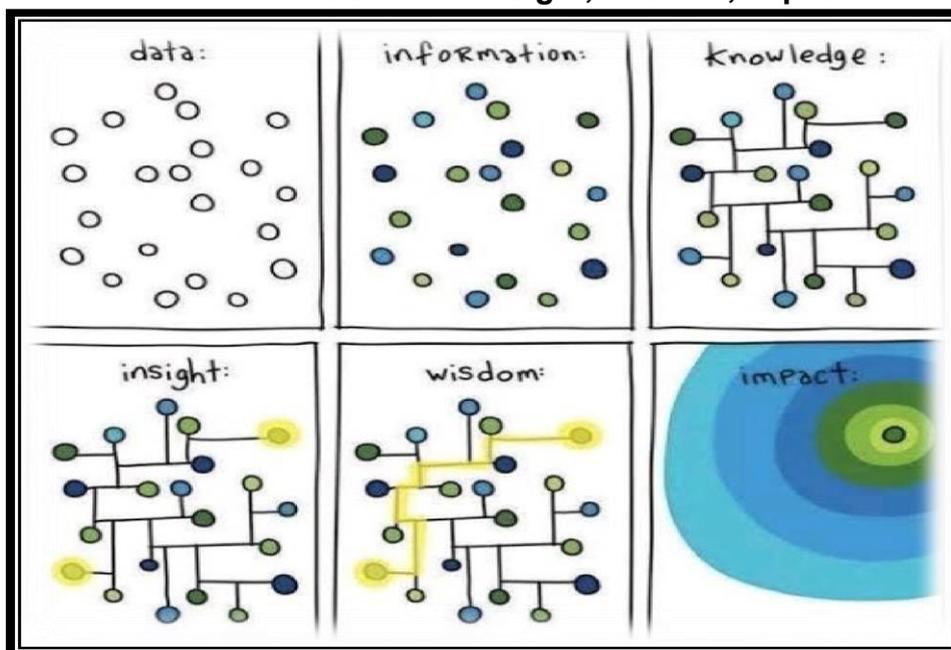
4.3. Presentación de Resultados

Para obtener estos resultados, ha sido necesario uniformizar toda la data de manera cuantitativa, y así ingresarla al Stata según el modelo econométrico aplicado con panel de datos, se encontró que:

- a) La data financiera es cuantitativa, mientras que,
- b) La data de **gestión** del IGC es mayormente cualitativa, la cual ha tenido que ser convertida a data cuantitativa (Ver Anexo VI), con rangos de cumplimiento del GC de acuerdo a la realidad peruana, siendo el IGC la variable independiente que ha sido construida y creada de manera ad-hoc para esta tesis.

Según Capon (1990): “La **PERFORMANCE**” mide el “**IMPACTO**” que las actuaciones de la Dirección de la empresa tienen en su riqueza”, La performance (rendimiento) de la gestión empresarial está relacionada directamente con el impacto evolutivo organizacional. La FIGURA 21 muestra la evolución e interrelación de la data, información, conocimiento, visión, sabiduría e IMPACTO:

FIGURA 21: Insight, Wisdom, Impact



Fuente: “How to create Impact”, Matt Kurlito, Gaping Void Design, Agosto 2019
<https://www.gapingvoid.com/blog/2019/03/05/want-to-know-how-to-turn-change-into-a-movement/>

La Tabla 9 muestra los resultados en donde se rechazan todas las hipótesis, significa que **el GC no impacta “directamente” en la variabilidad** del valor de las empresas de la muestra:

TABLA 9: RESULTADOS
De todas las hipótesis del 2010 – 2018

HIPÓTESIS		VARIABLES EXPLICATIVAS O INDEPENDIENTES	VERIFICAR
El GC impacta positivamente en el VALOR de empresas	H0	Outsiders, Board Size, Comités, Accionistas, IGC,	SE RECHAZA
El GC impacta positivamente en la QTOBIN de empresas.	H1	Outsiders, Board Size, Comités, Accionistas, IGC	Se rechaza
El GC impacta positivamente en el ROA de las empresas	H2	Outsiders, Board Size, Comités, Accionistas, IGC	Se rechaza
El GC impacta positivamente en el ROE de las empresas	H3	Outsiders, Board Size, Comités, Accionistas, IGC	Se rechaza
El GC impacta positivamente en el ROI de las empresas	H4	Outsiders, Board Size, Comités, Accionistas, IGC	Se rechaza

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

- 1) desde el punto de vista cuantitativo del modelo econométrico en panel de datos se ha demostrado que, **no existe impacto directo del GC** en el valor de las empresas, sin embargo,
- 2) desde el punto de vista científico en “strictus sensus”, y tras un análisis exhaustivo del modelo econométrico en el panel de datos con todas las variables, se ha encontrado una **justificación perfectamente válida** para el rechazo de todas las hipótesis de esta investigación. Así, en las tablas 5, 6 y 7 según la corrida de la data ingresada en el software Stata, se ha encontrado lo siguiente:

- **RE:**

muestra que, en esta regresión del panel de datos en espacio y tiempo, en la corrida en Stata, **no existen efectos aleatorios propios** de las empresas analizadas, sino que solo son efectos ajenos, externos a la muestra, como: la política, gestión pública, regulación o normatividad, riesgos, etc.

- **RHO:**

muestra la **proporción de la varianza total**, esto dice ¿qué tanto? o ¿en qué medida? están pesando los **efectos aleatorios de todo el modelo econométrico estudiado**. En todos los casos muestra altísimos valores RHO, y viene corroborado con los datos particulares:

- ✓ σ_u (efectos aleatorios) altísimos por sobre los
- ✓ σ_e (efectos fijos).

Significa que, en los resultados finales de esta tesis, están pesando muchísimo más los **efectos aleatorios totales** como: la estabilidad política, la democracia, tamaño del mercado de capitales, riesgo empresarial, número de instrumentos financieros bursátiles en la BVL, volúmen de transacciones en la BVL, participación de empresas, etc...

- **LEVERAGE (apalancamiento)**

es la variable de control positiva más relacionada con las variables: QTobin, ROA, ROE, con altísima significancia en el sector Banca, por lo que no existe un efecto directo del GC en el valor de las empresas. Entonces, se puede afirmar con toda seguridad que, si existe una verdadera **CAUSALIDAD INDIRECTA del GC en el valor de las empresas**, y la justificación es porque el GC hace realmente “**elegible a la empresa ante los inversores**”, para que esta pueda financiar sus propios proyectos por medio del apalancamiento (endeudamiento).

Algo similar como funcionan las **centrales de riesgo**, quienes reportan si una persona natural es “**sujeto de crédito**” por su record de pagos financieros, del mismo modo, para este caso en particular, el reporte de buen GC informa a los inversores, si una empresa es “sujeto de crédito” por su buen cumplimiento en los 5 pilares del GC.

Hoy la Banca de Inversión internacional y los organismos de financiamiento internacionales, solo otorgan préstamos o financiamiento a aquellas empresas que, además de mostrar sus ratios financieras, principalmente muestren un buen GC en sus organizaciones, sin este reporte de GC, la banca de inversión extranjera no otorga financiamiento alguno.

- 3) Todo lo anteriormente expuesto, demuestra que todas las empresas sean de cualquier sector de la economía, que vayan a necesitar financiamiento para sus proyectos, se van a endeudar (apalancar), y para ello deben mostrar efectivamente un buen GC.

Por lo tanto, **existe una CAUSALIDAD INDIRECTA del GC** para crear valor en las empresas y esto viene dado gracias al apalancamiento (endeudamiento), porque la banca de inversión ya exige cumplimiento de los principios de GC en toda organización para ser aceptada como “elegible” y poder otorgarle préstamos o financiamiento.

Esto ineludiblemente convierte al GC en un factor determinante para obtener cualquier tipo de financiamiento de la banca de inversión. Algo así como una central de riesgo empresarial que, para acceder al crédito, financiamiento o apalancamiento, debe tener buen prestigio, reputación, en función exclusivamente a su reporte de buen GC.

- 4) El “**Valor Agregado**” de esta tesis, tiene 2 aportes:

- a) Haber demostrado la **causalidad indirecta** del “apalancamiento” con el GC, porque el GC hace realmente elegibles a las empresas ante los inversores internacionales. Toda empresa busca financiar sus

proyectos mediante el endeudamiento o apalancamiento (leverage), significa entonces que, tener **un buen GC** en las organizaciones, convierte a las empresas en **“sujetos de crédito ante los inversores”**.

- b) Haber construido un **Indicador del Gobierno Corporativo ad-hoc** para esta tesis, mediante rangos de cumplimiento de algunos de los más relevantes principios del GC en el mercado peruano actual, distribuidos en los 5 pilares del GC, el cual ha sido elaborado específicamente como la variable independiente del modelo econométrico con panel de datos para aplicarlo en esta investigación.

Obviamente, este nuevo indicador de GC también puede ser aplicable para cualquier otra empresa de la economía peruana. Del mismo modo, este nuevo indicador IGC se puede generalizar como una métrica particularizada del GC para cada país o región según la índole de aplicación del GC.

Como dijeron Kotler y Armstrong (2012): “el valor agregado es un atributo adicional que brinda un servicio y/o producto para generar un mayor importe a la organización, normalmente es un distintivo poco común o innovador”.

Para mayor precisión sobre la creación y/o construcción de este indicador ad-hoc para esta tesis, su elaboración está disponible en el Anexo VI de la presente tesis.

Y respecto a la disponibilidad sobre la base de datos, o cualquier otra consulta adicional sobre la aplicación del indicador IGC del anexo VI, dirigirse al correo: ivanarosa@gmail.com

CONCLUSIONES

La realización de la presente tesis sobre el rechazo al impacto del GC en la valoración de las empresas de la muestra, conducen a las siguientes conclusiones:

- 1) El Buen GC se puede analizar desde diversos puntos de vista como: Legal, Financiero, Regulatorio, Gestión y tras los resultados obtenidos en esta tesis, se puede afirmar que, la mejor manera de evaluar el impacto del GC en el valor de las empresas, es desde el punto de vista integral de su GESTIÓN, porque el GC desnuda la gestión interna y externa de las empresas, principalmente por la transparencia y divulgación de su información, así como por la responsabilidad de su Junta Directiva.

- 2) Esto implica analizar no solo el cumplimiento de los 31 principios del GC, con sus procesos, procedimientos, marco regulatorio, auditorías internas, auditorías externas, comités, secretario general, sino también los factores aleatorios externos al GC, los cuales, según lo investigado en esta tesis, pesan muchísimo más que otros, entre estos pueden ser: la dimensión del mercado bursátil del país en el cual se desarrollan las empresas con GC, la gestión de riesgos de las empresas, la ética profesional, etc., y así comprobar su verdadero impacto en el valor de las empresas, porque se ha demostrado que dicho valor empresarial, tiene dos aspectos claramente definidos, estos son:
 - a) **Cuantitativo**, por sus ratios financieros, es bueno ser rentable pero ya no es suficiente para los inversores internacionales actuales, dadas las crisis financieras globales, los actos de corrupción, los malos manejos empresariales, es que hoy en día la banca de inversión y los principales financistas y organizaciones del mundo, exigen además de la parte rentable, tener un buen GC a las empresas, para poder otorgarles préstamos o financiar sus proyectos.

Una empresa puede ser altamente rentable, pero si no tiene buen GC, entonces no negocian con ellos, quiere decir que el GC convierte a las empresas en verdaderos **“sujetos de crédito”** ante los inversores internacionales.

b) **cualitativo**, para la sostenibilidad de las empresas, el buen GC exige demostrar valores con aspectos intangibles como: transparencia de la información, responsabilidad social, compromiso con los stakeholders del negocio, responsabilidad de la Junta Directiva, todo esto y mucho más integra el paquete que hoy también se denomina: **“valor compartido”** lo cual implica la aplicación adicional de lo establecido por la ONU como:

- ✓ criterios ESG [Environment, Social (diversidad, inclusión), Government],
- ✓ cumplimiento de los 17 ODS (objetivos de desarrollo sostenible),

todos ellos refuerzan y demuestran fehacientemente el prestigio, la reputación, imagen y percepción de las empresas con su entorno económico financiero global y las hacen verdaderamente sostenibles en el tiempo.

3) Estos valores cualitativos, son aquellos valores intangibles de gestión de la empresa, que están tomando relevancia por lo siguiente:

- a) Son los únicos que impactan y determinan la verdadera sostenibilidad de las empresas en el tiempo, por su reputación y buen prestigio,
- b) permite reconocer a las entidades jurídicas empresariales, como empresas **“elegibles”** y dignas de financiamiento (apalancamiento) para el logro de sus proyectos, debido a la buena gestión de su performance empresarial, cuyo rendimiento no solo debe ser cuantitativo sino también cualitativo, es un tema que ya viene siendo investigado y aplicado por algunos grandes líderes del mercado global como:

➤ **Michael Porter,**

Profesor de Harvard Business School (HBS) quien está investigando sobre el “valor compartido”, preguntándose: ¿cómo alinear el éxito empresarial con el éxito de la comunidad y su entorno?

➤ **Laurence D. Fink,**

Presidente de Blackrock, el gestor de activos más grande del mundo, hoy defiende y exige GC, ESG, ODS como valor a las empresas, por la transparencia de la información, la que considera opuesta a la corrupción empresarial, es el líder y mas determinante defensor del GC, ESG y ODS.

➤ **Peter Schlosser,**

Vice Provost Arizona State University, respecto al valor cualitativo dice que los consumidores valoran a las empresas que aplican GC, ESG y ellos determinarán el valor y la sostenibilidad de las empresas en el mercado”.

4) La globalización ha cumplido un rol fundamental en la economía y tras los efectos de la pandemia del Covid-19, más el impacto de la tecnología como una variable con trazabilidad disruptiva, más la crisis de la cadena de suministro, con el elevado precio del petróleo, el factor climático con el consecuente impulso por las energías limpias, etc., se ha observado que el mundo está rumbo a una “regionalización”, lo cual significará también, acentuar la particularización de la estructura macro del GC de la OCDE para cada región y en consecuencia aterrizarlo para cada país y/o sector económico. Esta tesis, muestra que el GC no debería realizarse de manera estandarizada, ya que no se trata de un ISO, porque cada país tiene sus propias prioridades, reglas, normas, cultura, tradiciones, regulaciones, grado de madurez organizacional, por lo que el GC debe ser particularizado a su realidad y entorno evolutivo, dependiendo principal y fundamentalmente de la dimensión de su mercado bursátil, siempre y cuando se respeten los pilares fundamentales del GC de la OCDE.

5) La presente tesis, ha estudiado la muestra con una trazabilidad en varios sectores de la economía peruana como: Banca, Industria y Servicios, en donde se ha encontrado lo siguiente:

- para una mejor medición de la QTOBIN, ésta debe hacerse por cada sector de la economía, y así compararlo en términos reales con las empresas de cada sector porque cada sector tiene sus propias particularidades.
- la QTOBIN en el Perú a nivel macro, aun no es muy representativa, porque el mercado bursátil aún no es muy desarrollado,
- es necesario atraer la participación de más inversores en la BVL y para ello es necesario también ofrecer más instrumentos financieros bursátiles, porque el mercado de capitales peruano y su actividad bursátil debe crecer en términos y proporciones mayores.

6) Se propone realizar futuros estudios de investigación del GC por sectores de la economía peruana, que relacionen el estudio de la varianza cruzada del GC con el apalancamiento, e incluir variables como los criterios ESG y los 17 ODS, para potenciar el desarrollo de cada sector económico en el mercado bursátil.

RECOMENDACIONES

Se recomienda realizar estudios sobre la aplicación de los principios de GC con modelos de Redes Neuronales Artificiales, en donde los cálculos de los aspectos cualitativos de cumplimiento de dichos principios, podrían ser asignados con variables o valores “proxys”, esto ya viene siendo aplicado en estudios de gestión basados en procesos, lo cual permitiría obtener mayor precisión en la obtención de una métrica más eficiente y efectiva para el cálculo del cumplimiento del GC, con la finalidad de poder tener empresas mucho más comprometidas con su entorno en términos más integrales de sostenibilidad con ética, responsabilidad social, económica y financiera.

De igual manera, para evitar los actos de corrupción, redes ilegales y crimen organizado, se propone establecer como parte integral en las estrategias empresariales, planes económicos, financieros, una gestión de GC relacionada con las teorías tanto en:

- a) el corto plazo (Modelo de Mundell-Fleming), como con los
- b) modelos de crecimiento de largo plazo (Solow, Swan),

lo que podría asegurar no solo la gobernabilidad de las empresas, sino también su sostenibilidad en el tiempo.

Finalmente, pero no menos importante, tal como lo enuncian los Neo-Clásicos: el mercado es el mejor asignador de recursos, sin embargo, para efectos de controlar o supervisar las malversaciones de la riqueza de las organizaciones y con la eterna presencia de la teoría de la agencia (asimetría de la información) en toda organización, es que debería aplicarse la teoría Keynesiana: en donde es imprescindible la presencia del Estado, mediante el establecimiento de un “ente regulador del GC”, que integre no solo la performance financiera, sino prioritariamente la performance del GC, lo cual sería determinante para la sostenibilidad de cualquier empresa en el mundo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ammann M. & Oesch D. (2011). David Oesch, *Corporate Governance and Firm Value: International Evidence*. Journal of Empirical Finance 18, 36-55.
- Baker K. & Anderson R. (2010). Corporate Governance a synthesis of Theory, Research and Practice. Robert Kolb series in Finance, 676.
- Bedar J.C. & Johnstone K. M. (2004). *Efectos de los Riesgos de Manipulación de Beneficios y Gobierno Corporativo en la Auditoría*. Revista LegisN°19, 7-9.
- Belhaj S. & Mateus C. (2016). *Corporate Governance Impact on Bank performance evidence from Europe*. University of Greewich, Faculty of Business. United Kingdom.
- Berle Means. (1932). *La separación entre Propiedad y Control*. <https://thebusinessprofessor.com/lesson/berle-means-thesis-definition/>
- Blanche S. & Armand H. (2012). *Refonder l'entreprise*. Mines Paris Tech, 123.
- Boubaker S. & Nguyen D. (2014). *Corporate Governance in Emerging Markets, Practices and Cases*. IPAG 610.
- Capon, Farley, Hoening (1990), *Determinants of Financial performance: a Meta-Analysis*, Management Science, vol. 36, no. 10, pp. 1143-1159;
- Carter D. & Simkins B. (2002). *Corporate Governance, Board Diversity & Firm Value*. *The Financial Review*, Oklahoma State University, 33-53.
- Chu M. (2010). *La creación de Valor en las Finanzas, mitos y paradigmas*. SMV.
- Copeland T. & Koller T. (2010) *Valoración, medición y gestión del Valor*. SMV. www.e-deusto.com
- Deloitte & Touché (2004) web site: *Gobierno Corporativo*
<https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/topics/gobierno-corporativo.html>
- Denes M. & Karpoff J. (2005). *Thirty years of Shareholders activism: A survey of empirical research*. Washington University 43.
- Díaz E. (2005). *Gobierno Corporativo: Lo que todo empresario debe saber*. CAF Programa Kemmerer Peru, 27.
- Fernandez P. (2000). *Valoración de Empresas*. SMV. Gestión.com

- Garrido J. (2005). *Concentración de la Propiedad, Riesgo y Desempeño de la Firma: El caso de la Bolsa de Valores de Lima*. ESAN-ESADE Tesis Doctoral
- Franco P. & De Azambuja G. (2009). *El Gobierno Corporativo en el Perú: reflexiones académicas sobre su aplicación*. Universidad Pacífico, 394.
- Gutiérrez L. & Pombo C. (2007). *Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia*. IDB, Felipe Herrera Library. 51.
- Herrera W. (2002). *El Buen Gobierno Corporativo*. Revista de Derecho N° 16. Universidad del Norte en Colombia.
- Hilb M. (2007). *Gobierno Corporativo*. Buenos Aires. Argentina.
- Humera K. & Masood M. (2011). *Corporate Governance and Firm Performance: A case study of Karachi Stock Market*. International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol 2. N°1. 23.
- McKinsey & IFC. Corporación Financiera Internacional (2010). *Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Empresas de la mesa Redonda Latinoamericana*. 288.
- Klapper L. & Inessa L. (2002). *Corporate Governance, Investor, Protection and Performance in Emerging Markets*, Development Research Group. The World Bank. 33.
- Lagos D. (2011). *Medición de la aplicación de Prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia, Tendencias*. Revista Facultad Ciencias Económicas Universidad Nariño, Colombia. 230-253.
- McKinsey & Company & Chinta B. (2013). *Insights & Publications: Improving Board Governance*. Mckinsey Global Survey Results. 1-5. <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Improving%20board%20governance%20McKinsey%20Global%20Survey%20results/improving%20board%20governance.pdf?shouldIndex=false>
- Montoro C. & Navarro A. (2010). *Estimación de la Q de Tobin para la Economía Peruana*. BCRP. Revista Estudios Económicos 19, 33-45.
- O'Connor T. (2009). *Investability, Corporate Governance and Firm Value*. Department of Economics. National University of Ireland, 26.
- OCDE (2004). *Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades*
- ORTÍZ, F. (2004). *Diccionario de metodología de la investigación científica*. Limusa
- NN.UU. & UNCTAD.org (2003). *El cumplimiento de los requisitos de publicación de información para el Buen Gobierno de las Empresas*. Conferencia de NN.UU. ISAR 19.

- Page J. (2005). *Corporate Governance and Value Creation, The Research Foundation of CFA Institute, University of Sherbrooke, Canada.* 87.
- Paz- Arez C. (2004). *El gobierno Corporativo como estrategia de valor. Universidad Autónoma de Madrid. Working Paper N°82. www.indret.com* 38.
- Rosero O. & Zapata C. (2013). *Relación entre Gobierno Corporativo y desempeño Financiero: Evidencia par alas Empresas Colombianas durante el period de 2006 a 2013.*
<https://revistas.unimilitar.edu.co/index.php/rfce/article/view/2731/3063>
- SMV (2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo par alas Sociedades Peruanas.* 23.
- Sonnenfeld J. (2004). *Good governance and the misleading myths of bad metrics. Yale School of Management, Vol.18, N°1, 108-113.*
- Telefónica Grupo (2010-2018). *Estados Financieros consolidados.* 167.
- Telefónica del Perú (2010-2018). *Informe Annual de Gobierno Corporativo.* 39.
- Telefónica del Perú (2009-2018). *Memoria Anual de Telefonica del Perú.*
- The Good Governance Report (2017). *The great governance debate continued, Cass Business School. London. Institute of Directors.*
- Universidad Autónoma de Barcelona (2009) *Corporate Governance and multi-dimensional performance. Tesis Doctoral de Douglas Nanka Bruce.*
- Universidad Nacional de Rosario (2014). *Gobierno Corporativo y sus efectos en los Indicadores Económico-Financieros de las Empresas. Facultad Ciencias Económicas. Tesis Doctoral de Leocir Dal Pai.*
- Wright M. & Siegel D. (2013) *The Oxford Handbook of Corporate Governance. Oxford University Press. United Kingdom.* 811.

DESCRIPCIÓN DE ÍNDICES:

- <http://www.bvl.com.pe/estadist/mercindicesmercado.html>
- <http://www.bvl.com.pe/acercabuengobierno.html>
- <http://www.caf.com/view/index.asp>
- <http://www.smv.gob.pe>

ANEXOS:

- **ANEXO I:**
31 Principios de Buen Gobierno Corporativo para Sociedades Peruanas

- **ANEXO II:**
“La Voz del Mercado 2018” de Ernst & Young

- **ANEXO III:**
Composición del Buen Gobierno Corporativo

- **ANEXO IV:**
“Principales Informes sobre el Gobierno Corporativo”

- **ANEXO V:**
Enfoques de la Investigación

- **ANEXO VI:**
Construcción del Índice de Gobierno Corporativo

- **ANEXO VII:**
Variables y Empresas estudiadas

- **ANEXO VIII:**
Glosario de Términos

- **ANEXO IX:**
Tablas en STATA de: QTOBIN, ROA, ROE, ROI

- **ANEXO X:**
Estados Financieros de las empresas estudiadas

ANEXO N°1:

“31 Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas”

Estructura del Código de Buen Gobierno Corporativo

Pilar I: Derechos de los accionistas

- Principio 1: Paridad de trato
- Principio 2: Participación de los accionistas
- Principio 3: No dilución en la participación en el capital social
- Principio 4: Información y comunicación a los accionistas
- Principio 5: Participación en dividendos de la sociedad
- Principio 6: Cambio o toma de control
- Principio 7: Arbitraje para solución de controversias

Pilar II: Junta General de Accionistas

- Principio 8: Función y competencia
- Principio 9: Reglamento de Junta General de Accionistas
- Principio 10: Mecanismos de convocatoria
- Principio 11: Propuestas de puntos de agenda
- Principio 12: Procedimientos para el ejercicio del voto
- Principio 13: Delegación de voto
- Principio 14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas

Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia

- Principio 15: Conformación del Directorio
- Principio 16: Funciones del Directorio
- Principio 17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio
- Principio 18: Reglamento de Directorio
- Principio 19: Directores independientes
- Principio 20: Operatividad del Directorio
- Principio 21: Comités especiales
- Principio 22: Código de Ética y conflictos de interés
- Principio 23: Operaciones con partes vinculadas
- Principio 24: Funciones de la Alta Gerencia

Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento

- Principio 25: Entorno del sistema de gestión de riesgos
- Principio 26: Auditoría interna
- Principio 27: Auditores externos

Pilar V: Transparencia de la información

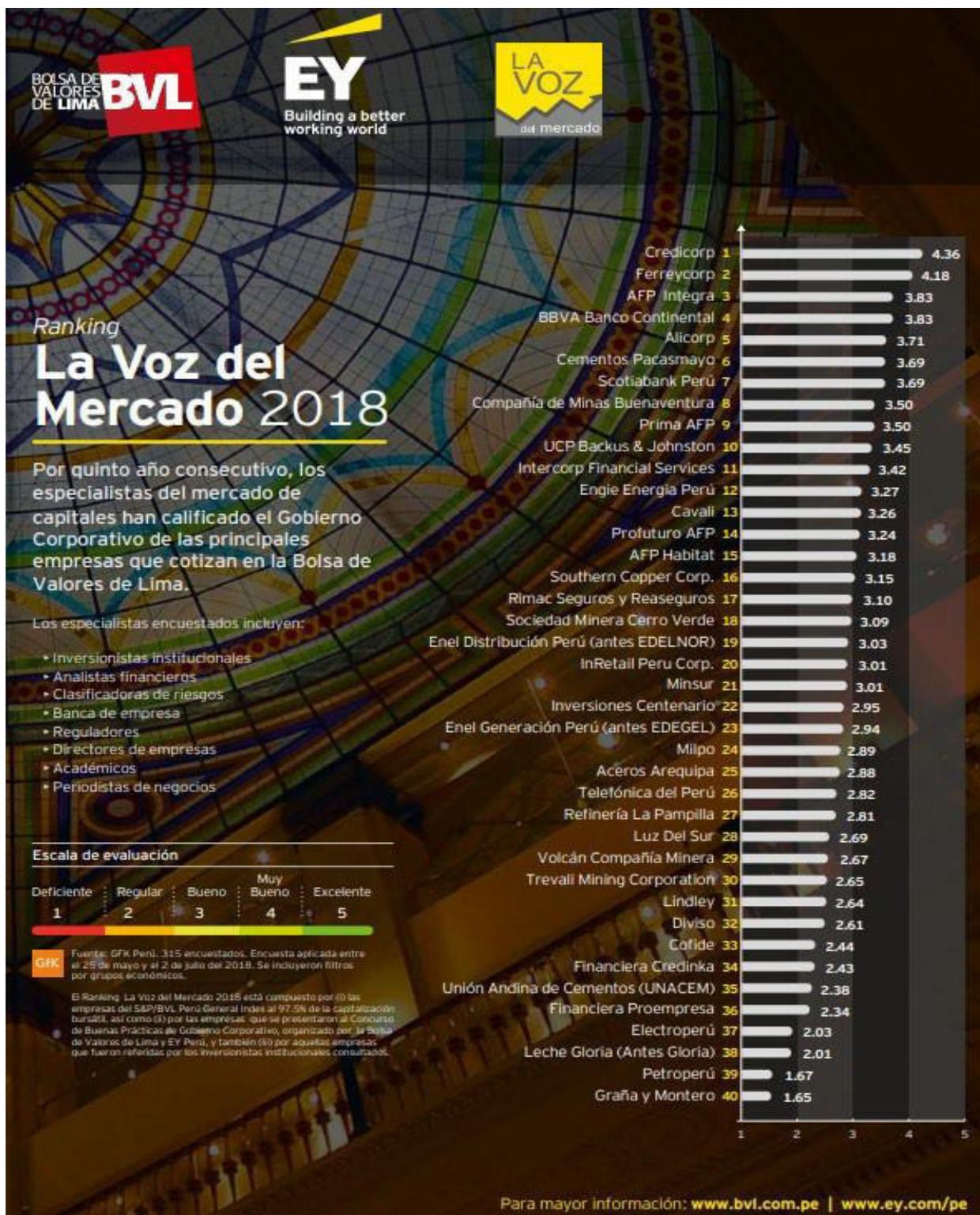
- Principio 28: Política de información
- Principio 29: Estados financieros y memoria anual
- Principio 30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas
- Principio 31: Informe de gobierno corporativo

©2014 Deloitte Touche Tohmatsu Limited. All rights reserved.

Fuente: ©2014 Deloitte Touche Tohmatsu Limited. All rights reserved

ANEXO N° 2:

Ranking “La Voz del Mercado” 2018 de E&Y



Fuente: BVL

ANEXO N° 3:

Composición del Gobierno Corporativo

Órganos del gobierno corporativo	¿Quiénes lo componen?	¿Qué aportan?
Asamblea o Junta de accionistas	Accionistas	Capital y toma de decisiones
Directorio o Junta Directiva	Accionistas Directores	Capital y toma de decisiones
Planta ejecutiva	Gerente General y Gerentes de área	Toma de decisiones en función a las decisiones de directorio y asamblea


```

graph TD
    A[ASAMBLEA] --- B[DIRECTORIO]
    B --- C[GERENCIA GENERAL]
    C --- D[GERENCIA DE ÁREA]
    C --- E[GERENCIA DE ÁREA]
    
```

Fuente: Urriza, N., Manzanal, M., Acuña, A. & Subota, L. (2016). "Gobernabilidad y Gobernanza: Revisión conceptual y su vinculación con el ámbito organizacional". 32° Congreso Nacional de ADENAG. Lujan, Argentina. Universidad Nacional del Sur

ANEXO N° 4:

Principales Informes sobre el Buen Gobierno Corporativo

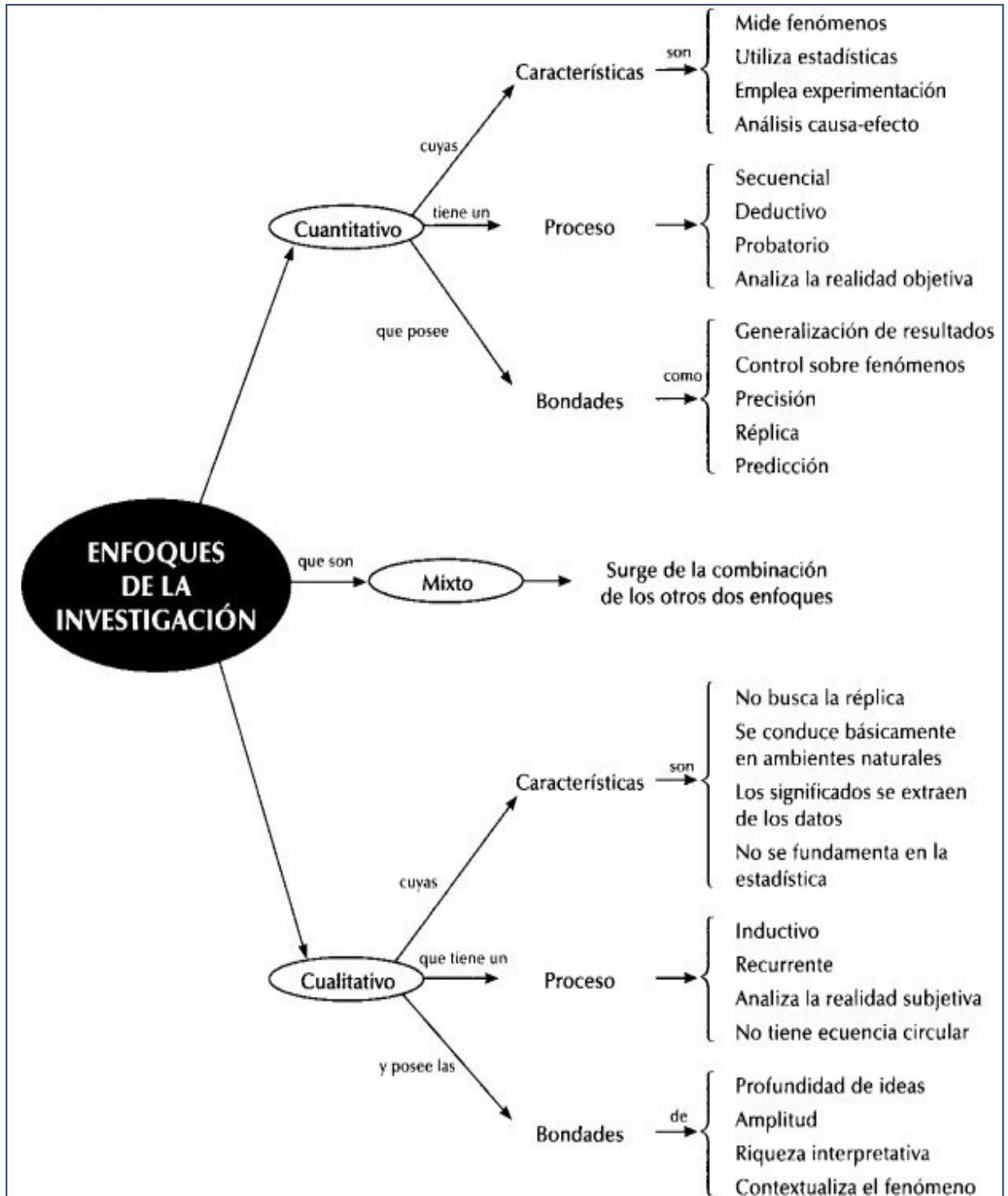
AÑO	INFORME/PAÍS-ORGANISMO
1940	Informe SEC (Securities and Exchange Commission) y NYSE (New York Stock Exchange) (Estados Unidos)
1973	Informe SEC (Estados Unidos)
1977	Informe NYSE (Estados Unidos)
1977	Foreign Corrupt Practices Act (Estados Unidos)
1987	Comisión Treadway (Estados Unidos)
1992	Informe COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) (Estados Unidos)
1992	Informe Cadbury (Reino Unido)
1995	Informe Viénot (Francia)
1995	Informe Greenbury (Reino Unido)
1996	Informe del Círculo de Empresarios de España
1997	<i>Audit Committees: A Study in European Corporate Governance</i> (Price Waterhouse y The Community of European Management Schools)
1998	Informe Hampel (Reino Unido)
1998	Informe de la Comisión Olivencia (España)
1999	Informe Turnbull (Reino Unido)
1999	Informe Ribbon (Estados Unidos)
1999	Principios de Gobierno Corporativo OECD (Organization for Economic Cooperation and Development)
2002	Ley Sarbanes-Oxley (Estados Unidos)
2002	Informe Boston (Francia)
2002	Ley Financiera (España)
2002	Informe Winter (Comisión Europea)
2003	Informe de la Comisión Aldama (España)
2003	Ley de Transparencia (España)
2003	Informe Smith (Reino Unido)
2005	Principios de Gobierno Corporativo OECD
2006	Informe del Círculo de Empresarios de España

Fuente : Datos de Arcenagui 2005, pág.: 67 – 68,

https://mba.americaeconomia.com/sites/mba.americaeconomia.com/files/workingpa_per_teresa_ojer.pdf

ANEXO N° 5:

Enfoques de la Investigación



Fuente: Sampieri Capítulo1, página 43.71, 4ta edición

ANEXO N° 6:

Construcción del Índice de Gobierno Corporativo: IGC

PILAR		PRINCIPIOS	PREGUNTAS	MÉTRICAS	RANGOS
I	Derechos de los Accionistas	1) Paridad de Trato	Existe Accionista Mayoritario ?	SHARE-HOLDERS	> ó = 50% == 0 < 50% = 1
		2) Participación de los Accionistas	Tamaño del Consejo		> 08 y < ó = 15 == 1 > 15 y < ó = 8 == 0
II	Junta General de Accionistas	8) Función y Competencia	Existe Reglamento de Organiz. y Funcionam. de la Asamblea de Accionistas en el Estatuto de la Empresa ?	SHARE-HOLDERS	Si = 1 No = 0
		9) Reglamento de JGA			
III	Directorio y la Alta Gerencia	19) Directores Independientes (Outsiders)	Cantidad de Directores Independientes (Outsiders)	MANAGEMENT	> ó = 50% == 1 < 50% = 0
		21) Comités Especiales	Cuántos Comités tienen ?		> 3 == 1 < ó = 3 == 0
IV	Riesgo y Cumplimiento	25) Entorno del Sistema de Gestión de Riesgos	Existe un Comité de Riesgos ?	CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY	Si = 1 No = 0
		27) Auditores Externos	Tienen Auditoría Externa ?		Si = 1 No = 0
V	Transparencia de la Información	29) Estados Financieros y Memoria Anual	Publican los Estados Financieros ?	CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY	Si = 1 No = 0
		31) Informe de Gob. Corp.	Publican Reporte de su Gob. Corp ?		Si = 1 No = 0
PUNTAJE					
Mínimo = 0 ; Máximo = 9					

Fuente: elaboración propia con data de la SMV 2010-2018 Construido específicamente para esta Tesis. Si desean la base de datos disponible, favor solicitarla a mi correo: ivanarosa@gmail.com

ANEXO N° 7:

Variables y Empresas estudiadas 2010-2018

VARIABLES	NEMÓNICO	ALICOR C1	CONTIN C1	CPACAS C1	ENGIE C1 (ENER SUC1) 2011	FERREY C1	IFS (INTERB C1) 2011	RIMSEG C1 (RIMINT C1) 2011	SCOTIA C1	TELEF BC1
	EMPRESAS	Alicorp SAA	BBVA Continental Perú	Cementos Pacasma yo	Engie	Ferreyr os	IFS	Rímac Seguros	Scotiabank del Perú	Telefónica del Perú
DEPENDIENTES	QTOBIN									
	ROA									
	ROE									
	ROI									
DE CONTROL	APALANCAMIENTO									
	LIQUIDEZ									
	TAMAÑO de la Empresa									
INDEPENDIENTES	OUTSIDERS									
	BOARD SIZE									
	COMITÉS									
	ACCIONISTAS									
	IGC									

Fuente: elaboración propia con data de la SMV y BVL: 2010 – 2018. Si desean la base de datos disponible, favor solicitarla a mi correo: ivanarosa@gmail.com

ANEXO N° 8:

Glosario de Términos

AGS:	Ambientales, Gobierno Corporativo, Responsabilidad Social
BCRP:	Banco Central de Reserva del Perú
BOARD:	Junta Directiva de la Empresa
BVL:	Bolsa de Valores de Lima
CEO:	Chief Executive Officer
EBITDA:	Earnings before Interest, Tax, Depreciation, Amortization
E&Y:	Ernst and Young Consulting
GC:	Gobierno Corporativo
IBGC:	Indice de Buen Gobierno Corporativo
IFS:	International Financial Services
IGC:	Indice de Gobierno Corporativo
HBS:	Harvard Business School
LEVERAGE:	Apalancamiento
OCDE:	Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico
OUTSIDERS:	Directores Independientes o Externos a la empresa
QTOBIN:	Q de Tobin
ROA:	Return on Assets
ROE:	Return on Equity
ROI:	Return on Investments
SMV:	Superintendencia del Mercado de Valores
STAKEHOLDERS:	Involucrados o interesados

ANEXO N° 9: Tablas en STATA

TABLA 5: QTobin

<pre>. xtreg Q_Tobin IGC Leverage Liquidez Ln_Size i.Num_Sector , re</pre>						
Random-effects GLS regression				Number of obs	=	81
Group variable: Num_Empresa				Number of groups	=	9
R-sq:				Obs per group:		
within = 0.5430					min =	9
between = 0.2232					avg =	9.0
overall = 0.2971					max =	9
corr(u_i, X) = 0 (assumed)				Wald chi2(6)	=	75.67
				Prob > chi2	=	0.0000
Q_Tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
IGC	.0156392	.0906661	0.17	0.863	-0.1620631	.1933415
Leverage	4.172926	.9841257	4.24	0.000	2.244075	6.101777
Liquidez	-.0120775	.0667551	-0.18	0.856	-.142915	.1187601
Ln_Size	-1.838085	.2282304	-8.05	0.000	-2.285408	-1.390761
Num_Sector						
2	-3.153177	.9920058	-3.18	0.001	-5.097472	-1.208881
3	-3.468567	.910777	-3.81	0.000	-5.253657	-1.683476
_cons	31.06319	3.579772	8.68	0.000	24.04696	38.07941
sigma_u	.99204206					
sigma_e	.63796792					
rho	.7074342 (fraction of variance due to u_i)					

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

TABLA 6: ROA

<pre>. xtreg ROA IGC Leverage Liquidez Ln_Size i.Num_Sector , re</pre>						
Random-effects GLS regression				Number of obs	=	81
Group variable: Num_Empresa				Number of groups	=	9
R-sq:				Obs per group:		
within = 0.3597					min =	9
between = 0.2111					avg =	9.0
overall = 0.2289					max =	9
corr(u_i, X) = 0 (assumed)				Wald chi2(6)	=	32.83
				Prob > chi2	=	0.0000
ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
IGC	-.0700748	.02371	-2.96	0.003	-0.1165455	-.0236041
Leverage	.7554117	.2374322	3.18	0.001	.2900532	1.22077
Liquidez	-.0048364	.0174075	-0.28	0.781	-.0389543	.0292816
Ln_Size	-.1392606	.0583502	-2.39	0.017	-.253625	-.0248963
Num Sector						
2	.4452179	.2131127	2.09	0.037	.0275247	.8629111
3	.0339075	.1885103	0.18	0.857	-.3355659	.403381
_cons	2.317463	.898348	2.58	0.010	.5567332	4.078193
sigma u	.17627473					
sigma e	.15650822					
rho	.5591888 (fraction of variance due to u_i)					

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

TABLA 7: ROE

. xtreg ROE IGC Leverage Liquidez Ln_Size i.Num_Sector , re						
Random-effects GLS regression			Number of obs	=	81	
Group variable: Num_Empresa			Number of groups	=	9	
R-sq:			Obs per group:			
within = 0.5408				min =	9	
between = 0.0715				avg =	9.0	
overall = 0.1451				max =	9	
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			Wald chi2(6)	=	56.44	
			Prob > chi2	=	0.0000	
ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
IGC	-.1540783	.0478345	-3.22	0.001	-.2478321	-.0603245
Leverage	3.151592	.5019498	6.28	0.000	2.167788	4.135395
Liquidez	-.0011257	.035168	-0.03	0.974	-.0700536	.0678023
Ln_Size	-.3433742	.1193038	-2.88	0.004	-.5772054	-.1095431
Num_Sector						
2	.7704191	.4772778	1.61	0.106	-.1650282	1.705867
3	-.2178533	.4313531	-0.51	0.614	-1.06329	.6275833
_cons	5.080079	1.855466	2.74	0.006	1.443433	8.716725
sigma u	.4092247					
sigma e	.30348395					
Rho	.64516915	(fraction of variance due to u_i)				

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

TABLA 8: ROI

. xtreg ROI IGC Leverage Liquidez Ln_Size i.Num_Sector , re						
Random-effects GLS regression			Number of obs	=	81	
Group variable: Num_Empresa			Number of groups	=	9	
R-sq:			Obs per group:			
within = 0.4201				min =	9	
between = 0.2012				avg =	9.0	
overall = 0.2165				max =	9	
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			Wald chi2(6)	=	49.93	
			Prob > chi2	=	0.0000	
ROI	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
IGC	.0085519	.0049584	1.72	0.085	-.0011664	.0182702
Leverage	-.1372999	.061516	-2.23	0.026	-.257869	-.0167308
Liquidez	-.0025848	.0036833	-0.70	0.483	-.009804	.0046343
Ln_Size	-.0752457	.0129199	-5.82	0.000	-.1005681	-.0499232
Num_Sector						
2	-.2131207	.1213203	-1.76	0.079	-.4509041	.0246627
3	-.0484545	.1190913	-0.41	0.684	-.2818691	.1849601
_cons	1.412278	.2210273	6.39	0.000	.979073	1.845484
sigma u	.14476732					
sigma e	.0349532					
rho	.94491594	(fraction of variance due to u_i)				

Fuente: Elaboración propia con datos de la SMV

ANEXO N° 10:

Estados Financieros de las 10 Empresas de la Muestra.

Data construida de la página Web de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) auditadas y publicadas, correspondiente a empresas listadas con la siguiente ruta de acceso: EMISORES / Información Financiera / Empresa / Individual / 2010 al 2018, según se indica adjunto:

Anexo 9.1: ALICORP S.A.A.: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=AB2104B3B5D1E5B2D062F6892E4B3E87BBE863021839A1410EAD3F289A298CE5DB656C22BDDD34D178200B4477CD6B851EA8CBD92CE93B10346E64800B3D919D81652C755576544697D5BCCFD096F3EB7024F4E2B55FFAFD004FFDB9E68383DBF69948BDA6930B3AF66D4ED5708082FACF1273E4

- a. Estado de Situación Financiera
- b. Estado de Resultados
- c. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- d. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.2: BBVA CONTINENTAL: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=263785FB04A7D832ED14CFF9379D6B4F9EDE12C2E9371CAD06198B625CCFA019AF830AE4B1D8181F1FE229BF51BD224D010E95A02B7A14AB4D8807BAD0975ACFF8BECB0CBDCOA01191CDB94C42304CBAAE172FC137500635AD6A6DF7227540AD1ED69CDFC4760C83DA1AD07F398F5FC1C6AB4D6CF0C028473F90A8436DCCC9AE8694D672E

- e. Estado de Situación Financiera
- f. Estado de Resultados
- g. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- h. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.3: CEMENTOS PACASMAYO S.A.A. 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=E4D875F436A4900177D3270EE5AECB3CC4F1E28D6378059EB430A9DDD452E49883C864E99F501D474520763DC771A697BCF6B0F63B7211084B7349EAA4075DBA0683AB6E70A2988E5D2F3E332F297A821BB741EA594556C77A577F215C5980C0A1559869002183804E6FC61BEE84D7F7C645EDD8E49CB25957926D66382E2CE5889E

- i. Estado de Situación Financiera
- j. Estado de Resultados
- k. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- l. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.4: COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=53AD043FCD0D452EC86EB60516771EFBC304130EE0BD85EA63C5251231EC376D2F671DCB648F8748A8

[6FD2D6D8B87732B59B83D88912288AEF3118ED0E62FB393E672B9B47197E502730207EE14C9A569B685E2A25F9F23795677BE3FB7898C6158CD86E1E40457E35D04C3CBFAA7A1ED796C7688ACB3163CD7C1EA863D0381CB8F263B5A86ABDB58604561A71F9E4E459EC22CC8A](https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=D02C79B8F220EC0D7317EBF2D1FA57B030E57E21E7D0B409C451F23B099D403D6C3A95824B0D7614789F2B148E9C8536CF19738BF700D522D5ED04B890D24516C8D305C90D6B928C93E2CA3DFD7F2A4DFEFB117052AC16B7DDBD75097ABC45867316811F47CA1A8FF83C8D6F19D3621C31137013842A7F857B7F03EE2B516770C525C95BBBED37BC18DDF9593B6FC0658440D6A0EE4F4C4ED8E799BA7412F8009AD8F199FB12)

- m. Estado de Situación Financiera
- n. Estado de Resultados
- o. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- p. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.5: ENGIE ENERGÍA: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=D02C79B8F220EC0D7317EBF2D1FA57B030E57E21E7D0B409C451F23B099D403D6C3A95824B0D7614789F2B148E9C8536CF19738BF700D522D5ED04B890D24516C8D305C90D6B928C93E2CA3DFD7F2A4DFEFB117052AC16B7DDBD75097ABC45867316811F47CA1A8FF83C8D6F19D3621C31137013842A7F857B7F03EE2B516770C525C95BBBED37BC18DDF9593B6FC0658440D6A0EE4F4C4ED8E799BA7412F8009AD8F199FB12

- q. Estado de Situación Financiera
- r. Estado de Resultados
- s. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- t. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.6: FERREYCORP: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=70B09194924CE4F1638B231E01B6DF4CB019A6ED17E44832B1FC45CAEA6A67A29901B8670A0E10CDCCFBE86D2F77FFA0A2C704F6261A859C8EC50417B0B6B9334BB839515692A98220562383DF09F74499F9CB0B02F6E7C125EB8990E413612E302A2CF733BA7A98F8F27D891CBC1BDBEFEB67949FD662FE34CA09DA2C387E

- u. Estado de Situación Financiera
- v. Estado de Resultados
- w. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- x. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.7: IFS: INTERCORP Financial Services: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=FED9415D6CD13C5C7D9A6B7FFF2B2FB12690AEB481A9FC16A52EE8713534AD90B6828D41021C43B4A7672908837EDFF2ACF44A1BDC3499CB59B524AC086973602F043D050BDF7BFBBE637B2E98F9FFD6D34CC779C43DCF79A6220D8FFFD347D1E6BC41BA0963588DFD55B6155D3BC9187E50624F9DA335203B781171C58AA80A904231B7319BD4B49698DA12982B9B2ADAA0424D8C0092783EF169AE8B82A0CF9337CB57788F8140FB04637305CAF6104EBB78A94FE1D8E330A5F5D5171D4FB8C7C15D424A7E801AF4F324A64275D0891EF80BC97377D17177FEEFAA7B5B

- y. Estado de Situación Financiera
- z. Estado de Resultados
- aa. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- bb. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.8: RÍMAC SEGUROS Y REASEGUROS: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=7ECB45879C6B78BE95C8DF057F519B639662621E91B3A02ED3642FDE58EAADB68379E23B28D21985A9B954008A9A8B865B4E086A441323903E1B8BDF9784641530483412532815CF8ED6D5801BA071C53344A6C944F6E569194D6296E59D0C2D3838878BDB1993DC3F779BB641FF217DB393A7AEFCB39D5B44E0C72D66FEDF079BABD8688F9DC2ABC9676383E24ED623460E4DE5BA79A66F87652A85A52DE6C19FA6AF40B89A0B66

- cc. Estado de Situación Financiera
- dd. Estado de Resultados
- ee. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- ff. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.9: SCOTIABANK PERÚ S.A.A: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=4558D46A438425676E13BEE8489E46E21D219B9B365C8D0BF967156F28117DF57B6478B80E40883CEFE024A15B6C60E1B71042EAC8A9E5803B54A1D29A7F0D29499D329C0D6E60B84BCB12085421125A4DD6C1027EE0C15ED57F8A6AA7B8AB3882C95BA0F01D09EDA95D365AE7D9DE2455599397D05E517F92D792F63BAB7F501617DE9083

- gg. Estado de Situación Financiera
- hh. Estado de Resultados
- ii. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- jj. Estado de Flujo de Efectivo

Anexo 9.10: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A.A: 2018

https://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=5E5DA9296CA514784D1E93AB6FDF17151614E6600185A885D04D9F3C840B22ED5B2D02002F9DFACFC85A3138058707F79D3A6A09524FA4F4BC585E3A279F6DEA4907235433A3FB36D541645C4867848506A3EF6859AD597A21E8F7A34B8D1B5C3BEB6F3835B1CD55D667773F71897A8799592C518137C1B4C9EDD366FD4E1C726243A7

- kk. Estado de Situación Financiera
- ll. Estado de Resultados
- mm. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto
- nn. Estado de Flujo de Efectivo