

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**ESCUELA DE POSGRADO**



**Impacto de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo en la Creación  
de Valor de las Empresas de la Bolsa de Valores de Lima Durante el**

**Periodo 2014 - 2016**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS  
CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO OTORGADO POR LA PONTIFICIA  
UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**PRESENTADA POR**

**Aldo Cattaneo Aitken**

**Carlos Otero Alza**

**César Reza Villavicencio**

**Edward León Piedra**

**Asesor: Jesús Manuel Chu Rubio**

**Santiago de Surco, abril de 2018**

## **Agradecimientos**

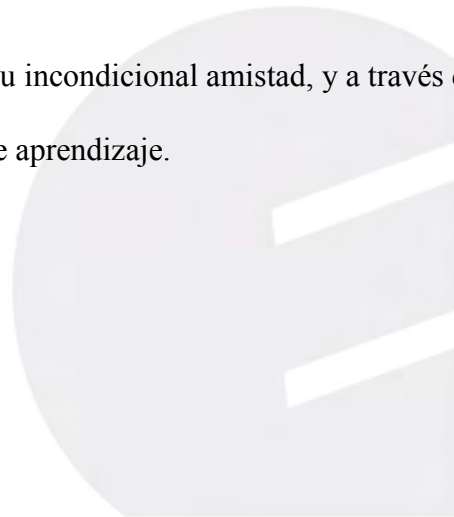
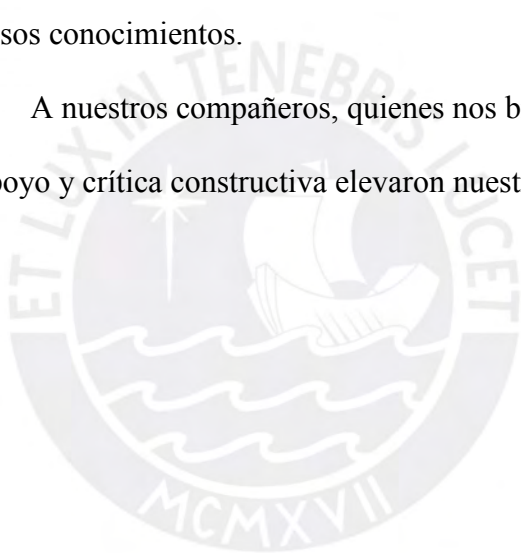
A Dios, por la hermosa oportunidad de vida para poder desarrollar nuestros conocimientos y valores en esta casa de estudios.

A nuestros padres, por orientar e impulsar diariamente nuestro crecimiento personal, espiritual y profesional.

A nuestro asesor de tesis Jesús Manuel Chu Rubio, quien además de ser un profesor destacado, nos brindó su gran apoyo en base a sus altos conocimientos y experiencia para poder continuar y concluir la tesis.

A nuestros profesores de la Maestría en Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero del CENTRUM y de EADA, quienes de manera noble y dedicada nos transmitieron sus valiosos conocimientos.

A nuestros compañeros, quienes nos brindaron su incondicional amistad, y a través de su apoyo y crítica constructiva elevaron nuestro nivel de aprendizaje.



## Dedicatorias

A mi esposa María Lucía, por su apoyo incondicional, comprensión y palabras de aliento durante todo el tiempo, día a día y en cada cosa que me propongo.

Aldo Cattaneo

A mi madre Yenny y a mi padre Tomás, pues ellos fueron el principal cimiento para la construcción de mi vida profesional, en ellos tengo el espejo en el cual me quiero reflejar pues sus virtudes infinitas y su gran corazón me llevan a admirarlos cada día más.

Carlos Otero

A mi madre Hayde, pues con su ejemplo y enseñanzas me ayudó a crecer cada día. A mi padre Alejandro, por ser un gran modelo de superación. A toda mi familia por su apoyo y aprecio, y a mis colegas que siempre aportaron valor a mis experiencias.

César Reza

A Dios, por su gran bondad y por brindarme salud para vivir esta hermosa experiencia. A mi esposa Jackeline por su amor, sacrificio, comprensión y acompañamiento constante. A mis padres Doris y Plácido por su gran amor, cuidados y aliento. A mis hermanos Evelyn y Oliver a quienes siempre tengo presentes en mi vida.

Edward León

## Resumen Ejecutivo

En las últimas décadas, el sector financiero mundial ha experimentado diversas crisis, con consecuencias nefastas en las diferentes economías. En función a esto, se generó la necesidad de determinar sus causas e implementar estrategias que mitiguen los riesgos involucrados. Entre las acciones tomadas, destacó la priorización de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo y su influencia en todos los sectores económicos, en especial el financiero.

En el mercado peruano, las prácticas de buen Gobierno Corporativo han recibido una creciente atención en las últimas dos décadas, y fueron implementadas inicialmente por las principales empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima. Recientemente, el Perú ha experimentado un fuerte ingreso de capital extranjero, cuyas exigencias y expectativas han sido cada vez más refinadas y estructuradas. Con el fin de ser un mercado competitivo y atractivo para los inversionistas, se ha dado especial importancia al buen Gobierno Corporativo, puesto que esto actuó a favor y, en cierta medida, como garantía para los capitales extranjeros.

La presente investigación ha sido realizada con el fin de determinar la influencia de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo en el valor de las empresas, y buscar promover su implementación y cumplimiento en más empresas, tanto en aquellas que se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Lima, como en las no listadas. De esta forma, el mercado peruano se presentará más atractivo ante las demás economías mundiales, y atraerá capitales e impulsará el crecimiento de la economía nacional.

## **Abstract**

In the last decades, the world financial sector has experienced several crises with negative consequences in the different economies. As a result, the need to determine its causes and implement strategies to mitigate the risks involved was generated. Among the actions taken was the prioritization of good Corporate Governance practices and their influence in all economic sectors, especially the financial sector.

In the Peruvian market, good Corporate Governance practices have received increasing attention in the last two decades, and were implemented initially by the main companies listed on the Stock Exchange of Lima. Recently, Peru has experienced a strong inflow of foreign capital, whose demands and expectations were increasingly refined and structured. In order to remain a competitive and attractive market for investors, special emphasis has been placed on good Corporate Governance, since this acts in favor and, to some extent, as a guarantee for foreign capital.

This research has been carried out in order to determine the influence of good Corporate Governance practices on the value of companies, and to seek to promote their implementation and compliance in more companies, both those listed on the Stock Exchange of Lima, as in those not listed. In this way, the Peruvian market will be more attractive to other world economies, attract capital and boost the growth of the national economy.

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Figuras.....</b>	<b>vi</b>
<b>Lista de Tablas .....</b>	<b>viii</b>
<b>Capítulo I: Introducción .....</b>	<b>1</b>
1.1 Antecedentes .....	1
1.2 Definición del Problema .....	1
1.3 Propósito de la Investigación .....	2
1.3.1 Objetivo principal .....	2
1.3.2 Objetivos secundarios .....	3
1.4 Justificación de la Investigación .....	3
1.5 Preguntas de Investigación.....	4
1.5.1 Pregunta principal .....	4
1.5.2 Preguntas secundarias .....	4
1.6 Naturaleza de la Investigación .....	4
1.7 Variables .....	5
1.8 Marco Conceptual .....	5
1.9 Definición de Términos.....	6
1.10 Limitaciones.....	9
1.11 Delimitaciones.....	9
1.12 Resumen.....	10
<b>Capítulo II: Revisión de la Literatura .....</b>	<b>11</b>
2.1 Mapa de la Literatura .....	11
2.2 Gobierno Corporativo .....	11
2.2.1 Teoría institucional .....	11
2.2.2 Teoría de los stakeholders.....	15

2.2.3	Teoría de la agencia .....	19
2.2.4	Teoría de los stewardship.....	21
2.2.5	Definición de gobierno corporativo .....	22
2.2.6	Evolución del gobierno corporativo.....	25
2.2.7	Tipos de gobierno corporativo .....	32
2.2.8	Principios de gobierno corporativo .....	32
2.2.9	Dimensiones de gobierno corporativo .....	36
2.2.10	Evolución del Mercado Bursátil en los últimos diez años .....	37
2.2.11	Evidencias empíricas del impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo en la creación de valor financiero .....	39
2.2.12	Tendencias y Perspectivas .....	42
2.3	La Filosofía de Creación de Valor .....	44
2.3.1	Métodos basados en las ganancias contables (ROE) .....	44
2.3.2	Limitaciones de las métricas basadas en los reportes contables .....	45
2.3.3	Definición de creación de valor .....	46
2.3.4	Estado actual de la filosofía de creación de valor .....	47
2.3.5	La teoría de eficiencia del mercado .....	49
2.3.6	Métodos de medición de creación de valor.....	50
2.3.7	La determinación del costo de capital.....	53
2.4	Resumen.....	56
<b>Capítulo III: Metodología de la Investigación.....</b>		<b>57</b>
3.1	Diseño de la Investigación .....	57
3.2	Población del Estudio.....	57
3.3	Marco Muestral .....	58
3.4	Procedimiento para la Selección de la Muestra .....	58

3.4.1	Descripción de la determinación de la muestra .....	58
3.4.2	Criterios utilizados para la determinación de la muestra .....	59
3.4.3	Limitaciones de la Muestra .....	61
3.5	Proceso de Selección de Variables.....	62
3.6	Procedimiento de Recopilación de Información .....	65
3.6.1	Empresas Seleccionadas en la Muestra.....	65
3.6.2	Recolección de Datos.....	66
3.7	Procedimiento de Análisis .....	66
3.8	Resumen.....	68
<b>Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados.....</b>		<b>69</b>
4.1	Análisis de variables de generación de valor financiero .....	69
4.1.1	Análisis del ROE.....	70
4.1.2	Análisis del EVA .....	72
4.1.3	Análisis de la Q de Tobin.....	73
4.1.4	Análisis del Índice de Lucratividad .....	74
4.2	Análisis de variables de buen gobierno corporativo .....	75
4.2.1	Resultados del Pilar I: Derechos de los accionistas .....	75
4.2.2	Resultados del Pilar II: Junta General de Accionistas .....	76
4.2.3	Resultados del Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia .....	77
4.2.4	Resultados del Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento .....	78
4.2.5	Resultados del Pilar V: Transparencia de la Información.....	79
4.3	Análisis conjunto de variables de buen gobierno corporativo y valor financiero .....	80
4.3.1	Pilar I y Valor Financiero.....	81
4.3.2	Pilar II y Valor Financiero .....	85
4.3.3	Pilar III y Valor Financiero .....	87



4.3.4	Pilar IV y Valor Financiero.....	91
4.3.5	Pilar V y Valor Financiero.....	94
4.4	Resumen.....	98
<b>Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones.....</b>		<b>99</b>
5.1	Conclusiones.....	99
5.2	Recomendaciones.....	102
5.3	Contribuciones.....	103
5.3.1	Contribuciones teóricas.....	103
5.3.2	Contribuciones prácticas.....	104
<b>Referencias.....</b>		<b>105</b>
<b>Apéndice A: Número de Empresas con Valores Financieros Inscritos por Mes y Sector en la Bolsa de Valores de Lima para los Años 2014, 2015 y 2016.....</b>		
		<b>116</b>
<b>Apéndice B: Listado de Empresas con Buen Gobierno Corporativo según la BVL (cierres 2014 al 2016).....</b>		
		<b>117</b>
<b>Apéndice C: Ranking de Acciones por Frecuencia, Operaciones, Monto Negociado y Capitalización Bursátil de la BVL para Junio y Diciembre del 2014 al 2016.....</b>		
		<b>118</b>
<b>Apéndice D: Matriz de Datos.....</b>		<b>124</b>
<b>Apéndice E: Reporte de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas de ALICORP S.A.A. (Principios 1 y 2, 2013).....</b>		
		<b>125</b>
<b>Apéndice F: Reporte de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas de Graña y Montero S.A.A. (Preguntas I.1, I.2 e I.3, 2014).....</b>		
		<b>126</b>

## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Mapa de la Literatura.....	12
<i>Figura 2.</i> Diagrama de factores que influyen los informes corporativos.....	14
<i>Figura 3.</i> Investigaciones sobre teoría institucional.....	15
<i>Figura 4.</i> Stakeholders típicos de una empresa.....	17
<i>Figura 5.</i> Investigaciones sobre teoría de los stakeholders.....	18
<i>Figura 6.</i> Versiones de la teoría de los stakeholders.....	18
<i>Figura 7.</i> Investigaciones sobre teoría de la agencia.....	20
<i>Figura 8.</i> Principales hitos históricos del gobierno corporativo.....	31
<i>Figura 9.</i> Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE.....	34
<i>Figura 10.</i> Las tres dimensiones del gobierno corporativo.....	37
<i>Figura 11.</i> Capitalización Bursátil BVL 2008-2017 (Millones de Soles).....	39
<i>Figura 12.</i> Potencial de creación de valor.....	48
<i>Figura 13.</i> ROE promedio por año del conjunto de las empresas seleccionadas.....	71
<i>Figura 14.</i> Evolutivo del ROE por empresa y año.....	71
<i>Figura 15.</i> EVA promedio por año del conjunto de las empresas seleccionadas.....	72
<i>Figura 16.</i> Evolutivo del EVA (en MM S/) por empresa y año.....	72
<i>Figura 17.</i> Q de Tobin promedio por año del conjunto de las empresas seleccionadas.....	73
<i>Figura 18.</i> Evolutivo del Q de Tobin por empresa y por año.....	74
<i>Figura 19.</i> Índice de Lucratividad promedio por año del conjunto de las empresas seleccionadas.....	74
<i>Figura 20.</i> Evolutivo del Índice de Lucratividad por empresa y por año.....	75
<i>Figura 21.</i> Pilar I versus ROE.....	81
<i>Figura 22.</i> Pilar I versus EVA.....	82
<i>Figura 23.</i> Pilar I versus Q de Tobin.....	83

<i>Figura 24.</i> Pilar I versus Índice de Lucratividad.....	84
<i>Figura 25.</i> Pilar II versus ROE.....	85
<i>Figura 26.</i> Pilar II versus EVA.....	86
<i>Figura 27.</i> Pilar II versus Q de Tobin.....	86
<i>Figura 28.</i> Pilar II versus Índice de Lucratividad.....	87
<i>Figura 29.</i> Pilar III versus ROE.....	88
<i>Figura 30.</i> Pilar III versus EVA.....	88
<i>Figura 31.</i> Pilar III versus Q de Tobin.....	89
<i>Figura 32.</i> Pilar III versus Índice de Lucratividad.....	90
<i>Figura 33.</i> Pilar IV versus ROE.....	92
<i>Figura 34.</i> Pilar IV versus EVA.....	92
<i>Figura 35.</i> Pilar IV versus Q de Tobin.....	93
<i>Figura 36.</i> Pilar IV versus Índice de Lucratividad.....	93
<i>Figura 37.</i> Pilar V versus ROE.....	94
<i>Figura 38.</i> Pilar V versus EVA.....	95
<i>Figura 39.</i> Pilar V versus Q de Tobin.....	96
<i>Figura 40.</i> Pilar V versus Índice de Lucratividad.....	96

## Lista de Tablas

Tabla 1	<i>Listado de Empresas con Buen Gobierno Corporativo Según la BVL de Forma Continua en los Años 2014-2016</i> .....	59
Tabla 2	<i>Promedio de Frecuencia de Negociación, Número de Operaciones, Monto Negociado y Capitalización Bursátil en los Cierres de Semestre de los Años 2014-2016 para las 18 Empresas Seleccionadas Luego del Primer Filtro</i> .....	60
Tabla 3	<i>Definición de Variables Asociadas al Pilar Derechos de los Accionistas</i> .....	62
Tabla 4	<i>Definición de Variables Asociadas al Pilar Junta General de Accionistas</i> .....	63
Tabla 5	<i>Definición de Variables Asociadas al Pilar El Directorio y la Alta Gerencia</i> .....	63
Tabla 6	<i>Definición de Variables Asociadas al Pilar Riesgo y Cumplimiento</i> .....	64
Tabla 7.	<i>Definición de variables asociadas al Pilar Transparencia de la Información</i> .....	64
Tabla 8	<i>Variables Relacionadas a la Generación de Valor Financiero de las Empresas</i> ...	65
Tabla 9	<i>Esquema de la Matriz de Datos</i> .....	67
Tabla 10	<i>Principales Estadísticos de las Variables Financieras</i> .....	69
Tabla 11	<i>Variables Seleccionadas del Pilar I</i> .....	76
Tabla 12	<i>Variable Seleccionada del Pilar II</i> .....	77
Tabla 13	<i>Variables Seleccionadas del Pilar III</i> .....	77
Tabla 14	<i>Variable Seleccionada del Pilar IV</i> .....	79
Tabla 15	<i>Variables Seleccionadas del Pilar V</i> .....	79
Tabla 16	<i>Sentido Esperado de las Variables de Valor Financiero Frente a las de Buen Gobierno Corporativo</i> .....	80
Tabla 17	<i>Cumplimiento del Pilar I y Resultados Financieros por Año</i> .....	84
Tabla 18	<i>Cumplimiento del Pilar II y Resultados Financieros por Año</i> .....	87
Tabla 19	<i>Cumplimiento del Pilar III y Resultados Financieros por Año</i> .....	91
Tabla 20	<i>Cumplimiento del Pilar IV y Resultados Financieros por Año</i> .....	94

Tabla 21. *Cumplimiento del Pilar V y Resultados Financieros por Año*.....97



## Capítulo I: Introducción

### 1.1 Antecedentes

El concepto de gobierno corporativo nació a partir de la delegación del poder sobre la toma de decisiones en las empresas, cedida a los administradores de las mismas por parte de los dueños o accionistas. Jensen y Meckling (1976) expusieron el problema de agencia y generaron la base para las investigaciones sobre gobierno corporativo.

El sector privado empresarial ha mantenido desde sus orígenes una fuerte influencia en el desarrollo económico de los países, lo cual se evidenció a partir de las grandes reformas de mercado y los procesos de privatización. Por este motivo, en los últimos años se ha dado énfasis a la implementación de prácticas de buen gobierno corporativo (Delgado, 2010).

Según la Bolsa de Valores de Lima [BVL] (2009), en función del buen gobierno corporativo, las tareas de todo directorio se clasificaron en: (a) control de riesgos, (b) estrategia de riesgo deseada, (c) identificación de barreras, y (d) medidas de gestión de riesgo. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), emitió en 1999 los principios para el gobierno corporativo, lo cual la convirtió en el referente internacional para la implementación de las buenas prácticas de gobierno corporativo, así como su normatividad en diferentes países. Según la OCDE, el término gobierno corporativo hizo referencia a la forma en que los negocios son administrados, y especificó la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la empresa.

Con relación a la creación de valor, es importante tener en cuenta que esta se percibió con mayor precisión a partir del incremento del precio de las acciones, puesto que este pudo ser expresado en flujos de efectivo, y su cotización fue realizada al tomar en cuenta un horizonte temporal, su monto y el riesgo subyacente.

### 1.2 Definición del Problema

Las prácticas de buen gobierno corporativo han adquirido en los últimos años un

mayor protagonismo en las empresas a nivel global. Las últimas crisis financieras y el entorno económico contemporáneo han incentivado la búsqueda y determinación de aquellos factores que inciden significativamente en la generación de valor. Es dentro de este contexto que las entidades empresariales peruanas han puesto en marcha la aplicación de estas prácticas, y han seguido los lineamientos del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (SMV, 2013).

Sobre la relación entre la aplicación de las prácticas de buen gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas se han realizado numerosos estudios. Sin embargo, no son muchos los elaborados en consideración de la realidad económica de América Latina, y mucho menos la de Perú. Cada sector económico de la región cuenta con características particulares que no pueden ser generalizadas a nivel continental o global.

En el Perú, aquellas empresas que cotizan en el mercado de valores deben emitir un reporte a la Bolsa de Valores de Lima, en el cual detallen el cumplimiento de los indicadores de buen gobierno corporativo exigidos. A pesar de esto, no se conoce aún si existe o no un efecto significativo de las prácticas de buen gobierno corporativo sobre el valor financiero de las empresas peruanas, por lo que resulta oportuno y conveniente determinar una relación entre determinados indicadores financieros que valorizan a una empresa, y los indicadores de buen gobierno corporativo.

### **1.3 Propósito de la Investigación**

A la fecha no se ha logrado determinar de forma exacta el impacto que tienen las prácticas de buen gobierno corporativo en el valor financiero de la empresa. A partir de esto, la presente investigación tiene los siguientes objetivos:

#### **1.3.1 Objetivo principal**

Estudiar el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor financiero de las empresas de la Bolsa de Valores de Lima, durante el periodo del 2014

al 2016.

### **1.3.2 Objetivos secundarios**

1. Identificar cuáles son las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que practican el buen gobierno corporativo, en el periodo del 2014 al 2016.
2. Determinar la generación de valor financiero, a través de indicadores financieros relevantes en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que practican el buen gobierno corporativo, en el periodo del 2014 al 2016.

### **1.4 Justificación de la Investigación**

En las últimas décadas, la economía internacional ha experimentado diferentes crisis financieras y acontecimientos como la desaceleración de China y la contracción de los BRICS, en los cuales se ha podido observar entre los factores comunes la carencia de las prácticas de buen gobierno corporativo (Burneo & Lizarzaburu, 2016).

Estas prácticas se han manifestado en función de la búsqueda de generación de valor para las empresas y han contribuido al desarrollo económico y social del país. Bajo este contexto, es importante determinar si existe una relación entre el valor financiero y la implementación del buen gobierno corporativo en las empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

El buen gobierno corporativo puede ser evaluado a partir de los principios planteados dentro del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, agrupados en función a cinco pilares. El valor de las empresas puede ser evaluado a partir de indicadores financieros como el ROE, el EVA, la Q de Tobin y el Índice de Lucratividad.

Finalmente, no existe un número significativo de estudios que analicen el impacto de las prácticas de buen gobierno corporativo en las empresas peruanas. Por lo tanto, la relevancia del presente estudio radica en su potencial capacidad para fomentar el interés en la implementación de estas prácticas y reforzar las bases literarias para futuras investigaciones.



## **1.5 Preguntas de Investigación**

La presente investigación plantea las siguientes preguntas para describir el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor de las empresas de la Bolsa de Valores de Lima, en el periodo del 2014 al 2016.

### **1.5.1 Pregunta principal**

¿Existe relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y la creación de valor financiero en las empresas de la Bolsa de Valores de Lima, en el periodo del 2014 al 2016?

### **1.5.2 Preguntas secundarias**

Las preguntas secundarias son las siguientes:

1. ¿Cuáles son las empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y cumplen con las buenas prácticas de gobierno corporativo, en el periodo del 2014 al 2016?
2. ¿Cuáles de estas empresas peruanas han generado valor financiero, medido a partir de indicadores financieros relevantes, en el periodo del 2014 al 2016?

## **1.6 Naturaleza de la Investigación**

La presente investigación fue no experimental, puesto que no se manipularon las variables de estudio, sino más bien se hizo uso de información existente. El enfoque fue cualitativo y de alcance descriptivo, ya que se buscó describir la relación entre las prácticas de buen gobierno corporativo y la creación de valor en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. El diseño de la investigación fue longitudinal, debido a que se evaluaron las variables planteadas a lo largo de un período determinado de tiempo, este fue a partir del año 2014 hasta el 2016.

Se ha tomado como año inicial el 2014 por el cambio de estructura del Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas,

realizado en dicho año. La plantilla actual se basó en cinco pilares y 31 principios con preguntas dicotómicas, mientras que la plantilla usada hasta el 2013 se basó en cuatro pilares y 26 principios con preguntas politómicas o de escala. Como se puede apreciar en los Anexos E y F, la homologación del formato del año 2013 de la plantilla al del 2014 resultó muy complicado y se corrió un riesgo alto de alterar el propósito de cada pregunta, pues estas fueron distintas entre los formatos y su interpretación por parte de los investigadores resultaría ser subjetiva; asimismo, el realizar un análisis por cada formato de plantilla no garantizaría congruencia entre los resultados de ambos periodos. Se optó por analizar sólo el formato de plantilla vigente, y por lo tanto, el horizonte temporal se limitó al periodo del 2014 al 2016.

### **1.7 Variables**

1. El buen gobierno corporativo, analizado a partir de la valorización numérica de los principios detallados en el Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas.
2. Creación de valor financiero, analizado a partir de indicadores financieros relevantes: ROE, EVA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad.

### **1.8 Marco Conceptual**

El Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas fue actualizado en el año 2013 por el Comité de Actualización de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas. Esta nueva versión tomó como referencia los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Los principios del código se encontraron ordenados bajo cinco pilares: (a) Derechos de los Accionistas, (b) Junta General de Accionistas, (c) El Directorio y la Alta Gerencia, (d) Riesgo y Cumplimiento, y (e) Transparencia de la Información.

Asimismo, la Bolsa de Valores de Lima publicó en el año 2008 el Índice de Buen

Gobierno Corporativo, el cual es un índice de capitalización que buscó reflejar el comportamiento de los valores de aquellas empresas que han adoptado adecuadamente los principios de buen gobierno corporativo.

### **1.9 Definición de Términos**

**Gobierno corporativo.** Existieron numerosas definiciones de gobierno corporativo, de acuerdo con Claessens (2006), quien indicó que estas definiciones se agruparon generalmente en dos categorías. La primera se basó en el desempeño, eficiencia, crecimiento y estructura financiera de las compañías, así como el trato a los accionistas y otros interesados. La segunda categoría estuvo más orientada hacia el marco normativo y mercantil bajo el cual se desarrollaron las empresas. El primer grupo de definiciones resultó más adecuado para estudios delimitados sólo a un país, por lo cual fue el adecuado para el presente trabajo de investigación.

Según Escobar, Benavides y Perafán (2016), el concepto de gobierno corporativo “ha evolucionado hasta considerarse como un sistema de normas y prácticas, formales e informales, externas e internas que regula las relaciones entre administradores y aquellos en beneficio de los cuales opera la organización” (p. 217).

En una de las definiciones de gobierno corporativo, proporcionada por Strange, Filatotchev, Buck y Wright (2009), se explicó que este consiste en cómo las compañías deben ser gobernadas de forma eficiente y asignar recursos productivamente con el fin de satisfacer a todos los interesados.

**Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.** Es un código que recogió los mejores principios internacionales sobre buen gobierno corporativo y consideró su aplicación a la realidad económica peruana. Fue actualizado en el año 2013 por el Comité de Actualización de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas (SMV, 2013).

**Índice de Buen Gobierno Corporativo.** Es un indicador estadístico establecido para reflejar el comportamiento de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que cumplen con los principios del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (BVL, 2009).

**Inversionista.** Todo aquel agente o entidad dispuesta a ceder parte de sus recursos al financiamiento de una empresa o proyecto. El inversionista recibirá a cambio un retorno esperado en el caso del financiamiento por patrimonio, o pactado en el caso del financiamiento por deuda.

**Generación de valor financiero.** Es la maximización de la ganancia producto de las operaciones de la empresa o entidad, y alcanzada a través de diferentes métodos (Van & Wachowicz, 2010). Damodaran (2014) explicó que el valor de una empresa es el valor presente de los flujos futuros de caja esperados, descontados a una tasa que refleja el financiamiento y el riesgo subyacente a la misma. Sin embargo, la presente investigación no consideró la realización de entrevistas, por lo cual no es posible efectuar un adecuado uso del método de flujos de caja descontados, ya que este tiene una alta dependencia de la opinión de expertos por cada empresa a analizar y los sectores económicos a los que pertenecen.

**ROE.** Según Ross, Westerfield y Jaffe (2012), el ROE sirve para medir cómo les fue a los accionistas durante el año. El ROE es calculado al dividir las ganancias después de impuestos y pago de dividendos, entre el valor en libros del patrimonio. También puede ser calculado al multiplicar la rentabilidad de las ganancias sobre las ventas, la rotación de activos y el apalancamiento (De Wet & Du Toit, 2007).

Este indicador formó parte de un grupo de indicadores financieros tradicionales sustentados en las utilidades contables de una empresa, las cuales no fueron suficientes para determinar si hubo creación o destrucción de valor. Sin embargo, la presente investigación consideró el uso de este indicador por ser uno de los más utilizados en el mercado y con el fin

de tener como mínimo un indicador basado en las utilidades contables, para su comparación con las demás medidas de creación de valor financiero, presentadas en el presente estudio.

**EVA.** El EVA (“Economic Value Added”) es una medida de la plusvalía en dólares creada por una empresa o proyecto (Damodaran, 2014). De acuerdo con lo explicado por Sharma y Kumar (2010), el EVA es un estimado de la verdadera utilidad económica o la cantidad por la cual las ganancias exceden o no al retorno mínimo esperado por los inversionistas. El EVA compara el retorno con los costos de capital y financiamiento empleados, expresados a partir del cálculo del costo promedio ponderado del capital o WACC, y de esta forma determina si se ha creado valor (Quiry, Dallochio, Le Fur & Salvi, 2005).

Dentro de los indicadores de generación de valor, el que más resaltó fue el valor actual neto (VAN), puesto que permite calcular la medida exacta del valor generado. Sin embargo, el VAN requiere un análisis que se extiende a varios periodos y esto enfrenta la limitación al acceso a toda la información necesaria que la empresa está dispuesta a brindar, lo cual dificulta el uso de este método. Existen también los indicadores de mercado, como el valor agregado de mercado (MVA) y el retorno total del accionista, pero estos se encuentran muy influenciados por las expectativas del mercado, las cuales pueden no coincidir con los resultados económicos y financieros de la empresa (Quiry et al., 2005). En función a esto, se ha considerado en el presente trabajo de investigación el uso del EVA como uno de los indicadores de generación de valor, por su mayor facilidad de cálculo y para evitar el sesgo del mercado, para lo cual se ha tomado el índice de lucratividad en el apartado 1.9.9 del presente capítulo.

**Q de Tobin.** Es el ratio que refleja el valor que le atribuye el mercado a una empresa respecto a su costo de reposición (Montoro & Navarro, 2010). El uso de la Q de Tobin resultó

relevante en el presente trabajo por los siguientes argumentos expuestos en el estudio de Espitia (1986):

1. Ayuda en la detección de oportunidades de inversión en la empresa, y es una herramienta que orienta en la toma de decisiones.
2. Es de alto interés para los stakeholders, por ejemplo, clientes y empleados, puesto que este ratio refleja las posibilidades de supervivencia de la empresa.

**Índice de Lucratividad.** Es el indicador de rendimiento calculado para cada acción de una empresa cotizada en bolsa dentro de un determinado periodo de tiempo. Este método considera la ganancia de capital y la entrega de utilidades (Chu, 2012). El índice de lucratividad se desarrolla de acuerdo con el régimen del comportamiento de la bolsa de valores, en función a la negociación de las acciones y la contabilización de operaciones por monto efectuado (Barbachan, Flores, Salicio & Zamora, 2017). La presente investigación hizo uso de este índice por su alto nivel de relación con las expectativas del mercado en comparación a otros indicadores.

### **1.10 Limitaciones**

La presente investigación consideró para su análisis una muestra conformada por empresas peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima y que cumplieron con las buenas prácticas de gobierno corporativo. Los resultados obtenidos no podrán ser usados como referencia para estudios sobre otras economías de la región o a nivel global. El estudio realizado no buscó generar una teoría específica sobre el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo, sino describir su relación con la creación de valor de las empresas y complementar la base literaria para investigaciones futuras.

### **1.11 Delimitaciones**

1. Se consideraron como objeto de estudio a las empresas peruanas que cotizaron en la BVL y cumplieron con las buenas prácticas de gobierno corporativo.

2. Sólo se consideraron empresas privadas y no pertenecientes al Estado Peruano.
3. No se consideró una clasificación con mayor detalle.
4. Se consideraron empresas de mediana y gran envergadura.
5. La información financiera provino de las memorias anuales publicadas en la SMV y en la BVL.

### **1.12 Resumen**

El presente trabajo de investigación ha sido realizado con el propósito de determinar el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor de las empresas peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima. En este capítulo se abordaron antecedentes significativos y definición de términos y parámetros que influyeron en el cumplimiento de los objetivos planteados para el presente estudio.

Dentro de la literatura financiera existen pocos estudios que abordaron la influencia del buen gobierno corporativo en el comportamiento financiero de las empresas. Por tal motivo, el análisis, resultados y conclusiones del presente trabajo quedarán a disposición para futuras investigaciones, con el fin de contribuir a la refinación de los temas abordados por parte de la comunidad financiera nacional e internacional.

## Capítulo II: Revisión de la Literatura

### 2.1 Mapa de la Literatura

El mapa de literatura se elaboró sobre la base de diversos autores que con sus importantes investigaciones contribuyeron al marco teórico de los temas abordados en la presente investigación (ver Figura 1).

### 2.2 Gobierno Corporativo

#### 2.2.1 Teoría institucional

Según mencionó Scott (2008), los conceptos de la teoría institucional ya se presentaban desde mediados del siglo diecinueve, sin embargo, es a partir de los años setenta cuando se asientan las bases y se tienen mayores argumentos y estudios de la teoría institucional vinculada a las organizaciones. De acuerdo con Meyer y Rowan (1977), la teoría institucional explicó que las organizaciones son incentivadas a realizar prácticas y procedimientos definidos por conceptos racionalizados ya existentes relacionados con el trabajo organizativo y que se encontraban institucionalizados en la sociedad. Es decir, las organizaciones adoptan estas estructuras formales que provienen del entorno para aumentar su legitimidad y supervivencia, sin embargo, no necesariamente estas prácticas pueden generar una eficiencia en el desempeño de las mismas, sino que simplemente replican los usos, mitos y creencias de su entorno institucional sin reflejar necesariamente los requisitos reales de la organización para gestionarse eficientemente.

Según Zucker (1977), la institucionalización se define de dos maneras:

Como un proceso y como una propiedad variable. Es un proceso, mediante el cual los actores individuales transmiten lo que es socialmente definido como real, y al mismo tiempo, en cualquier momento del proceso el significado de un acto puede definirse como más o menos una parte de esta realidad. Los actos institucionalizados deben ser percibidos como objetivos y externos. Los actos son objetivos cuando son



Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo y Valor Financiero																		
Gobierno Corporativo											Creación de Valor							
Teoría Institucional	Teoría de los stakeholders	Teoría de la agencia	Teoría de los stewardship	Definición	Evolución	Tipos	Principios	Dimensiones	Evolución del mercado bursátil	Evidencias	Tendencias y perspectivas	Métodos contables	Limitaciones de los métodos contables	Definición	Estado actual	Eficiencia del mercado	Métodos de creación de valor	Costo de capital
Adams, 2002 DiMaggio & Powell, 1983 Globerman, Peng & Shapiro, 2011 Luisa & De Grado, 2016 Meyer & Rowan, 1977 Scott, 2008 Yoshikawa & McGuire, 2008 Zucker, 1977 Zulfikar, Lukviarman & Suhardjanto, 2017	Clarkson, 1995 Freeman, 1984 Freeman & Reed, 1983 Kaler, 2003	Filatotchev, Jackson & Nakajima, 2013 Jensen & Meckling, 1976 Matute, Fabian, Pacheco, Trinidad & Ureta, 2010 Nyberg, Fulmer, Gerhart & Carpenter, 2010 Ross, 1973	Davis, Schoorman & Donaldson, 1997 Wasserman, 2006	Ahmed, 2011 Denis & McConnell, 2003 Garay, Gonzalez & Hernandez, 2006 Hart, 1995 Indacochea, 2000 La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer & Vishny, 2000 Love, 2011 OCDE, 1999 OCDE, 2004 Shleifer & Vishny, 1997 Silva, 2011	Agüero, 2009 Berle & Means, 1932 Clarke, 2005 Graham, Hazarika & Narasimhan, 2011 Hassan, Marimuthu & Kaur, 2015 Jensen, 2003 Lopez & Pereira, 2006 Magnier, 2014 Makki & Lodhi, 2013 Marnet, 2005 Martinez, 2010 OCDE, 1999 Portalanza, 2013	Fernández, 2012 Tarzuján & Paredes, 2005 Thomas, 2002	Baracaldo, 2013 OCDE, 2004 Pacala, 2012 SMV, 2013	Branco & Rodrigues, 2006 Buehlmaier, 2010 Martinez, Vaquero, Cuadrado & García, 2015 Tourani & Inglely, 2011	BVL, 2015 FIAB, 2016 Levine, 2004 Lopez, 2014 Mercedes, Ponce, Oliveira, Rawlins, Rivero, Miguel, ... Ramirez, 2015	Brown & Caylor, 2004 Drobotz, Schillhofer & Zimmerman, 2004 Ehikiyoa, 2009 Gemmill & Thomas, 2004 Gruszczynski, 2006 Krafft, Qu, Quatraro & Ravix, 2014 Maassen, 1999 Shleifer & Vishny, 1997	Abdullah & Page, 2009 Krause, 2012 Magnier, 2014 Salvioni, Gennari & Bosetti, 2016	Kijewska, 2016 Stickney, Weil, Schipper, Francis & Avolio, 2012	Chu, 2012 Ibarra, 2006	Chu, 2012 Fernandez, 2015 Koller, 1994 Vera, 2000	Chu, 2012 Rutenberg, 1994	Aragonés & Mascareñas, 1994 Duarte & Mascareñas, 2013 Malkiel & Fama, 1970	Chu, 2012 Chung & Pruitt, 1994 Henryani & Kusumastuti, 2013 Montoro & Navarro, 2010 Quispe, 2003	Berry, Betterton & Karagiannidis, 2014 Damodaran, 2014 Džaja y Aljinović, 2013 Fabozzi, Gupta & Markowitz, 2002 Stubej, Dolenc & Jerman, 2014

Figura 1. Mapa de la Literatura

potencialmente repetibles por otros actores sin cambiar el entendimiento común del acto, mientras que los actos son externos cuando la comprensión subjetiva de los actos se reconstruye como entendimiento intersubjetivo para que los actos sean vistos como parte del mundo externo (p. 728).

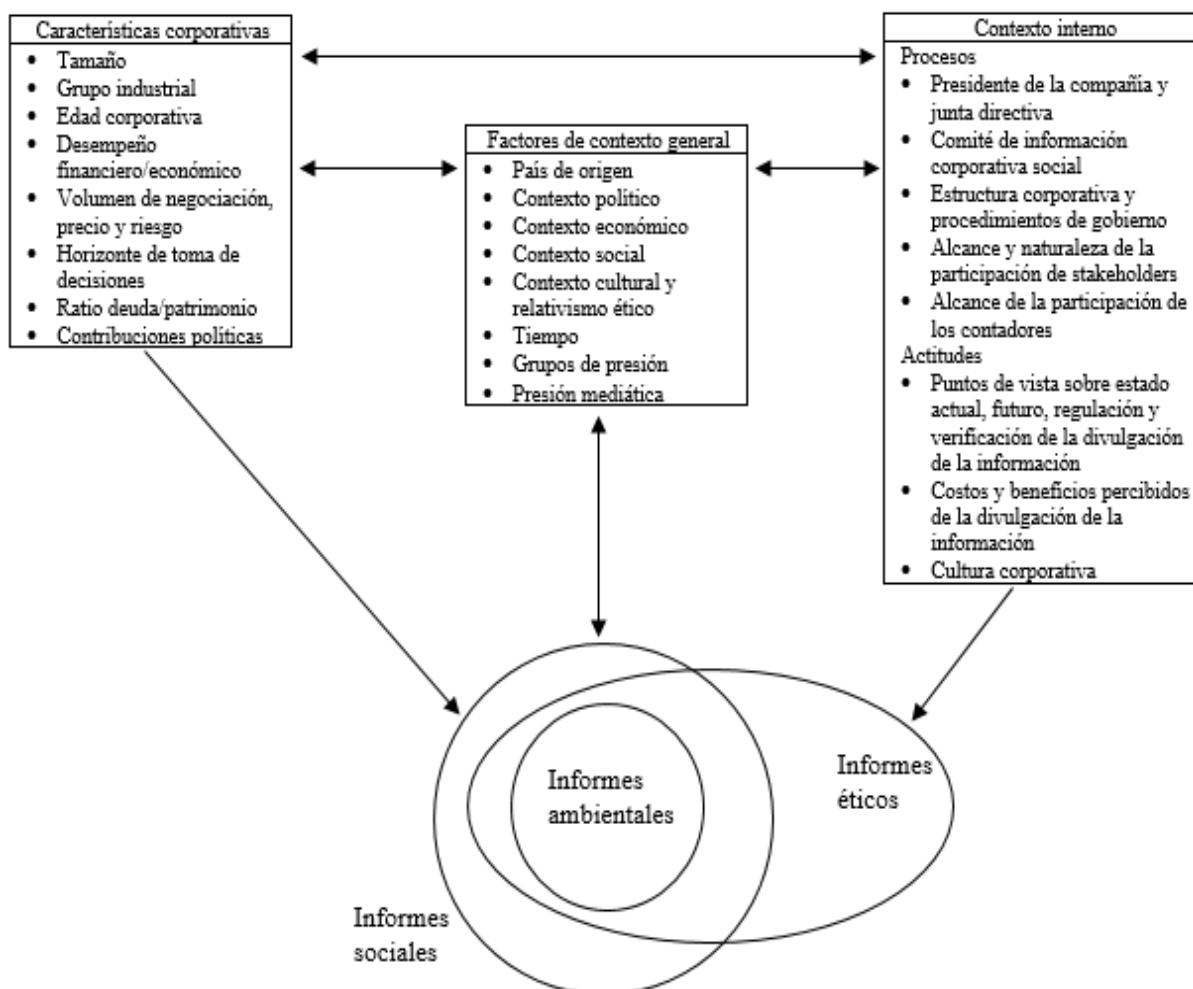
Meyer y Rowan (1977) mencionó que las organizaciones, sobre todo las nuevas, tienden a influenciarse e imitar la forma de estructura de acuerdo a las características de su entorno. Este isomorfismo se explica debido a la interacción e intercambios de conocimientos que existen entre las organizaciones existentes. DiMaggio y Powell (1983) señalaron que las organizaciones intentarían cambiar de forma constante, pero debido al intercambio de información e interacción que se da en el entorno, se alinearían a la estructura similar que poseen otras organizaciones y reducirían el grado de diversidad.

Yoshikawa y McGuire (2008) mencionaron que el gobierno corporativo desde una perspectiva de teoría institucional puede ser tratado como parte del marco institucional de una nación, relevante para asegurar la continuidad de los negocios ya que bajo este enfoque la efectividad de las prácticas de gobierno corporativo, llamado también mecanismos regulatorios, no sólo se limitan a los intereses de los accionistas y agentes, sino que abarcan un universo más amplio de partes interesadas.

Globerman, Peng y Shapiro (2011) indicaron que es necesario conocer el entorno institucional en donde operan las instituciones para entender la razón y consecuencia de los modelos específicos de gobierno corporativo adoptados. El gobierno corporativo estudiado bajo el enfoque de la teoría institucional cobra mayor importancia en momentos actuales de cambios continuos, en contextos como lo social, cultural, económico y político, por lo que resulta importante entender los contextos institucionales específicos.

Gallén y De Grado (2016) explicaron cómo el desarrollo de la divulgación de la información corporativa puede ser entendida a partir de la teoría institucional, ya que depende

en gran parte de factores culturales, formales y económicos, como el grado de inversión extranjera directa. A mayor inversión extranjera directa que realice una institución, se tendrá un mayor grado de desarrollo de información corporativa voluntaria, puesto que es uno de los pocos mecanismos con los que podrán contar los inversores para poder conocer sobre las acciones de la institución. Adams (2002) afirmó que la divulgación de la información se ve influenciada por factores como el país de origen, tamaño de la institución y cultura corporativa. En la Figura 2 se indican diferentes factores que influyen en la divulgación de información social, ética y ambiental, los cuales pueden variar en función del país de procedencia, el tipo de industria y la misma compañía.



*Figura 2.* Diagrama de factores que influyen los informes corporativos.

Adaptado de “Internal organizational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorizing”, por C. Adams, 2002, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15 (2), 223-250.

Uno de los sectores en los que se puede apreciar con claridad la influencia de la teoría institucional es el bancario. A mayor conformidad por parte de los bancos hacia el marco regulatorio del país al que pertenece la institución, menor es el riesgo asumido, y por lo tanto resulta mayor la percepción de una eficiente gestión de activos realizada por los bancos. A mayores niveles de eficiencia, mayor rendimiento financiero obtenido. En el trabajo realizado por Zulfikar, Lukviarman, y Suhardjanto (2017) se analizó la relación entre el rendimiento financiero del sector bancario de un país en desarrollo y la estructura regulatoria del mismo a partir de tres variables: (a) gobierno corporativo, (b) revelación del riesgo, y (c) solvencia. Los investigadores concluyeron en un efecto positivo sobre el rendimiento financiero a partir de las prácticas de buen gobierno corporativo e indicadores de solvencia favorables, mientras que el efecto de la revelación del riesgo no resultó significativo puesto que los stakeholders no usaron esta información para el análisis del rendimiento financiero.

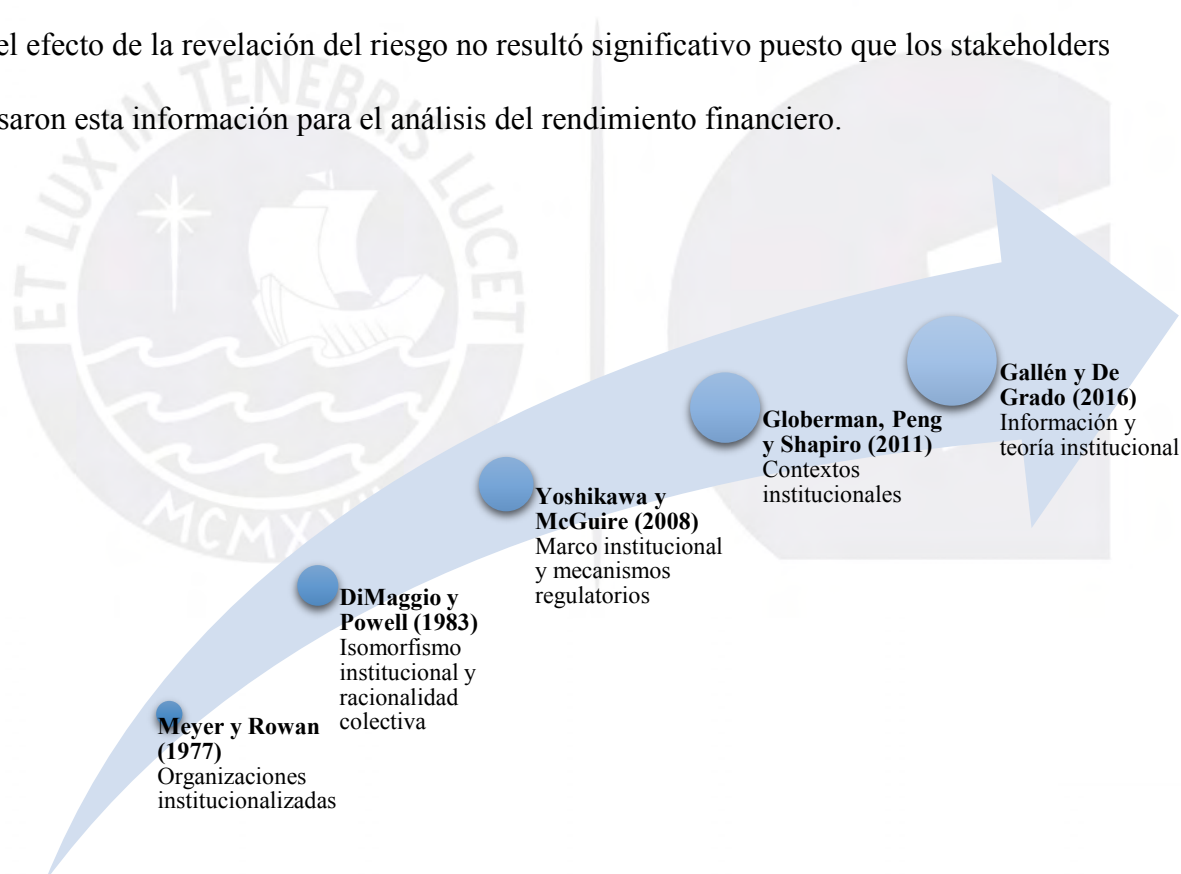


Figura 3. Investigaciones sobre teoría institucional.

### 2.2.2 Teoría de los stakeholders

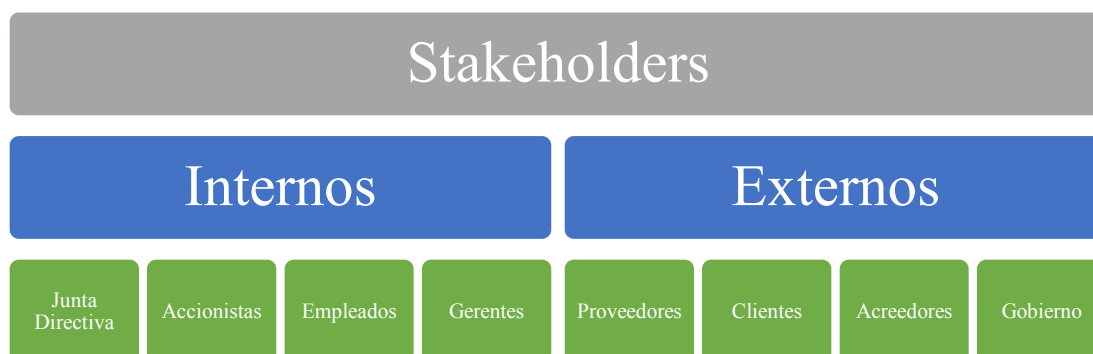
En la teoría de los stakeholders se establece que una organización afecta y es afectada no solo por los partícipes principales de esta, es decir por los accionistas, sino que se

involucra a todo un grupo de interesados tales como los directivos, empleados, clientes, posibles clientes, proveedores, competidores, la sociedad en general, etc. Freeman (1984) mencionó que básicamente los stakeholders son todos aquellos que no son parte de los grupos a los que la corporación es responsable, es decir, los accionistas. El concepto de stakeholder fue presentado en un memorando interno del Instituto de Investigación de Stanford (SRI) en 1963, en el cual se definió como aquellos grupos sin los cuales la organización no existiría; en ese caso, se incluyó a los accionistas, empleados, clientes, prestamistas y la sociedad.

Freeman y Reed (1983) propusieron dos definiciones de stakeholder. En la primera, en un sentido amplio, incluyó también a los grupos amigables y hostiles; y en la segunda, en un sentido estricto, básicamente estuvo muy alineada a la del SRI pero con mayor especificidad:

- En el sentido amplio, un stakeholder es cualquier grupo o individuo que puede verse afectado o que puede afectar la consecución de los objetivos de una organización. Los grupos de interés podrían ser: grupos de interés público, grupos de protesta, agencias gubernamentales, asociaciones comerciales, competidores, sindicatos, empleados, segmentos de clientes, accionistas, etc.
- En el sentido estricto, un stakeholder es cualquier grupo o individuo del cual dependa la organización para su supervivencia. Es decir: empleados, segmentos de clientes, proveedores determinados, agencias gubernamentales claves, accionistas, ciertas instituciones financieras, etc.

A diferencia de la teoría de la agencia en que sólo toman parte las relaciones que existen entre el directorio o propietarios con los agentes, este enfoque consideró un caso más general en donde intervienen otros individuos o grupos de interés que podrían afectar o afectarse por el cumplimiento de los objetivos de la empresa, los cuales son detallados en la Figura 4.



*Figura 4.* Stakeholders típicos de una empresa.

Adaptado de “Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención del fraude en empresas familiares\* (Aplicación de método de casos)”, por N. Baracaldo, 2013, Cuadernos de Contabilidad, 14 (35), 581-615.

De acuerdo con la teoría de los stakeholders, en el estudio realizado por Clarkson (1995) se comentó que la empresa no solo se enfocaría en generar valor para los accionistas, sino que también tendría que generar beneficios a todos los otros grupos de interés que la rodean, los cuales directa o indirectamente se ven afectados por el desempeño de esta. En ese sentido, se diferencian dos tipos de stakeholders: los primarios, que son los individuos o grupos que están más directamente vinculados a la empresa, como accionistas, directivos, empleados, clientes, etc., es decir, todos aquellos que se necesitan para la existencia de la empresa; y luego están los stakeholders secundarios, los cuales poseen influencia indirecta sobre la empresa, pero no marcan las condiciones para la subsistencia de esta, como es el caso de los competidores, la sociedad en general, la comunidad y los medios de comunicación (Freeman, 1984).

Kaler (2003) planteó una clasificación de teorías de los stakeholders, las separó entre teorías calificadas y no calificadas. Esta diferenciación se basó en la calidad de las obligaciones hacia los accionistas y los no accionistas:

1. Obligaciones perfectas hacia accionistas y no accionistas, versión planteada como débil.
2. Obligaciones perfectas hacia accionistas e imperfectas hacia no accionistas, versión planteada como fuerte.

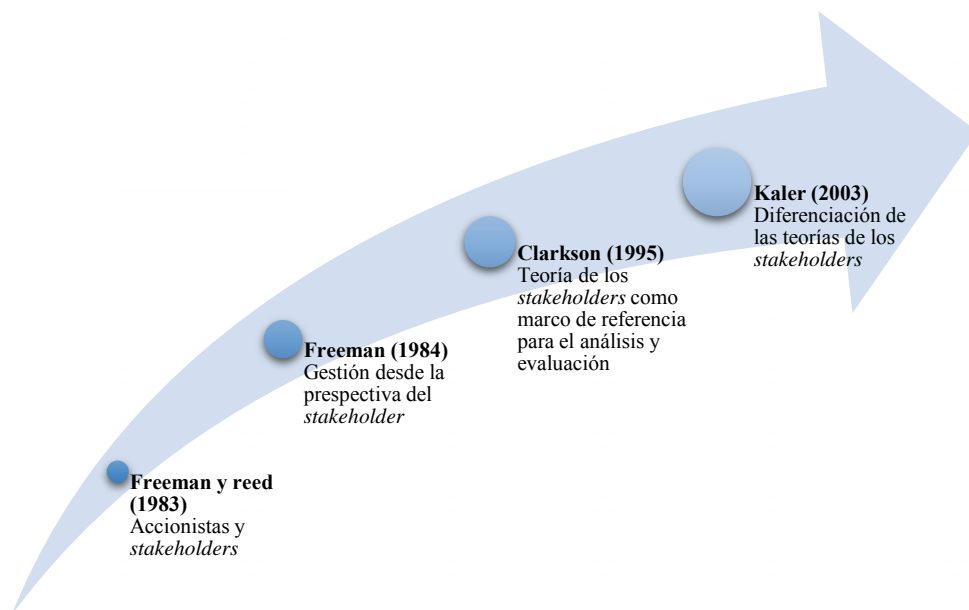


Figura 5. Investigaciones sobre teoría de los stakeholders.

Las teorías calificadas cuentan con ambas versiones, débil y fuerte. Paralelamente, las no calificadas solo cuentan con la versión fuerte dividida entre la presencia y carencia del derecho de rendición de cuentas. En la Figura 6 se muestra un diagrama con la clasificación propuesta por Kaler (2003).

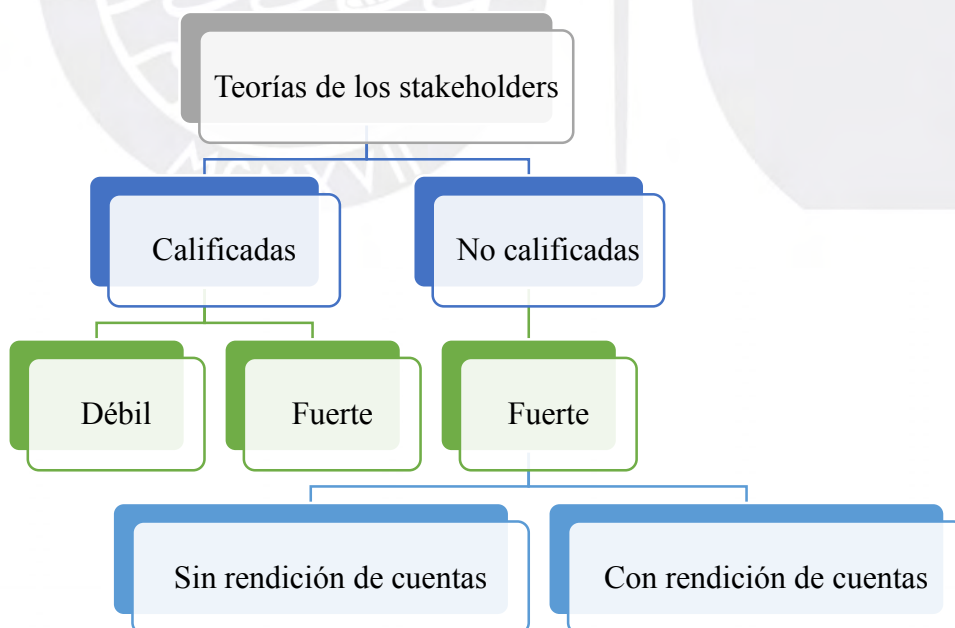


Figura 6. Versiones de la teoría de los stakeholders.

Adaptado de “Differentiating Stakeholder Theories”, por J. Kaler, 2003, Journal of Business Ethics, 46 (1), 71-83.

### 2.2.3 Teoría de la agencia

Ross (1973) analizó la teoría de la agencia y definió que esta relación se da entre dos o más partes, tiene a una designada como el agente (directivo), la cual desarrolla una actividad en representación de la otra parte, y el principal (accionista), quien ejerce un dominio particular sobre una serie de decisiones. De acuerdo con Jensen y Meckling (1976), desde el punto de vista empresarial, la teoría de agencia se planteó como una serie de compromisos entre distintos factores de producción, en la cual, en principio, cada uno busca alcanzar su propio interés, y el principal delega al agente cierta autonomía de decisión. Parte de esta relación implica establecer claramente la distribución de competencias, incentivos, compensaciones y costos, de manera que se promueva el comportamiento positivo en cada una de las partes.

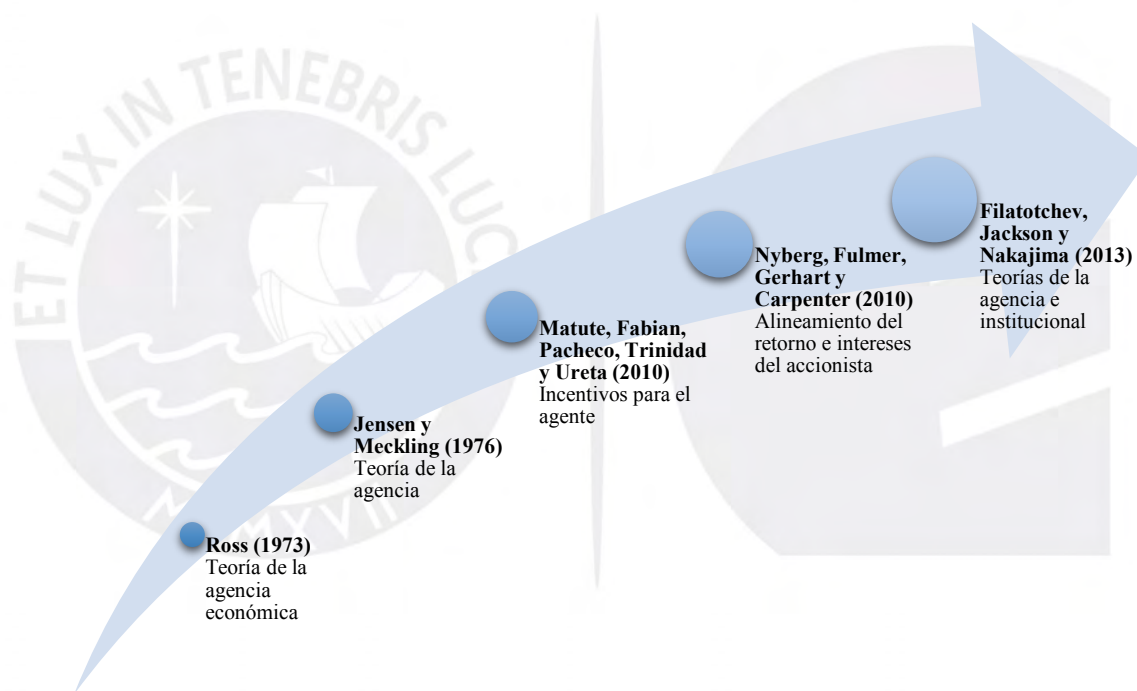
Matute, Fabian, Pacheco, Trinidad y Ureta (2010) mencionaron la posibilidad de reducir el conflicto de intereses producto del problema de la agencia y establecer de manera formal los incentivos adecuados para el agente. Dado que los directores de las empresas administran un patrimonio que no les pertenece, pueden llegar a descuidarlo al buscar intereses particulares con la finalidad de cumplir con sus compromisos. Establecer una compensación adecuada y competitiva permitiría que los objetivos económicos de los agentes se alineen con los de los accionistas.

Nyberg, Fulmer, Gerhart, y Carpenter (2010) mencionaron que los alineamientos de los incentivos implican dos temas que se encuentran relacionados: (a) la alineación financiera, en que las recompensas económicas del agente y accionista varían en conjunto a través de la compensación o propiedad; y (b) la alineación de preferencias y acciones, en que las preferencias del agente se alinean más con las de los accionistas, y las acciones del agente, a pesar de ser motivadas por el interés propio, se alinean de mejor manera a los intereses de los accionistas. Se señala también, que al realizar la alineación financiera se puede afectar el



apetito al riesgo de los agentes, lo cual provoca que tomen decisiones más o menos riesgosas.

En una revisión de la teoría de la agencia, Nyberg et al. (2010) concluyeron que el costo de la agencia no llegó a ser eliminado del todo a pesar de las compensaciones o alineamientos financieros importantes, los cuales tampoco hacen que los agentes de las organizaciones o empresas tomen las decisiones óptimas para la firma o para la sociedad. Por otra parte, estos alineamientos financieros tampoco inhiben de responsabilidad a los accionistas o directorio corporativo, sino que, cambian la forma y naturaleza del monitoreo requerido hacia los agentes. En el estudio se mencionó que, muchas veces, a pesar de que los CEO toman las mejores decisiones en las empresas y generan utilidades para los accionistas, estas decisiones parecen estar vinculadas con altos retornos solamente en el corto plazo.



*Figura 7.* Investigaciones sobre teoría de la agencia.

A pesar de que Nyberg et al. (2010) concluyeron que el alineamiento financiero se presenta sustancialmente y que es útil para hacer frente en algunos casos a los problemas en la teoría de la agencia entre los accionistas y los agentes, podría ser posible que también generen un impacto negativo en las organizaciones o en la sociedad desde el punto de vista del alineamiento de los altos ejecutivos con los accionistas; por ejemplo, se atribuye que, en

parte, los problemas de la agencia, y en especial, las compensaciones y los diseños remunerativos de los ejecutivos, habían exacerbado y fomentado hasta cierto punto a la crisis económica más reciente.

Filatotchev, Jackson, y Nakajima (2013) hicieron una crítica al enfoque sobre la teoría de la agencia e indicaron que las teorías institucionales han ido más allá y se ve ahora que factores formales e informales influyen en las prácticas de gobernanza y de divulgación de la información. También hicieron mención sobre la efectividad de dichas prácticas y mencionaron su gran dependencia de la adecuación con un entorno organizacional más amplio y específicos por cada país.

#### **2.2.4 Teoría de los stewardship**

La teoría de los stewardship o del servidor se mostró como una alternativa a la teoría de la agencia. Wasserman (2006), de acuerdo con la teoría de los stewardship, mencionó:

De acuerdo con la teoría de los stewardship, algunos ejecutivos tienden a perseguir los intereses organizacionales incluso cuando entran en conflicto con sus propios intereses. La teoría de los stewardship define factores psicológicos y situacionales que pueden hacer que los ejecutivos actúen de forma más desinteresada y más parecida a la de los administradores de la organización con los que podría ser contraproducente para los principales utilizar los mecanismos recomendados por la teoría de la agencia (p. 960).

Tanto la teoría de la agencia como la de los stewardship estuvieron enfocadas en explicar cómo los agentes actúan para generar mayor riqueza en las empresas. Sin embargo, según Davis, Schoorman, y Donaldson (1997), las premisas comportamentales que subyacen en cada uno las hacen muy diferentes, convirtiéndolas en teorías complementarias que son aplicables en una situación u otra. Si bien es cierto que la teoría de la agencia está relacionada a los problemas causados por la falta de alineamiento entre los intereses de los accionistas y

los agentes, en que los actos y decisiones que los agentes realizan en la búsqueda de su propio interés no se realizan en la persecución de los intereses de los propietarios necesariamente, la posición de la teoría de los *stewardship* indica que las decisiones y acciones que toman los agentes son desinteresadas y más alineadas a la persecución de los objetivos de la empresa, independientemente de si entran o no en conflicto con los suyos.

En el estudio realizado por Davis, Schoorman y Donaldson (1997), se explicó que existen básicamente dos factores que diferencian las teorías de la agencia de los *stewardship*: (a) los factores psicológicos, y (b) los factores situacionales. Dentro de los factores psicológicos se tiene a la motivación, identificación y uso del poder; mientras que en los factores situacionales se tienen a la filosofía de gestión, cultura y distancia de poder.

### **2.2.5 Definición de gobierno corporativo**

El hablar de gobierno corporativo no solo debe llevar a pensar en un concepto relacionado a la actividad empresarial meramente, sea esta pública o privada. Este concepto tiene una importancia más relevante, su implementación obedece a decisiones políticas y económicas de un país, que busca el bienestar de los agentes económicos que la componen. Lo mencionado está vinculado a los dos principales enfoques teóricos en el que busca sustentarse la gran mayoría de estudios sobre el gobierno corporativo y sus buenas prácticas, la teoría de la agencia y la teoría institucional.

La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos [OCDE] (2004) aseguró que el gobierno corporativo es comprendido como un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversores. En esta definición se puede apreciar la vinculación del gobierno corporativo como un elemento institucional y la búsqueda por abarcar un amplio grupo de interés.

Muchas de las definiciones sugieren que el gobierno corporativo es un sistema, y por lo tanto, este contaría con una estructura y procesos definidos. La Organización para la

Cooperación y Desarrollo Económicos definió el gobierno corporativo como el sistema por el cual los negocios corporativos son dirigidos y controlados (OCDE, 1999). La estructura del gobierno corporativo especifica los derechos y responsabilidades entre todos los agentes involucrados con la empresa, tales como: el directorio, la gerencia, accionistas y otros stakeholders. De esta forma, se generan las normas y procedimientos para una adecuada toma de decisiones, de acuerdo con el contexto que se presente (Indacochea, 2000).

Silva (2011) designó al gobierno corporativo como la forma en la que se realiza la asignación de derechos y deberes entre los diferentes partícipes de una empresa con el objetivo de facilitar su acceso al mercado de capitales, aumentar el valor y contribuir a su continuidad en el tiempo. En relación con el concepto de valor, Denis y McConnell (2003) definieron gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos, institucionales y de mercado, que inducen a los controladores de una compañía por su propio interés a tomar decisiones que maximizan el valor de la compañía y, por consiguiente, maximizan el valor para los accionistas.

En el estudio elaborado por La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer y Vishny (2000) se abordó el tema de gobierno corporativo a partir de la protección legal que reciben los inversionistas. Esta protección depende en gran medida de la estructura legal de los países en los que la inversión es realizada, por lo cual toda regulación dirigida a gobierno corporativo recibe mucha influencia por parte de intereses políticos y de aquellos provenientes de los principales círculos de poder económico. Estos intereses pueden llegar a representar serios obstáculos para el desarrollo de gobierno corporativo, cuya eficiente implementación es percibida en asociación con una fuerte protección a los inversionistas y generalmente reflejada en extensos mercados financieros, propiedad dispersa de acciones y asignación eficiente de capital.

Al analizar el concepto de gobierno corporativo desde la perspectiva de la teoría de la

agencia, Hart (1995) afirmó que este nace de la existencia de un problema de agencia y la existencia de costos de transacción asociados al mismo, los cuales intervienen en la creación de contratos bien definidos, y hacen de estos una tarea muy difícil de realizar. Shleifer y Vishny (1997) indicaron que, en el contexto de la gestión empresarial, los intereses de los gerentes no pueden converger con los intereses de los propietarios, y por lo tanto se necesitan estructuras de gobierno para permitir que los accionistas puedan supervisar y controlar a los agentes. La presencia de grandes sociedades financieras de inversión representaron una solución parcial al problema de agencia, pero se generó una incógnita adicional derivada de la protección legal hacia los inversionistas, cuya solidez puede variar considerablemente en función de los países y la influencia por parte de las mismas sociedades de inversión.

Por otro lado, Love (2011) mencionó que el gobierno corporativo es una composición de mecanismos que buscan hacer frente a los problemas de agencia entre principal y agente, y entre accionistas mayoritarios y minoritarios, para garantizar que los proveedores de capital obtengan el respectivo retorno a la inversión. Garay, Gonzalez, Gonzalez y Hernandez (2006) indicaron:

Quando la propiedad está separada de la gerencia, los conflictos de intereses entre estas dos partes se exacerban y se hace necesario crear mecanismos mediante los cuales se minimicen dichos conflictos y se destruya la menor cantidad de valor posible. Esta serie de mecanismos internos y externos se agrupan dentro de lo que se conoce como gobierno corporativo (p. 6).

Existen también definiciones de gobierno corporativo dirigidos al tema ético, como por ejemplo, la definición planteada por Ahmed (2011), la cual indicó que el gobierno corporativo es un proceso que busca asegurar que el negocio y la gestión de las personas jurídicas se lleve a cabo de acuerdo con los más altos estándares de ética y eficacia vigentes, y se supone que es la mejor manera de salvaguardar y promover los intereses de todos los

stakeholders. Además, se añadió que el proceso de gobierno corporativo no existe de manera aislada, sino que se basa en los principios y valores básicos que se espera impregnen todas las relaciones humanas, lo cual incluye los principios de negocios como la buena fe, la confianza, la competencia, la profesionalización, la transparencia y la rendición de cuentas.

### **2.2.6 Evolución del gobierno corporativo.**

La evolución del gobierno corporativo se puede analizar desde sus diferentes dimensiones:

- Legal,
- Financiera,
- Estratégica o de creación de valor, y
- Ético.

Su evolución también puede revisarse desde un marco de las teorías asociadas a gobierno corporativo. Magnier (2014) indicó que el pensamiento que produjo la idea de gobierno corporativo se remontó a los Estados Unidos, después de la crisis financiera de 1929, llamada la crisis de Wall Street.

Berle y Means (1932) expusieron cómo la creciente liquidez de los mercados financieros estadounidenses habría provocado una separación entre la propiedad y la gestión del capital, lo cual ha conllevado a un aumento excesivo de la concentración de poder por parte de los agentes. En esa misma línea, Portalanza (2013) consideró que la crisis de Wall Street originó la desconfianza de los agentes económicos en el mercado de capitales debido al incremento de actividades fraudulentas, y después de esto se estableció la necesidad de que los ejecutivos informen a los accionistas sobre las decisiones, prácticas y políticas que adoptan en la gestión empresarial. El proceso evolutivo de las organizaciones y el ingreso al mercado de capitales son dos de los factores preponderantes que hace que surjan estos problemas (Berle & Means, 1932). Makki y Lodhi (2013) hicieron mención a que estos

escándalos corporativos y la teoría de la agencia años después fueron la principal razón detrás de la promulgación de códigos y estándares de gobierno corporativo alrededor del mundo.

En los estudios realizados por Graham, Hazarika y Narasimhan (2011) se evidenció que, a comienzos de la década de los treinta, se empezó a establecer los principios de las funciones que deben tener las organizaciones en la sociedad. Estos sentaron las bases para el concepto moderno de un buen gobierno corporativo. La organización es una estructura social que ha alcanzado la mayor resistencia y que consiste en un regulador cognitivo, normativo y dinámico cultural, es decir, la organización debe un grado de utilidad a las partes interesadas en la empresa.

En 1976, el estudio realizado por Jensen y Meckling sobre el problema de agencia estableció la base para las investigaciones sobre gobierno corporativo. En el trabajo de Agüero (2009), el autor describió el contexto internacional dentro del cual se desarrollaron las bases del gobierno corporativo en la década de los setenta:

El problema de governance resurge con fuerza en la década de 1970, en un contexto de crisis e incertidumbre a escala mundial, generadas -entre otros hechos- por el proceso de globalización, la declinación del welfare state y su reemplazo por el neoliberalismo, las crisis del petróleo, el cambio del modo de producción, la desregulación económica mundial, la formación de los mercados financieros globales, la libre circulación de los capitales financieros internacionales, el endeudamiento de los países no desarrollados, la debilidad de las democracias en estos países, el avance de los movimientos sociales de protesta y de reivindicación de derechos civiles, políticos y sociales, y la agudización del problema de la pobreza en el mundo, tras un largo período de crecimiento económico mundial, que aumenta la brecha entre países pobres y ricos (p. 0).

De acuerdo con Lopez y Pereira (2006), el movimiento de reforma del gobierno

corporativo empezó su expansión internacional a finales de la década de los ochenta. Entre los eventos de mayor significancia, se dio en 1989 la publicación del primer Code of Best Practice en la Bolsa de Valores de Hong Kong, y en 1991 la redacción del Statement of Best Practice on the Role and Responsibility, por parte de la Asociación Irlandesa de Inversionistas.

De acuerdo con lo expuesto por Portalanza (2013), el estudio del gobierno corporativo generó mayor interés a inicios de la década de los noventa, a partir de eventos significativos como los despidos de miembros de la alta gerencia de corporaciones como US Mail, SEARS, IBM y Kodak. El enfoque fue la búsqueda de estrategias que prevengan la pérdida de valor de las compañías ante posibles conflictos entre la junta directiva y la gerencia.

Según Martínez (2010), en el Reino Unido, con el Informe Cadbury en 1992, se presentó el primer antecedente de gobierno corporativo. En otros países se produjeron informes similares:

- En Canadá, el Informe Dey de 1993;
- En Francia, el Informe Viénot de 1995;
- En Holanda, el Informe Peters de 1997;
- En España, el Informe Olivencia de 1998; y
- En Bélgica, el Informe Cardon de 1998.

En 1999, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD, 1999) aprobó los principios destinados a:

Asistir a los gobiernos de países miembros y no miembros en sus esfuerzos por evaluar y mejorar los marcos legal, institucional y normativo sobre el gobierno corporativo en sus países, así como proporcionar directivas y sugerencias para las bolsas de valores, los inversionistas, las corporaciones y otras partes que cumplen un papel en el proceso de desarrollo del buen gobierno corporativo (p. 9).



En diversos países también han ocurrido escándalos corporativos y bancarios. Se tiene, por citar algunos: la crisis financiera asiática de 1998, la debacle de Enron, Adelphia, WorldCom, Transmile, Malaysian Airlines System, Port Klang Free, etc. En muchos casos, los gerentes corporativos estaban más preocupados por el interés propio que por el deseo de maximizar el interés a largo plazo de la empresa, con lo que fracasaron en las obligaciones hacia sus accionistas. Tanto empleados como sus superiores pueden también destruir valor de la organización cuando se implementan políticas de bonos y remuneraciones en función a presupuestos y objetivos, en cuyo caso los individuos en cuestión se ven tentados a alterar los resultados reales obtenidos (Jensen, 2003).

En el trabajo de Clarke (2005) se expusieron los puntos relacionados a gobierno corporativo en los que la compañía Enron falló antes de su quiebre en 2001:

- Fracaso sistémico en la revelación al mercado, de transacciones financieras y contables significativas.
- Fracaso sistémico en transparencia.
- Fracaso sistémico del presidente, gerente y junta directiva de ejercer sus responsabilidades fiduciarias hacia los accionistas.
- Conflicto sistémico de intereses por parte del gerente de finanzas y demás altos cargos de la compañía.
- Conflicto de intereses por parte del auditor externo.
- Fracaso fundamental en los aspectos ético y moral de la toma de decisiones.

El proceso de auditoría, en sentido estricto, debe ser imparcial y libre de prejuicios, y un auditor debe poder neutralizar con éxito cualquier sesgo presente en una evaluación realizada a un cliente. Sin embargo, los últimos casos de fracaso por parte de entidades auditoras han generado preocupaciones en cuanto a estos supuestos de imparcialidad, y han sido percibidos como demasiado optimistas. Los incentivos financieros, como se mencionó

previamente, pueden convertirse en una fuente potencial de sesgo para los auditores. Aún ante la ausencia de estos incentivos, un auditor tendrá dificultades para mantenerse imparcial, puesto que la relación estrecha que se genera con el cliente ya representa una potencial fuente de prejuicios (Marnet, 2005).

Hassan, Marimuthu y Kaur (2015) indicaron que el gobierno corporativo ha recibido demasiada concentración debido a Adelphia, Enron, WorldCom, y otros escándalos de alto perfil relacionados. En el caso de Malasia, la crisis financiera de 1997 afectó gravemente a la economía de dicho país y muchas de sus grandes empresas han cerrado. El mal gobierno corporativo fue el resultado del fracaso corporativo de la crisis financiera.

En el año 2002, el presidente George W. Bush firmó la Ley Sarbanes-Oxley en respuesta a los escándalos financieros ocurridos en los años anteriores. Esta ley contuvo reformas que incrementaron los estándares de gobierno corporativo con el fin de potenciar la protección a los inversionistas (Portalanza, 2013).

La crisis financiera global, desatada en el año 2008, marcó la caída de los sistemas financieros mundiales, con la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de decenas de instituciones financieras. Esta crisis fue llamada la crisis Subprime e inició en los Estados Unidos, se diseminó por todo el mundo y generó la necesidad de fortalecer el entorno de control y gobierno de las organizaciones, con el objetivo de buscar un proceso que controle la toma de decisiones y mantenga un directorio con una estructura, funciones y responsabilidades claras. Todo esto se dio con el fin de proteger a los grupos de interés y evitar o mitigar los impactos de nuevas crisis en el futuro (Conyon, Judge, & Useem, 2011).

Un caso en particular sobre la evolución de gobierno corporativo fue el de Japón. Luego de culminar la Segunda Guerra Mundial, en 1949, se reabrió el mercado de valores japonés. A pesar del crecimiento que este experimentó, el volumen de negociación y la

capitalización de los valores listados empezó a decaer. Seki (2005) citó algunos de los motivos de esta desaceleración:

- Los esfuerzos agresivos de las grandes compañías en torno a la estrategia de participación cruzada.
- El aumento de productos como los fideicomisos de inversión.
- El envejecimiento de la población japonesa y la propagación de los planes de pensiones.
- La internacionalización del mercado y el aumento de accionistas extranjeros.

Antes de la guerra existían los conglomerados familiares de negocios conocidos como *zaibatsu*. Sin embargo, estos fueron disueltos y su participación en el mercado financiero fue repartida al público en general, lo cual generó que las compañías se sintieran desprotegidas ante amenazas externas. En consecuencia, en la década de los sesenta se empezaron a formar nuevos conglomerados llamados *keiretsu*, similares a los *zaibatsu* pero sin un dominio asociado a miembros familiares. No fue hasta la década de los noventa en que las firmas japonesas empezaron a adoptar prácticas más alineadas al sistema estadounidense basado en los accionistas (Ahmadjian & Robbins, 2005).

Yoshikawa y McGuire (2008) expusieron sobre la evolución que ha sufrido el gobierno corporativo en Japón, y mencionaron que este evolucionó en contextos de cambio social, económico y político. También indicaron que el gobierno corporativo es un sistema dinámico que implica cambios y continuidad, y que evoluciona en el tiempo. Por otro lado, explicaron cómo las nuevas fuerzas sociales y reguladoras resultaron ser factores relevantes que hicieron que el gobierno corporativo japonés evolucione constantemente. A medida que evoluciona y se incrementa su cercanía a los modelos estadounidenses, o implementa más elementos de ellos, la compensación de ejecutivos, junto con otras variables de gobernabilidad como directores externos, puede convertirse en una variable cada vez más

importante de estudiar. En concordancia con lo indicado, Peng y Delios (2006) mencionaron que a medida que una institución evoluciona o se desarrolla, las prácticas existentes también pueden necesitar cambiar, ya que muchas veces no son consistentes con el contexto institucional emergente, y esta brecha puede implicar costos.

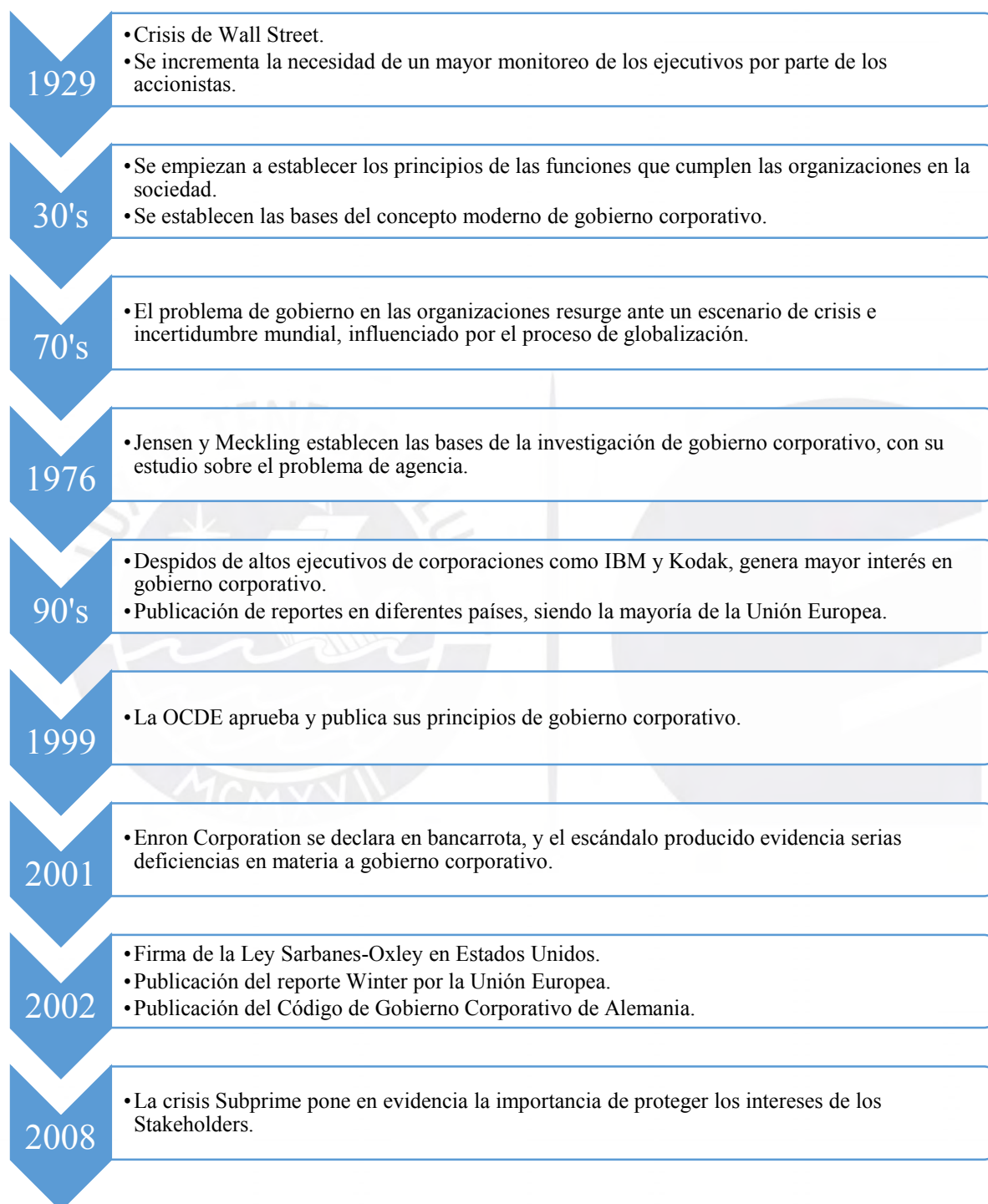


Figura 8. Principales hitos históricos del gobierno corporativo.

### **2.2.7 Tipos de gobierno corporativo**

Los tipos de gobierno corporativo están estrechamente relacionados a las estructuras de organización. Tarziján y Paredes (2005) indicaron que:

Distintos tipos de organización, como empresas familiares, sociedades de responsabilidad limitada, sociedades anónimas, empresas de propiedad de los empleados, empresas de propiedad estatal y los grupos económicos, tienen como característica más distintiva la forma de estructura de propiedad y la forma en que ejercen el control de la gestión (p. 48).

En relación con la propiedad se distinguió tres tipos de gobierno corporativo: (a) los que tienen propiedad desconcentrada, como las sociedades anónimas abiertas en Estados Unidos; (b) los que tienen propiedad concentrada, es decir, la participación de los accionistas minoritarios en la toma de decisiones es limitada, como es el caso de Alemania; y (c) los que tienen una combinación de los dos mencionados anteriormente, como por ejemplo, las compañías en Japón. En el caso de los países latinoamericanos, el autor mencionó que la propiedad es muy concentrada, es decir, en su mayoría pertenecen a conglomerados que poseen una estructura piramidal (Tarziján y Paredes, 2005).

Fernández (2012) definió un tipo de gobierno corporativo que representó un modelo caracterizado por la participación mayoritaria de los trabajadores, tanto en los flujos financieros reales como en aquellos vinculados a la divulgación de información y toma de decisiones. Thomas (2002) mencionó dos tipos de gobierno corporativo: (a) uno legalista, que solo vela por los intereses de los accionistas; y (b) uno comunitario, que considera a la organización como una entidad independiente con una responsabilidad más amplia.

### **2.2.8 Principios de gobierno corporativo**

Los principios de gobierno corporativo, mencionó Pacala (2012), están enfocados principalmente a los aspectos derivados de la separación entre la propiedad de la compañía y

el control de la misma. Sin embargo, también afirma que el propósito de estos principios no se limitó a la relación entre accionistas y la gerencia.

Una de las principales características de los principios es su naturaleza evolutiva, derivada de la necesidad de las compañías de innovar y adaptarse al entorno económico al que pertenecen, y poder así hacer frente a nuevas demandas y oportunidades. Los principios desempeñan también un papel complementario al momento de analizar y controlar el equilibrio económico de la compañía, pues mejoran la calidad de la toma de decisiones en temas relacionados a corrupción y faltas éticas (Pacala, 2012).

Baracaldo (2013) indicó que “para tener unos adecuados principios de gobierno corporativo, es importante tomar como referencia los emitidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE” (p. 591). Toda compañía u organización debe conocer el sector económico al que pertenece con el fin de alinearse a su marco regulatorio y alcanzar una estructura de legalidad que garantice que los principios indicados por la OCDE tengan una base legal.

Los principios de gobierno corporativo emitidos por la OCDE (2004) estuvieron enfocados en las sociedades con cotización oficial. Sin embargo, también pueden ser implementadas por aquellas sociedades sin cotización oficial, en función del nivel de aplicabilidad. Tienen como características el ser comprensibles, concisas y accesibles, y su aplicación no busca reemplazar iniciativas gubernamentales o privadas en el desarrollo de buenas prácticas de gobierno corporativo. Estos principios son presentados en la Figura 9.

En Perú, el año 2002, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), hoy llamada Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), presidió un comité integrado por ocho entidades de los sectores público y privado, el cual emitió el documento Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas. Este documento se elaboró en base a los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. La CONASEV se

encargó de exigir la divulgación del grado de cumplimiento de estos principios por parte de las sociedades cuyos valores formaran parte de una oferta pública (SMV, 2013).



*Figura 9.* Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE.  
Tomado de "Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE", por OCDE, 2004.

El año 2012, la SMV presidió el Comité de Actualización de Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, el cual se encargó de desarrollar el nuevo Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. En este documento, se detallan 31 principios distribuidos en cinco pilares:

***Pilar I: Derechos de los accionistas***

1. Paridad de trato.
2. Participación de los accionistas.
3. No dilución en la participación en el capital social.
4. Información y comunicación a los accionistas.
5. Participación en dividendos de la sociedad.
6. Cambio o toma de control.

7. Arbitraje para solución de controversias.

***Pilar II: Junta General de Accionistas***

8. Función y competencia.

9. Reglamento de Junta General de Accionistas.

10. Mecanismos de convocatoria.

11. Propuestas de puntos de agenda.

12. Procedimientos para el ejercicio del voto.

13. Delegación de voto.

14. Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas.

***Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia***

15. Conformación del Directorio.

16. Funciones del Directorio.

17. Deberes y derechos de los miembros del Directorio.

18. Reglamento de Directorio.

19. Directores independientes.

20. Operatividad del Directorio.

21. Comités especiales.

22. Código de Ética y conflictos de interés.

23. Operaciones con partes vinculadas.

24. Funciones de la Alta Gerencia.

***Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento***

25. Entorno del sistema de gestión de riesgos.

26. Auditoría interna.

27. Auditores externos.

***Pilar V: Transparencia de la información***



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

Adicionalmente, el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas contó con ocho principios complementarios para Empresas de Propiedad del Estado (EPE) y siete para Sociedades Familiares.

### **2.2.9 Dimensiones de gobierno corporativo**

Las dimensiones del gobierno corporativo actualmente van más allá del cumplimiento de los cinco pilares establecidos de acuerdo con la regulación, abarca también el compromiso que tienen las empresas con la Responsabilidad Social Corporativa (RSC), entendida como aquellos aspectos relacionados a empleados, comunidad, cuidado del ambiente y temas éticos en general, sobre los cuales las actividades de la compañía podrían tener un impacto medio o significativo (Branco & Rodrigues, 2006).

En el Perú existe regulación tributaria que permite descontar del pago del impuesto a la renta, aquellas inversiones realizadas por las empresas que cumplen fines sociales. Tal es el caso que la relevancia de la RSC en los últimos años ha provocado que las empresas modifiquen sus estrategias de negocio con el fin de lograr que sus actividades puedan satisfacer las expectativas de una mayor cantidad de stakeholders (Martínez, Vaquero, Cuadrado & García, 2015).

Dentro del trabajo realizado por Tourani e Ingley (2011), se plantearon tres dimensiones de gobierno corporativo: (a) el diseño, asociado al diseño de procesos, procedimientos y reglas; (b) el desarrollo, asociado a las relaciones entre gerencia y junta directiva, así como sus canales de comunicación; y (c) el desempeño, vinculado a la realidad de la compañía respecto al gobierno corporativo. En la Figura 10 se presentan las estrategias

propuestas por estos investigadores en relación a las dimensiones mencionadas.

Asimismo, temas nuevos como los medios de comunicación de la empresa son de alta importancia y han tomado mayor relevancia principalmente por la cobertura mediática que puede afectar a la reputación de la empresa, gerencia y directores que desempeñan un papel esencial en la gestión empresarial. Recientemente, un estudio realizado por Buehlmaier (2009) desarrolló un modelo para explicar porqué el contenido de los medios de comunicación puede afectar la percepción del valor de los accionistas.

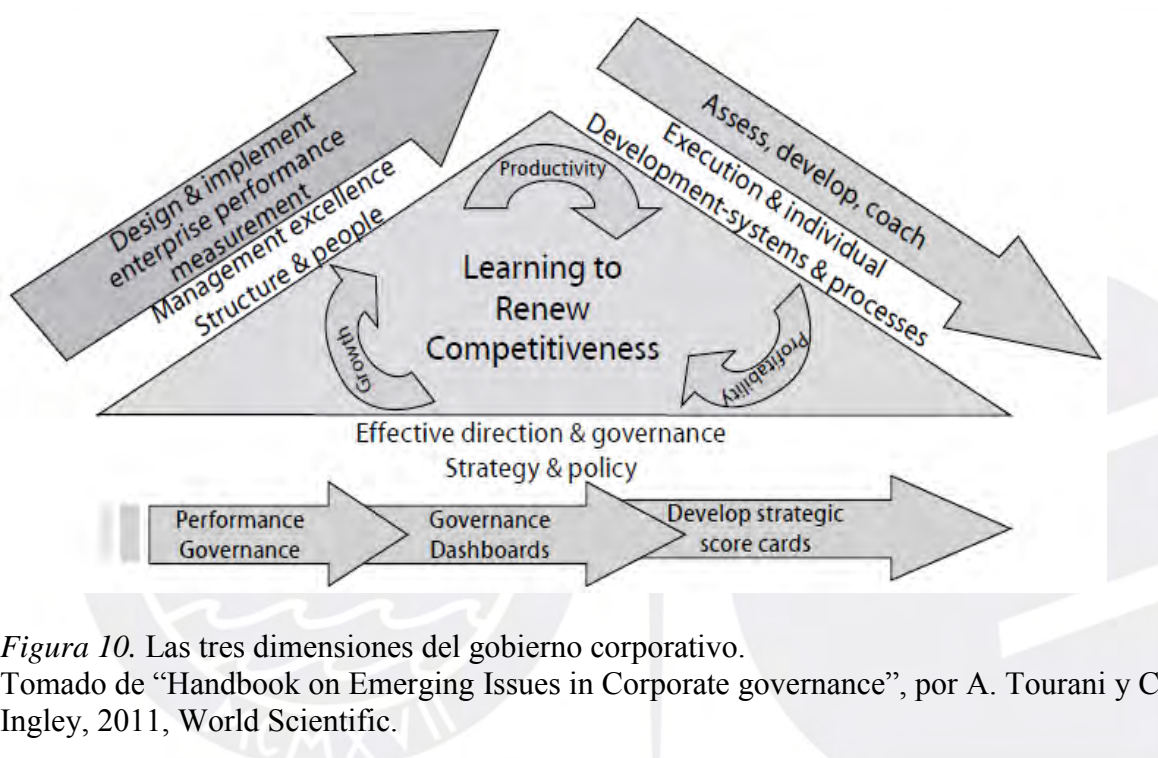


Figura 10. Las tres dimensiones del gobierno corporativo. Tomado de "Handbook on Emerging Issues in Corporate governance", por A. Tourani y C. Ingley, 2011, World Scientific.

### 2.2.10 Evolución del Mercado Bursátil en los últimos diez años

La importancia del mercado bursátil radica en que se convierte en una fuente de inversión y financiación distinta al de los sistemas financieros tradicionales. Levine (2004) mencionó cómo el mercado bursátil puede contribuir al crecimiento económico de una nación:

1. Mayor divulgación de información sobre las empresas y asignación de capital.
2. Monitoreo de inversiones e implementación de gobierno corporativo.
3. Facilidad de intercambio de bienes, diversificación y gestión de riesgos.

4. Movilización de ahorros.
5. Facilidad de intercambio de bienes y servicios.

En economías emergentes, este mercado sigue en crecimiento, aunque aún mantiene una limitada participación de los llamados micro agentes. En el caso de Estados Unidos, una participación menor al 50% perteneció a familias, cuyas inversiones se encontraron concentradas en productos financieros o acciones. Asimismo, en el Reino Unido, más del 75% de estos micro agentes no invirtieron en el mercado bursátil (López, 2014).

De acuerdo con un estudio realizado por la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), de la cual el Perú es miembro, se indicó que la evolución de los mercados bursátiles en el periodo del 2003 al 2013 referente a la capitalización bursátil para el conjunto de bolsas y mercados de América Latina miembros de la FIAB, ha pasado de 945,326 millones de dólares a 3,160,556, con un incremento del 234% (Mercedes, Ponce, Oliveira, Rawlins, Rivero, Miguel, ... Ramirez, 2015).

En el caso de la Bolsa Limeña, para el año 2015 la capitalización bursátil alcanzó los 90,577 millones de dólares en comparación de los 121,229 millones de dólares del año 2014, y obtuvo así una variación negativa de -25.28% afectada tanto por la caída en compañías domésticas como en las extranjeras. Los sectores principalmente afectados fueron el minero y comunicaciones, en el ámbito doméstico. Del mismo modo, hubieron sectores con mayor crecimiento en el 2015 como es el caso de retail, servicios públicos e industrial de acuerdo con el anuario estadístico 2016 de la FIAB (FIAB, 2016).

En el año 2015, la BVL enfrentó un gran reto, al tener que mantener su calificación de mercado emergente. El proveedor de índices Morgan Stanley Capital International (MSCI), consideró que podría ser calificado como mercado frontera, debido a la mala liquidez del mercado (BVL, 2015). La buena coordinación conjunta previa a la evaluación, entre la Presidencia de Consejo de Ministros, el Ministerio de Economía y Finanzas, el Banco Central

de Reserva del Perú, el Congreso de la Republica, la Bolsa de Valores de Lima y la Superintendencia del Mercado de Valores, resultó eficaz para la implementación de cambios regulatorios, que permitió a MSCI mantener la calificación de mercado emergente.

El esfuerzo demostrado por los sectores público y privado trajo consigo los principales cambios para el Perú en los siguientes 10 años, como:

- Lanzamiento de una plataforma transaccional de última generación.
- Integración corporativa entre la BVL y CAVALI.
- Creación de la familia de índices S&P/BVL.
- La incorporación de la BVL, CAVALI al MILA.

Asimismo, tanto la BVL y CAVALI redujeron significativamente sus tarifas. Se estimó que todos estos cambios posibiliten alcanzar el objetivo propuesto de convertir al mercado peruano en un Hub Financiero Regional dentro de los 10 años planteados (BVL, 2015). En la Figura 11 se observa la evolución de la capitalización bursátil del 2008 al 2017.



*Figura 11.* Capitalización Bursátil BVL 2008-2017 (Millones de Soles). Adaptado de "Informe Bursátil Diciembre 2008 - 2017", por BVL, 2008 - 2017. (<http://www.bvl.com.pe/mercinfmensuales.html>).

### **2.2.11 Evidencias empíricas del impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo en la creación de valor financiero**

Existe evidencia empírica de que un gobierno corporativo logró crear valor financiero

para las compañías, tal es el caso del estudio elaborado por Krafft, Qu, Quatraro y Ravix (2014), en el cual se halló que los retornos de las acciones, el rendimiento de los dividendos, el ROA y el margen de utilidad neta respondieron positivamente a mejoras en los índices de buen gobierno corporativo, lo mismo que la Q de Tobin para un total de 24 países y 25 sectores industriales, entre el 2003 y el 2008. El índice utilizado en buen gobierno corporativo es el Corporate Governance Quotient (CGQ), calculado por RiskMetrics/Institutional Shareholder Services.

Brown y Caylor (2004) buscaron examinar si la fortaleza de un buen gobierno corporativo impacta en el rendimiento de la empresa. Con este objetivo, revisaron 2,327 empresas para el año 2003. Los resultados que obtuvieron muestran cómo las empresas con gobierno corporativo débil resultan menos rentables y obtienen menores resultados financieros en función del ROE, margen de utilidad neta, Q de Tobin, rendimiento de dividendos y negociación de acción; asimismo, se observó que estas fueron más riesgosas y presentaron una alta volatilidad en el precio de sus acciones y retribución con dividendos más bajos que las empresas con un sólido gobierno corporativo.

Diversos estudios han demostrado, según Shleifer y Vishny (1997), que empresas mal gobernadas tendieron a tener menor desempeño operacional mientras que las empresas con buen gobierno demostraron un mejor desempeño financiero y valoración bursátil. Por su parte, Ehikioya (2009) examinó el vínculo entre el desempeño de la empresa con su estructura de gobierno corporativo, a partir del análisis de 107 empresas de Nigeria. Entre los resultados que obtuvo, cabe resaltar dos: (a) la adquisición de significativas participaciones en una empresa dificulta la disputa del control, y la concentración de propiedad resultante puede reducir los costos de agencia, con lo cual se incrementa la valorización por parte del mercado; y (b) la concentración de los cargos de director ejecutivo y presidente en una sola

persona afecta negativamente al desempeño de la empresa, por lo que se observó que la separación de ambos cargos promovió la eficiente toma de decisiones y los mecanismos de monitoreo.

Gemmill y Thomas (2004) plantearon, en su análisis de 331 fondos mutuos cerrados de la Bolsa de Valores de Londres, un enfoque que evaluó la relación entre los gastos de gestión y la composición de la junta directiva, respecto a los resultados financieros. Los resultados del estudio indicaron un incremento en los retornos de los fondos cuando las juntas directivas de los mismos optaron por menores gastos de gestión. Asimismo, se observó que los gastos son elevados si la junta directiva está conformada por numerosos miembros, y si hay pocos directores externos y muchos internos.

Maassen (1999) mencionó que, aunque no se ha demostrado que las prácticas de gobierno corporativo agreguen valor a la empresa ni mejoren el desempeño de esta, indirectamente sí lo hacen. Otro estudio realizado en Europa del Este fue el de Marek Gruszczynski (2006), esta investigación tuvo como objetivo examinar la relación entre el nivel de GC y el desempeño financiero de 37 sociedades de la Bolsa de Valores de Varsovia en el 2003. Este estudio confirmó que el nivel de gobierno corporativo está correlacionado con su desempeño financiero, así como con el margen de utilidad de operación y el grado de apalancamiento.

Se podría inferir entonces que el poder implementar el buen gobierno corporativo en una empresa agrega valor financiero, siempre y cuando dicha implementación sea la más adecuada y acorde a los niveles de la empresa y con un compromiso tanto de los accionistas como de los gestores de la organización, en el cumplimiento de cada uno de los pilares del buen gobierno corporativo. Sin embargo, tal y como lo indican Drobetz, Schillhofer y Zimmermann (2004), un cumplimiento adecuado de las prácticas de buen gobierno

corporativo no es un sustituto de un modelo de negocio adecuadamente planificado, ni una solución directa para una gerencia sin experiencia.

### **2.2.12 Tendencias y Perspectivas**

Adherirse a las prácticas de gobierno corporativo brinda una serie de beneficios a las empresas que lo adoptan, dan sostenibilidad a la gestión empresarial y se convierten en una ventaja competitiva y un factor de éxito a largo plazo (Salvioni, Gennari & Bosetti, 2016). Si bien es cierto el gobierno corporativo nació y fue estudiado por las relaciones entre el accionista y el agente, en el tiempo este problema ya no se ve como el principal punto a ser abordado. Las empresas buscan integrar a sus políticas intereses vinculados no sólo al aspecto económico sino también al social y ambiental, por lo cual la teoría de los stakeholders ha adquirido mayor valor en los últimos años. En relación con esto, la sostenibilidad mencionada no sólo debe apuntar al beneficio del accionista, sino también al de los demás stakeholders, como empleados, clientes, proveedores, medio ambiente, etc.

Según Magnier (2014), el gobierno corporativo orientado a los stakeholders puede entenderse de dos formas:

1. Amplio involucramiento de la junta directiva en procurar maximizar el valor para los stakeholders.
2. Distribución del control de la organización a parte de los stakeholders, control dividido.

Respecto a la distribución del control hacia los stakeholders, el autor indicó que una de las principales objeciones es que se puede debilitar la estructura de gobierno general y centrarse menos en la generación de ingresos. A favor de este punto se puede mencionar que fortalece el acceso y la transparencia de la información que las organizaciones publican. A partir de esto se pueden derivar estudios cuyo objetivo es examinar cómo las organizaciones, especialmente la plana ejecutiva que compone la junta directiva, comprenden y aplican la

necesidad de involucrar los intereses de los stakeholders en la creación de valor.

Salvioni, Gennari y Bosetti (2016) mencionaron que una forma de verificar qué tan involucrado está el consejo de administración con la sostenibilidad de la organización es mediante la remuneración variable de sus ejecutivos. Existen estudios que indican que las empresas americanas tienden a remunerar a sus ejecutivos en base a indicadores que evidencien la generación de valor económico a largo plazo.

Cada vez más compañías optan por la separación de cargos de gerente y presidente de la junta directiva. El tamaño de la junta sigue una tendencia a disminuir, sin embargo, esto podría darse como una reacción al incremento de costos de gestión y de información, siempre y cuando la reducción del número de directores compense a una menor capacidad de monitoreo de la gerencia por parte de la junta directiva. Por otro lado, la cantidad de directores independientes ha ido en aumento en los últimos años (Abdullah & Page, 2009).

Krause (2012) indicó que en un futuro los organismos reguladores junto con las organizaciones deberán elaborar indicadores más sofisticados que no solo evidencien resultados sobre los objetivos financieros sino también objetivos sobre el impacto de las actividades empresariales en el medio ambiente y el entorno social. En línea con lo indicando, un claro ejemplo son las llamadas empresas B o empresas de bienestar que son consideradas como una de las innovaciones jurídicas, económicas y sociales más importantes del siglo y que son impulsadas por el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF). Estas empresas no solo buscan incrementar valor financiero, sino también valor social y ambiental, lo que podría llamarse utilidad global; para esto desarrollan herramientas de medición que ayudarán a hacer un benchmarking social y ambiental.

Un problema actual sobre temas de gobierno corporativo es la distancia entre sus sistemas. Salvioni, Gennari y Bosetti (2016) mencionaron que en el futuro este problema se podría ver reducido al estimular a las empresas a actuar de manera sostenible y buscar un



grado de convergencia entre las distintas leyes y directrices internacionales que las regulan. Los organismos internacionales cumplen un papel fundamental al buscar fomentar tanto la sostenibilidad como la convergencia, mientras que los organismos nacionales se enfocan en la adopción de los principios de gobierno corporativo y su adaptación al entorno económico social, ambiental, económico y legal del país.

Un claro ejemplo de la importancia de la convergencia de los sistemas de gobierno corporativo es lo sucedido en la Unión Europea luego de la crisis financiera, en que se anunció la posibilidad de crear una normativa para Europa y buscar una armonización en el futuro. Magnier (2014) indicó que en Alemania y el Reino Unido la formulación de principios de gobierno corporativo ha sido el trabajo de las empresas y los sectores financiero, jurídico y académico; mientras que, en Francia, los principios son emitidos únicamente por los directores de las sociedades cotizadas del CAC40.

## 2.3 La Filosofía de Creación de Valor

### 2.3.1 Métodos basados en las ganancias contables (ROE)

Durante muchos años se han adoptado medidas para evaluar los cambios en el valor de las empresas, una de éstas son las medidas contables tradicionales, basadas en datos directamente resultantes de los estados financieros (Kijewska, 2016).

**Return on equity (ROE).** La rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) es considerada por gran parte de los inversionistas actuales y potenciales como el indicador más importante a la hora de tomar una decisión, y por lo tanto un factor decisivo en la toma de decisiones para la gerencia financiera.

Se puede definir al ROE como un indicador que mide el rendimiento de las ganancias de una empresa e indica a los accionistas la eficiencia de su dinero empleado en la misma. Con ello, se puede determinar si una empresa es creadora o productora de utilidades.

$$ROE = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$$

Cuanto mayor sea el retorno sobre el capital de la empresa, mejor será la gestión del capital al generar una mayor ganancia. Los inversores evalúan la evolución de la rentabilidad sobre el capital y la comparan con datos históricos, así como con sus pares de la industria, ya que el aumento de este indicador puede indicar que una empresa es capaz de hacer crecer las utilidades sin necesidad de realizar nuevos aportes de capital, debido a que no diluye la participación en la propiedad de los accionistas.

Asimismo, el ROE puede ser analizado como producto de tres componentes: (a) margen de utilidad neta, (b) rotación de activos fijos, y (c) el grado de apalancamiento (Stickney, Weil, Schipper, Francis & Avolio, 2012).

### **2.3.2 Limitaciones de las métricas basadas en los reportes contables**

Actualmente, la interpretación de los resultados financieros es realizada por diversos métodos de análisis, como los ratios financieros, y son estos los usados con mayor frecuencia en el análisis de la situación financiera de una empresa. No obstante, según Ibarra (2006), los ratios financieros tienen una limitada capacidad para cuantificar de forma eficiente el éxito o fracaso financiero de una empresa.

La información de los estados financieros de una empresa se genera al utilizar la contabilidad y esta constituye la base para el cálculo de los ratios financieros. Entonces, si por error la contabilidad registrara distorsiones en el registro de los hechos económicos de una empresa, también se distorsionarían los ratios.

Según Ibarra (2006), la contabilidad es la técnica que sirve para registrar todas las transacciones identificables y cuantificables que lleva a cabo una empresa en forma sistemática, cronológica y estructurada. Esta información se comprime aún más a través de los ratios financieros. En la contabilidad es frecuente que se presenten factores que tienden a distorsionar las cifras financieras, lo cual origina que la utilidad que debe poseer la información financiera se pierda de cierta manera.

Otros problemas independientes del contexto interno de las empresas son originados por la excesiva heterogeneidad de la terminología y el desacuerdo de las cuantificaciones contables. Ambos elementos nos muestran que la estructura básica de la teoría contable aún es deficiente, lo cual impide que, a su vez, se le utilice como base de datos confiable para desarrollar ratios eficientes (Ibarra, 2006). De acuerdo con Chu (2012), existieron cuatro razones que argumentan que las utilidades contables no son buenos indicadores para medir los cambios que se presentan en el valor económico de la empresa:

- Las utilidades reportadas no son lo mismo que el flujo de caja, lo cual no concuerda con la filosofía de la creación de valor.
- Las utilidades de los reportes contables no reflejan el riesgo de los mismo, dado que estos reflejan cifras de lo que ya paso, no de lo que podría pasar.
- El costo de oportunidad no se refleja en la información contable de las utilidades.
- Las prácticas contables pueden cambiar de una empresa a otra.

### **2.3.3 Definición de creación de valor**

Podría resultar claro indicar que si una empresa no crea valor, difícilmente podría garantizar su existencia a largo plazo. Sin embargo, esta afirmación no es compartida por todos a la hora de determinar cuál es la forma más adecuada de evaluar si una empresa destruye valor, ni cuál es la mejor fórmula para crearlo.

Según el profesor Koller (1994), las empresas crean valor mediante la inversión de capital a las tasas de rendimiento que superan su costo de capital. Más valor se creará cuanto más capital se pueda invertir a tasas de retorno atractivas, siempre y cuando la rentabilidad del capital esté por encima del costo de dicho capital.

De acuerdo con Fernández (2005), una empresa crea valor para sus accionistas cuando la rentabilidad para los mismos supera al costo de oportunidad exigida a las acciones. En esta misma línea de idea, Vera (2000) afirmó que se da origen a la creación de valor cuando una

decisión tomada, estrategia, acción, inversión o transacción realizada retorna dinero en cantidades superiores a la inversión inicial, y además cubre todos los costos generados sin obviar el costo de oportunidad.

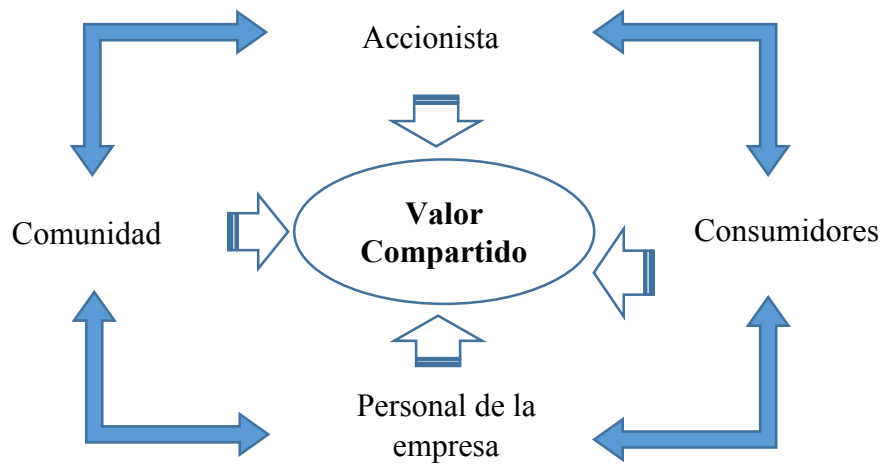
El profesor Aswath Damodaran (Chu, 2012) indicó que el valor de una empresa tiene tres componentes: (a) la capacidad para generar flujos de fondos de los activos existentes, (b) la voluntad de reinvertir para crear futuro crecimiento, y (c) el costo de capital no debe ser alto. Según Chu (2012), para crear valor las empresas, se debe hacer lo siguiente: (a) generar altos flujos de caja de los activos existentes, sin afectar el crecimiento; (b) reinvertir para obtener altos retornos, sin incrementar el riesgo de los activos; y (c) reducir el costo de financiamiento.

Por último, se consideró que la creación de valor para el accionista debe ser el objetivo primordial de toda gerencia, para lo cual esta debe involucrar a todos los niveles y ámbitos del negocio, tanto interno como externo, para que sus decisiones tengan el mismo fin. Asimismo, es importante incluir a los *stakeholders*, que son partícipes clave en el proceso de creación de valor.

#### **2.3.4 Estado actual de la filosofía de creación de valor**

De acuerdo con Chu (2012), la filosofía de creación de valor es un concepto que han adoptado algunas organizaciones como una estrategia empresarial, con la finalidad de maximizar la creación de valor para los accionistas. Asimismo, indicó que estas estrategias pueden incluir programas estructurados de compensación a los gerentes, control detallado interno y sistema de recompensas entre otras alternativas que contribuyen a la creación de valor organizacional. Rutenberg (1994) explicó que, para poder lograr el potencial de creación de valor en una empresa no solo se debe enfocar en la creación de valor para sus accionistas o grupos de control, sino también para sus consumidores, la comunidad, sus trabajadores, y todos quienes estén relacionados con la empresa de algún modo u otro. Este

enfoque se esquematiza en la Figura 12.



*Figura 12.* Potencial de creación de valor.

Adaptado de “Hacia un nuevo paradigma empresarial: el potencial de creación de valor”, por J. Rutenberg, 1994, *Alta Gerencia: la dinámica de la economía y la administración*, 4 (28), 131-135.

Dentro de los principales factores involucrados para la creación de valor para los accionistas, se encontraron:

- Rentabilidad.
- Competitividad.
- Portafolio de negocios.
- Marcas.
- Innovación y desarrollo.
- Liderazgo.
- Flexibilidad.

Para la creación de valor de los consumidores, se encontraron:

- Satisfacción.
- Calidad.
- Servicio.
- Mejora continua.

Para la creación de valor para el personal de la empresa, se encontraron:

- Visión compartida.
- Confiabilidad.
- Compromiso.
- Comunicación.
- Capacitación.

Los principales factores para la creación de valor para la comunidad fueron: (a) desarrollo sostenible, (b) educación, y (c) acciones específicas.

Actualmente, aquellas empresas que se encuentran enmarcadas en la nueva filosofía de creación de valor identifican claramente su misión en estos objetivos de creación de valor, en que el beneficio en conjunto logra crear valor que permitirá a las empresas trascender en el tiempo.

### **2.3.5 La teoría de eficiencia del mercado**

Según Duarte y Mascareñas (2013), la definición de mercado eficiente está asociada al concepto de igualdad de condiciones, y trasladada a los mercados bursátiles, podría decirse que es la idea subyacente de la teoría de los mercados bursátiles eficientes, dado que la igualdad de las condiciones de tipo informacional hace que el mercado de valores sea un juego justo, en el cual ningún agente puede obtener de forma sistemática ganancias extraordinarias a partir de cualquier tipo de información. En la actualidad, se utiliza la definición moderna de teoría de eficiencia del mercado cuando en él se cuenta con la suficiente liquidez y racionalidad económica como parte de los agentes, para que cualquier tipo de información relevante sea absorbida por los precios de forma instantánea, y genere un comportamiento aleatorio en ellos, lo que hace imposible su pronóstico sistemático.

Aragonés & Mascareñas (1994) indicaron que un mercado es eficiente cuando la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, guiados por el principio de máxima utilidad, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de

mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su precio teórico, o dicho de otra forma, los precios de los títulos que se negocian en los mercados financieros eficientes reflejan toda la información disponible y ajustan total y rápidamente la nueva información.

Una definición de mercado eficiente de carácter general es la que indican Malkiel y Fama (1970), en que la eficiencia del mercado requiere que en el establecimiento de los precios en cualquier tiempo  $t-1$ , el mercado use correctamente toda la información disponible.

Se podría concluir, entonces, que la teoría de eficiencia del mercado indicó la existencia de un equilibrio real en los precios de un bien en un mercado donde oferentes y demandantes tienen la misma calidad de información, sin embargo, actualmente en los mercados existen muchas anomalías que justifican la búsqueda de bienes infravalorados. Por ello, contar con una mejor información que el resto de competidores podría dar una ligera ventaja.

### **2.3.6 Métodos de medición de creación de valor**

**Economic value added (EVA).** La metodología del EVA (valor económico agregado) es la medida del valor económico agregado generado por una empresa como producto de las decisiones estratégicas y actividades de la gerencia. El EVA utiliza como componente a los gastos de capital, relacionados a los costos de los inversionistas, lo cual implica que esta metodología toma en consideración a los propietarios e inversionistas al incluir aspectos financieros acorde a sus intereses.

El valor agregado se obtiene cuando la empresa genera ganancias por encima de los gastos de capital. A través del uso de esta metodología, la empresa se enfoca en la generación de valor y en la evaluación del rendimiento financiero de la misma, e implementa la medición ponderada de la estructura de capital existente (Henryani & Kusumastuti, 2013).

$$EVA = NOPAT - (IC * WACC)$$

Donde:

EVA = valor económico agregado.

NOPAT = utilidad operativa después de impuestos.

IC = activos totales menos deuda a corto plazo.

WACC = costo promedio ponderado del capital.

**Q de Tobin.** Montoro y Navarro (2010) definieron a la Q de Tobin como “un ratio financiero que refleja el valor que le atribuye el mercado a una empresa respecto a su costo de reposición” (p. 33). Dentro de los principales factores involucrados en la valorización hecha por el mercado, se incluyeron el poder de monopolio, la valorización de intangibles y las oportunidades de crecimiento. Al obtener resultados positivos en el cálculo de la Q de Tobin, se puede inferir que las inversiones realizadas han generado valor a la empresa y se esperaría lo mismo en futuras inversiones.

La Q de Tobin ha sido empleada para evaluar y explicar diferentes aspectos corporativos como la relación entre el patrimonio perteneciente a la rama gerencial de las empresas y el valor de las mismas, la relación entre el desempeño de la gerencia y las ganancias, las políticas de financiamiento y compensación, entre otros. Sin embargo, dada la complejidad de su cálculo, la mayoría de los analistas financieros no optan por hacer uso de este ratio (Chung & Pruitt, 1994). En el presente trabajo de investigación se hizo uso de esta metodología adecuada al caso peruano, propuesta por Montoro y Navarro (2010).

$$Q = \frac{VMA}{VLA}$$

Donde:

Q = q de Tobin.

VMA = valor de mercado de las acciones ordinarias.

VLA = valor en libros del total de activos.

**Índice de lucratividad.** Este índice permite calcular el rendimiento acumulado de una acción dentro del período comprendido entre la fecha base o de referencia y la fecha objetivo.



El índice de lucratividad considera las utilidades distribuidas, sean estas de repartición de dividendos o de liberación de acciones (Quispe, 2003).

$$IL = FC * \frac{CO}{CB}$$

Donde:

IL = índice de lucratividad.

CO = cotización objetivo de la acción.

CB = cotización base de la acción.

FC = factor de corrección.

De acuerdo con Chu (2012), el factor de corrección varía de acuerdo con el tipo de beneficios:

1. Acciones liberadas.

$$FC = 1 + \%AL$$

Donde:

%AL = porcentaje de acciones liberadas.

2. Suscripciones.

$$FC = \frac{CS}{Cex}$$

$$Cex = \frac{CS + (PS * \%S)}{1 + \%S}$$

Donde:

CS = cotización de la acción en el último día con derecho a la suscripción de capital.

Cex = cotización “ex derecho” de la suscripción.

PS = precio de suscripción.

%S = porcentaje de suscripción.

3. Repartición de dividendos.

$$FC = \frac{CD}{CD - D}$$

Donde:

CD = cotización de la acción en el último día con derecho a repartición de dividendos.

D = dividendo repartido.

### 2.3.7 La determinación del costo de capital

**El costo del endeudamiento ( $K_d$ ).** La estimación de la tasa de retorno total exigida por las entidades que proveen de financiamiento a una empresa puede llegar a ser muy complicada. Una compañía ya constituida puede poseer diferentes tipos de deudas con diferentes horizontes temporales y tasas de interés, lo cual dificulta la determinación de una única tasa que refleje la totalidad de la deuda.

En algunos casos se puede llegar a considerar una tasa promedio ponderada en función de los montos vigentes de las obligaciones financieras de la empresa, pero no hay forma de asegurar que aquellas deudas próximas a vencer logren ser refinanciadas a la misma tasa. En el caso de nuevas empresas, se puede considerar la tasa de la última deuda adquirida o de las próximas ya negociadas (Stubelj, Dolenc & Jerman, 2014).

Otra alternativa para la determinación del costo del endeudamiento, en el caso en que la empresa haya emitido bonos, es el rendimiento o *yield* de los mismos. Este rendimiento depende de la clasificación de riesgo atribuida a la empresa por el mercado, y consiste en la adición de un spread a la tasa libre de riesgo (Berry, Betterton & Karagiannidis, 2014).

**El costo del patrimonio ( $K_e$ ).** El costo del patrimonio es la rentabilidad de un activo esperada por los propietarios del mismo. Todas las oportunidades de inversión poseen un riesgo subyacente a los activos que las conforman, el cual es usado para determinar la rentabilidad esperada de los potenciales inversionistas. Existen diversos métodos para el cálculo del costo del patrimonio, como lo son *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, *Fama and French three factor model*, *Arbitrage Pricing Theory Model*, etc (Stubelj et al, 2014).

En términos generales, resulta lógico no invertir todos los recursos en una única inversión, ante el riesgo de quiebra de esta misma. La teoría moderna de portafolios de Markowitz fue desarrollada en base a los beneficios de la diversificación, e hizo uso de los términos estadísticos de covarianza y correlación. Si dos o más inversiones presentan una alta correlación en el comportamiento de sus retornos y una de ellas llega a quebrar, entonces es muy probable que las demás también lleguen a quebrar, resultando en la caída de todo el portafolio (Fabozzi, Gupta & Markowitz, 2002).

La aplicación de la teoría de Markowitz incluyó el cálculo de desviaciones estándar y correlaciones para las tasas de retornos de los activos involucrados. Sin embargo, el número de estos cálculos puede llegar a ser masivo dependiendo de la cantidad de activos analizados. Esto generó la necesidad de definir un modelo que pueda estimar de forma simplificada y eficiente, las tasas de retornos esperadas de diferentes portafolios.

El modelo CAPM fue desarrollado por William Sharpe y John Lintner, en respuesta a la alta complejidad de los cálculos de retornos para portafolios de muchos activos. En este modelo, la tasa de retorno esperada por los inversionistas es la suma de la tasa libre de riesgo y la prima de mercado subyacente a los activos del portafolio, y esta última es multiplicada por la beta del portafolio (Stubelj et al, 2014). La beta es un coeficiente que mide la sensibilidad del activo subyacente respecto al mercado al que pertenece.

$$K_e = R_f + PM * \beta$$

$$PM = R_m - R_f$$

Donde:

$K_e$  = costo del patrimonio.

$R_f$  = tasa libre de riesgo.

$PM$  = prima de mercado de la empresa.

$\beta$  = Beta de la empresa.

$R_m$  = tasa esperada del mercado.

De acuerdo con Džaja y Aljinović (2013), el modelo CAPM asume lo siguiente:

- a) La evaluación de portafolios considera la tasa de retornos esperada y la desviación estándar en un horizonte temporal de un único periodo.
- b) Los inversionistas prefieren un portafolio con mayores retornos.
- c) Existe aversión al riesgo por parte de los inversionistas.
- d) Existe una tasa libre de riesgo con la cual es posible realizar operaciones de préstamo.
- e) La propiedad es indefinidamente divisible.
- f) Todos los inversionistas tienen un horizonte temporal de tenencia de un único periodo.
- g) La información es libre y se encuentra disponible para todos los inversionistas.

**Weighted average cost of capital (WACC).** El costo promedio ponderado del capital (WACC) es el retorno esperado por los inversionistas de una empresa o proyecto financiado a través de deuda y patrimonio. Este retorno representa el costo de no invertir la totalidad del monto financiado (deuda y patrimonio) en otras alternativas de inversión que cuentan con el mismo o similar nivel de riesgo. El WACC cuenta con tres componentes principales: (a) el costo del patrimonio, (b) el costo del endeudamiento, (c) y la estructura de capital de la empresa (Damodaran, 2014).

$$WACC = K_e * W_e + K_d * (1 - T) * W_d$$

Donde:

WACC = costo promedio ponderado del capital.

$W_e$  = ponderación del patrimonio respecto al valor de mercado de la empresa.

$W_d$  = ponderación de la deuda respecto al valor de mercado de la empresa.

$K_e$  = costo del patrimonio.

$K_d$  = costo del endeudamiento.

T = tasa tributaria de la empresa.

## 2.4 Resumen

En este capítulo se ha podido revisar la amplia literatura sobre gobierno corporativo y las múltiples dimensiones de este. Se ha analizado el gobierno corporativo desde el punto de vista legal, de creación de valor y responsabilidad social, y se ha encontrado en cada uno de estos otras dimensiones que pueden ser motivo de estudios posteriores.

El gobierno corporativo no es un concepto estático, sino que evoluciona en el tiempo, en función de los objetivos que pretende alcanzar, como por ejemplo, la protección de los intereses de los accionistas y demás stakeholders. Existen distintas teorías que buscan explicar el comportamiento de las compañías, así como los problemas vinculados a la relación entre gerencia y accionistas. Con el fin de obtener un concepto más amplio de gobierno corporativo, se estudiaron sus orígenes y los eventos que han influenciado y moldeado las bases sobre de los principios de buen gobierno corporativo, así como los diferentes tipos planteados por investigadores, las tendencias y situación actual de los mercados. Finalmente, se realizó un estudio sobre la creación de valor financiero, la filosofía y métodos empleados en esta investigación. En la Figura 12 se detallan las referencias usadas.

### **Capítulo III: Metodología de la Investigación**

De acuerdo con lo definido en el primer capítulo, el propósito de la investigación es describir el impacto de las buenas prácticas del gobierno corporativo sobre la generación de valor financiero en las empresas de la Bolsa de Valores de Lima en el periodo comprendido entre los años 2014 y 2016. Para alcanzar este objetivo fue necesario establecer de forma clara las características metodológicas de la investigación, tales como: diseño, alcance, población de estudio, marco muestral, procedimiento de selección de la muestra y procedimiento de análisis. A continuación, se describen con mayor detalle estos puntos.

#### **3.1 Diseño de la Investigación**

La presente investigación posee un diseño no experimental longitudinal del tipo cualitativo y con alcance descriptivo. Es no experimental, debido que los datos se tomaron de forma natural de fuentes secundarias, sin intervención, influencia o manipulación por parte del investigador. La investigación es longitudinal debido a que los datos se recogieron a lo largo de un periodo de tiempo, en este caso, se tomó información anual durante el periodo comprendido entre los años 2014 y 2016, con la finalidad de obtener una evolución de los datos. Es cualitativa porque no busca encontrar una relación o causalidad entre las variables de estudio, sin una hipótesis planteada y con conclusiones influenciadas por la opinión de los investigadores; y es descriptiva, debido a que no se buscó medir una correlación o explicar el efecto de un grupo de variables exógenas sobre una variable endógena, sino describir la relación y el impacto de las variables indicadoras de las buenas prácticas del gobierno corporativo sobre el valor financiero de las empresas de la Bolsa de Valores de Lima.

#### **3.2 Población del Estudio**

En la presente investigación la población de estudio fueron todas las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima entre los años 2014 y 2016. El recuento del número empresas por sector y mes que listaron valores financieros en la BVL en dicho periodo se

muestra en el Apéndice A. Si bien es cierto, se consideraron todas empresas listadas, no todas ellas poseyeron buen gobierno corporativo, ni tampoco fueron representativas con respecto al comportamiento de la BVL. En los apartados relacionados al marco muestral y selección de muestra de estudio se describen los filtros y criterios utilizados para obtener las empresas que conforman finalmente la muestra seleccionada.

### **3.3 Marco Muestral**

Debido a que el estudio busca describir la relación entre las prácticas del buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas sobre un periodo de tiempo específico, el marco muestral estuvo compuesto sólo por aquellas empresas que poseen buen gobierno corporativo, según lo informado por la BVL. En el Apéndice B, se muestran los listados a cierre de cada año (2014-2016) de las empresas que poseen dichas características. En el listado por año mostrado en el Apéndice B se puede apreciar que en cada año la BVL consideró a 24 ó 25 empresas que poseen buen gobierno corporativo. En el siguiente apartado se describirá el procedimiento con los filtros y criterios utilizados para seleccionar la muestra de estudio a partir de este marco muestral.

### **3.4 Procedimiento para la Selección de la Muestra**

Una vez definido el marco muestral, el siguiente paso fue recoger una muestra representativa de la BVL que permita describir el impacto del buen gobierno corporativo sobre el valor financiero de las empresas que lo aplican.

#### **3.4.1 Descripción de la determinación de la muestra**

En el presente estudio no se utilizaron metodologías estadísticas para seleccionar la muestra debido al número reducido de empresas que cotizaron en la BVL, y adicionalmente, a que sólo fueron sujeto de estudio aquellas empresas que cumplieron con el buen gobierno corporativo, por lo que el marco muestral se redujo a sólo 24 o 25 empresas por año.

Dada esta situación, se decidió seleccionar una muestra por conveniencia. El muestreo

por conveniencia se puede definir como una selección de la muestra en la que los participantes del estudio se eligen en función de su disponibilidad y accesibilidad con respecto al alcance y recursos que posee el investigador (Saumure & Given, 2008). Justamente, es el investigador quien determinó cuantos casos y qué casos fueron seleccionados en la muestra, pero esto sin alejarse de los propósitos de la investigación, es decir, bajo la premisa de que los casos seleccionados proveerán suficiente información para cumplir con los objetivos planteados en el estudio.

### 3.4.2 Criterios utilizados para la determinación de la muestra

La presente investigación es del tipo longitudinal, con lo cual, el primer filtro seleccionó para la muestra sólo a aquellas empresas que poseyeron buen gobierno corporativo en los tres años con la finalidad de poder describir el comportamiento del valor financiero de estas a través del tiempo (años 2014 al 2016). En la Tabla 1 se muestra el listado de las 18 empresas que cumplieron con tener buen gobierno corporativo en los años 2014-2016:

Tabla 1

*Listado de Empresas con Buen Gobierno Corporativo Según la BVL de Forma Continua en los Años 2014-2016*

<b>Empresa</b>
AFP Habitat
AFP Integra
Alicorp
BBVA Banco Continental
Cavali I.C.L.V.
Compañía de Minas Buenaventura
Compañía Minera Milpo
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE
Credicorp Ltd.
Ferreycorp
Graña y Montero
Prima AFP
Profuturo AFP
Refinería La Pampilla
Rimac Seguros y Reaseguros
Seguros SURA
Telefónica del Perú
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston



El segundo filtro se enfocó en obtener una muestra de empresas que posea un alto grado representatividad respecto al comportamiento global de la BVL, como se recuerda, el objetivo del estudio fue describir el impacto del buen gobierno corporativo sobre el valor financiero de las empresas de la BVL. Para determinar si una empresa fue representativa dentro de la BVL, se evaluaron las acciones de esta respecto a cuatro criterios: frecuencia de cotización, número de operaciones, montos negociados y capitalización bursátil promedio durante el periodo de estudio.

En el Apéndice C se muestran los rankings de las acciones publicados en los Informes Bursátiles de la BVL para junio y diciembre 2014, 2015 y 2016.

Sobre la base de las 18 empresas obtenidas luego de aplicar el primer filtro, se evaluaron los criterios de frecuencia de cotización, número de operaciones, montos negociados y capitalización bursátil promedio durante el periodo de estudio, y se obtuvieron los resultados que se presentan en la Tabla 2.

*Tabla 2*

*Promedio de Frecuencia de Negociación, Número de Operaciones, Monto Negociado y Capitalización Bursátil en los Cierres de Semestre de los Años 2014-2016 para las 18 Empresas Seleccionadas Luego del Primer Filtro*

<b>Empresa</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Operaciones</b>	<b>Monto</b>	<b>Capitalización</b>
AFP Habitat	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
AFP Integra	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
Alicorp	27.0%	0.8%	2.1%	0.5%
BBVA Banco Continental	30.2%	1.2%	0.6%	1.1%
Cavali I.C.L.V.	#N/A	#N/A	0.0%	#N/A
Compañía de Minas Buenaventura	27.0%	0.8%	0.3%	#N/A
Compañía Minera Milpo	17.5%	0.4%	1.1%	0.2%
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	#N/A	#N/A	#N/A	0.1%
Credicorp Ltd.	31.7%	1.2%	1.6%	3.4%
Ferreycorp	28.6%	1.2%	2.0%	0.1%
Graña y Montero	31.7%	1.3%	1.5%	0.1%
Prima AFP	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
Profuturo AFP	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
Refinería La Pampilla	33.3%	0.9%	0.0%	0.0%
Rimac Seguros y Reaseguros	6.4%	0.0%	0.5%	0.1%
Seguros SURA	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
Telefónica del Perú	33.3%	0.8%	0.0%	0.5%
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston	38.1%	0.7%	0.1%	1.8%

*Nota.* Se tomaron como referencia los cierres semestrales (Junio y Diciembre) de cada año (2014-2016).

Como se puede observar en la tabla anterior, algunas empresas presentan valores “#N/A” en ciertos criterios, esto se debe a que las acciones de estas empresas no se negociaron, o si lo hicieron, se realizaron muy pocas operaciones o de montos muy pequeños, por lo que para efectos de buscar la representatividad de la BVL estas empresas fueron excluidas de la muestra de estudio. También se observó que la empresa Rimac Seguros y Reaseguros posee poca representatividad en todos los criterios, mientras que para Graña y Montero se verificó no tiene disponibles su reporte de buen gobierno corporativo ni sus estados financieros del año 2016. Debido a ello se decidió no considerar a estas empresas dentro de la muestra de estudio. Finalmente, las empresas componen la muestra de estudio de acuerdo a los criterios y filtros planteados son las siguientes:

- Alicorp.
- BBVA Banco Continental.
- Compañía Minera Milpo.
- Credicorp Ltd.
- Ferreycorp.
- Refinería La Pampilla.
- Telefónica del Perú.
- Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston.

### 3.4.3 Limitaciones de la Muestra

La selección de las empresas participantes del estudio fue realizada mediante un muestreo por conveniencia. Una de las desventajas de este tipo de muestra es que podría estar sesgada, además de no poder generalizar estadísticamente sobre toda la población los resultados obtenidos en el estudio cuando se tratan de investigaciones del tipo correlacional o explicativa (Etikan, Abubakar & Sunusi, 2016). Debido a estos motivos, en los acápites anteriores se describió el procedimiento de cómo se obtuvo la muestra, con la finalidad de

que el lector pueda evaluar a su criterio la confiabilidad y credibilidad de los análisis y conclusiones realizados en la presente investigación.

### 3.5 Proceso de Selección de Variables

El proceso de selección de variables estuvo enfocado en recoger aquellos datos que permitan describir a través del tiempo la relación entre las prácticas del buen gobierno corporativo y la generación de valor de las empresas. En el presente estudio se han considerado las siguientes fuentes: (a) Reporte de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, (b) Estados Financieros Anuales, y (c) Informes Bursátiles con Cotizaciones de la BVL al cierre de año.

Al tomar como referencia el estudio de Baca, Gil, Troncos y Zamudio (2017), se han seleccionado 13 variables referidas al grado de cumplimiento del buen gobierno corporativo. Estas variables forman parte de las preguntas seleccionadas de los Reportes de Cumplimiento del Buen Gobierno Corporativo y se han considerado en el presente estudio en función a su relevancia (BVL, 2017). Las 13 variables se encuentran especificadas a continuación en las Tablas 3, 4, 5, 6 y 7.

Tabla 3

#### *Definición de Variables Asociadas al Pilar Derechos de los Accionistas*

Pilar I: Derechos de los Accionistas			
Principio	Pregunta	Nombre de Variable	Código
P1: Paridad de trato	¿La sociedad promueve únicamente la existencia de clases de acciones con derecho a voto?	Acciones con derecho a voto	V1
P2: Participación de los accionistas	¿La sociedad establece en sus documentos societarios la forma de representación de las acciones y el responsable del registro en la matrícula de acciones?	Representación de acciones y responsable del registro	V2
P3: No dilución en la participación en el capital social	¿La sociedad tiene como política que las propuestas del Directorio referidas a operaciones corporativas que puedan afectar el derecho de no dilución de los accionistas (i.e, fusiones, escisiones, ampliaciones de capital, entre otras) sean explicadas previamente por dicho órgano en un informe detallado con la opinión independiente de un asesor externo de reconocida solvencia profesional nombrado por el Directorio?	Política de no dilución social	V3

Tabla 4

*Definición de Variables Asociadas al Pilar Junta General de Accionistas*

Pilar II: Junta General de Accionistas			
Principio	Pregunta	Nombre de Variable	Código
P13: Delegación de voto	¿El Estatuto de la sociedad permite a sus accionistas delegar su voto a favor de cualquier persona?	Delegación de voto	V4

Tabla 5

*Definición de Variables Asociadas al Pilar El Directorio y la Alta Gerencia*

Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia			
Principio	Pregunta	Nombre de Variable	Código
P15: Conformación del Directorio	¿El Directorio está conformado por personas con diferentes especialidades y competencias, con prestigio, ética, independencia económica, disponibilidad suficiente y otras cualidades relevantes para la sociedad, de manera que haya pluralidad de enfoques y opiniones?	Diversidad en el directorio	V5
	¿La sociedad divulga los nombres de los Directores, su calidad de independientes y sus hojas de vida?	Información de directores	V6
P18: Reglamento de Directorio	¿La sociedad cuenta con un Reglamento de Directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	Reglamento de directorio	V7
P19: Directores Independientes	¿Al menos un tercio del Directorio se encuentra constituido por Directores Independientes?	Directores independientes	V8
P22: Código de Ética y conflictos de interés	¿La sociedad dispone de mecanismos que permiten efectuar denuncias correspondientes a cualquier comportamiento ilegal o contrario a la ética, garantizando la confidencialidad del denunciante?	Mecanismos para denuncias	V9
P24: Funciones de la Alta Gerencia	¿La sociedad cuenta con una política clara de delimitación de funciones entre la administración o gobierno ejercido por el Directorio, la gestión ordinaria a cargo de la Alta Gerencia y el liderazgo del Gerente General?	Política de delimitación de funciones	V10

Tabla 6

*Definición de Variables Asociadas al Pilar Riesgo y Cumplimiento*

Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento			
Principio	Pregunta	Nombre de Variable	Código
P26: Auditoría interna	¿El auditor interno reporta directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas?	Auditoría interna	V11

Tabla 7

*Definición de Variables Asociadas al Pilar Transparencia de la Información*

Pilar V: Transparencia de la Información			
Principio	Pregunta	Nombre de Variable	Código
P28: Política de información	¿La sociedad cuenta con una política de información para los accionistas, inversionistas, demás grupos de interés y el mercado en general, con la cual define de manera formal, ordenada e integral los lineamientos, estándares y criterios que se aplicarán en el manejo, recopilación, elaboración, clasificación, organización y/o distribución de la información que genera o recibe la sociedad?	Política de información	V12
P30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	¿La sociedad revela la estructura de propiedad, considerando las distintas clases de acciones y, de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico?	Estructura accionaria	V13

En el caso de las variables relacionadas con el valor financiero, si bien es cierto existen muchos conceptos que tratan de recoger y calcular el valor financiero de las empresas, para la presente investigación sólo se tomaron como referencia los siguientes indicadores: ROE, EVA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad. En ese sentido, las variables de generación de valor consideradas se pudieron clasificar en tres grupos: en el primero se tuvo al ROE, el indicador contable clásico utilizado para medir los retornos respecto del patrimonio; en el segundo grupo se tuvo al Q de Tobin e Índice de Lucratividad, los cuales estuvieron relacionados al valor financiero que el mercado le atribuyó a las empresas en función a las expectativas, al posicionamiento, a los intangibles, etc.; y en el tercer grupo

estuvo el EVA, el cual estuvo vinculado al valor añadido que generó el capital invertido pero en relación al costo promedio ponderado del capital. Estos datos fueron calculados a partir de los estados financieros, cotizaciones y Bloomberg de las empresas consideradas en el presente estudio. En la Tabla 8 se listan las variables relacionadas con valor financiero, su descripción, el código asignado y las fuentes de los datos con las cuales se obtienen y/o construyen.

Tabla 8

*Variables Relacionadas a la Generación de Valor Financiero de las Empresas*

Nombre de la Variable	Descripción	Código	Fuente
ROE	Rendimiento sobre el capital	ROE	Estados Financieros
EVA	Valor económico agregado	EVA	Estados Financieros / Bloomberg
Q de Tobin	Valor de mercado de una empresa respecto a su costo de reposición	QdeTobin	Estados Financieros / Informe Bursátil BVL
Índice de Lucratividad	Rendimiento acumulado de una acción de manera anual	IndLucratividad	Informe Bursátil BVL

### 3.6 Procedimiento de Recopilación de Información

Identificadas las empresas que compusieron la muestra se procedió a recoger los datos vinculados a las prácticas del buen gobierno corporativo y valor financiero de las empresas en el periodo 2014-2016.

#### 3.6.1 Empresas Seleccionadas en la Muestra

Como se había indicado anteriormente, las ocho empresas seleccionadas en la muestra de acuerdo a la metodología planteada fueron las siguientes:

- Alicorp.
- BBVA Banco Continental.
- Compañía Minera Milpo.
- Credicorp Ltd.

- Ferreycorp.
- Refinería La Pampilla.
- Telefónica del Perú.
- Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston.

Se verificó que los reportes de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo, estados financieros y cotizaciones se encontraron disponibles públicamente para las empresas antes listadas y para todos los años de estudio (2014-2016).

### **3.6.2 Recolección de Datos**

En la presente investigación sólo se utilizaron fuentes secundarias para la recopilación de los datos. Para cada empresa, los datos de las variables relacionadas a gobierno corporativo fueron extraídos de los Reportes de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, los cuales se encuentran junto con la memoria anual en la página web de la BVL. Con respecto a la información financiera, estos datos se extrajeron de los estados financieros consolidados anuales descargados de la página web de la BVL. También se utilizó la herramienta Bloomberg, puntualmente para recoger el WACC de las empresas. Mientras que en el caso de las cotizaciones y lucratividad de las acciones, estos datos se recogieron de los informes bursátiles a cierre de año publicados por la Bolsa de Valores de Lima.

### **3.7 Procedimiento de Análisis**

Los datos descargados fueron organizados en forma tabular donde las filas representaban las empresas y años, y las columnas, las variables seleccionadas para el estudio. A modo ilustrativo, en la Tabla 9 se muestra el esquema de la matriz de datos que fue construida con el propósito de realizar el análisis de la misma. En la tabla se muestran por columnas las variables V1 a V13, las cuales corresponden a los datos obtenidos de los reportes de cumplimiento del buen gobierno corporativo de cada empresa para cada año. El

resto de variables fueron obtenidas y calculadas a partir de los estados financieros y cotizaciones de las acciones de las empresas a cierre de cada año.

Tabla 9

*Esquema de la Matriz de Datos*

<b>Nombre</b>	<b>Año</b>	<b>V1</b>	<b>V2</b>	<b>...</b>	<b>V13</b>	<b>ROE</b>	<b>EVA</b>	<b>QdeTobin</b>	<b>IndLucratividad</b>
Empresa 1	2014								
Empresa 1	2015								
Empresa 1	2016								
Empresa 2	2014								
Empresa 2	2015								
Empresa 2	2016								
Empresa 3	2014								
Empresa 3	2015								
Empresa 3	2016								
...	...								

Datos de las Variables

Es importante señalar la naturaleza de los datos recogidos, en el caso de las variables de los reportes de cumplimiento del buen gobierno corporativo (variables V1 a V13), los datos de estas variables fueron del tipo categóricas (Sí, No), con lo cual el análisis en este caso se basó en la proporción o porcentaje de empresas que respondieron “Sí” o “No” en cada una de las preguntas en cada año. Por otra parte, en el caso de las variables financieras (variables ROE, EVA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad) estas fueron variables del tipo numéricas continuas, por lo que el análisis se basó en los niveles promedio que las empresas poseyeron en cada uno de estos indicadores en cada año.

Los datos fueron almacenados a través del uso de la herramienta Microsoft Excel. En el Apéndice D se muestra la matriz de datos construida. Esta estructura permitió generar el análisis exploratorio y descriptivo de los datos a través de tablas y gráficos, tanto a nivel agrupado para todo el conjunto de empresas, como a nivel individual por empresa y año. Asimismo, se realizó el análisis para cada variable relacionada con las prácticas del buen gobierno corporativo y en paralelo las variables relacionadas con valor financiero, con la finalidad de describir el impacto de unas sobre otras.



### 3.8 Resumen

La presente investigación posee un diseño no experimental longitudinal, del tipo cualitativo y con alcance descriptivo. La población de estudio son todas las empresas que cotizaron en la BVL en el periodo 2014-2016, sin embargo, dada la naturaleza de la investigación y debido a limitantes con respecto al número de empresas, se decidió seleccionar los casos mediante un muestreo por conveniencia. En base al marco muestral, el cual se acotó a sólo aquellas empresas que poseyeron buen gobierno corporativo según la BVL, se recogió una muestra en función a dos filtros. El primer filtro buscó recolectar sólo aquellas empresas que poseyeron buen gobierno corporativo de forma continua en cada uno de los años de estudio (2014-2016), esto fue necesario debido a que la presente investigación fue de tipo longitudinal. El segundo filtro buscó determinar que la muestra seleccionada fuera representativa del comportamiento de la BVL, para lo cual se utilizaron cuatro criterios según los rankings que se publicaron en el Informe Bursátil: frecuencia de cotización, número de operaciones, montos negociados y capitalización bursátil para el periodo 2014-2016. Se determinó seleccionar 13 variables relacionadas al cumplimiento de las buenas prácticas del gobierno corporativo y cuatro variables vinculadas a la generación de valor financiero de las empresas, estos datos fueron obtenidos de los Reportes de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, Estados Financieros consolidados anuales, herramienta Bloomberg e Informes Bursátiles de las acciones listadas en la BVL. Los datos fueron agrupados y tabulados a través del uso de la herramienta Microsoft Excel, con la cual se desarrollaron los posteriores análisis exploratorios y descriptivos.

## Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados

En el presente capítulo se presentan y analizan, a modo descriptivo, las variables de cumplimiento del buen gobierno corporativo y las variables indicadoras de valor financiero de las empresas para cada uno de los años de estudio.

El análisis se desarrolló en tres etapas. En la primera se presentaron los resultados de las variables financieras, tanto a nivel agrupado de toda la muestra, como de forma individual por cada empresa. En una segunda etapa se presentaron las variables relacionadas con el buen gobierno corporativo, y se mostró el porcentaje de empresas que cumplen cada lineamiento seleccionado dentro de cada pilar. En una tercera etapa se realizó el análisis conjunto entre las variables financieras y las variables indicadoras del buen gobierno corporativo, y se hizo un comparativo entre los resultados de cada una de las variables financieras entre las empresas que respondieron “Sí” y “No” en el cumplimiento de los lineamientos seleccionados del buen gobierno corporativo por cada año.

### 4.1 Análisis de variables de generación de valor financiero

En esta sección se analizaron las variables consideradas en la presente investigación como las indicadoras de la generación de valor financiero en las empresas de la Bolsa de Valores de Lima.

Tabla 10

#### *Principales Estadísticos de las Variables Financieras*

Año	Estadístico	ROE	EVA	Q de Tobin	Ind. de Lucratividad
2014	Promedio	12.9%	672,175	0.9	102.3
	Mediana	11.9%	290,455	0.7	101.2
	Desviación estándar	19.8%	1,114,968	0.8	23.0
	Mínimo	-17.9%	-119,499	0.2	71.0
	Máximo	50.6%	3,267,842	2.4	140.7
2015	Promedio	14.0%	395,719	0.7	73.6
	Mediana	8.3%	15,705	0.3	69.8
	Desviación estándar	20.7%	1,046,596	0.7	19.4
	Mínimo	-9.1%	-925,334	0.1	53.2
	Máximo	60.7%	2,573,011	1.8	111.8
2016	Promedio	16.6%	601,238	1.0	161.0
	Mediana	13.5%	109,555	0.5	150.7
	Desviación estándar	10.7%	1,010,546	1.0	35.4
	Mínimo	8.3%	-19,924	0.2	126.9
	Máximo	41.6%	2,906,804	2.8	219.0

Al hacer uso de la matriz de datos construida (ver Apéndice D) se tomaron las variables ROE, EVA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad, con la finalidad de realizar el análisis en conjunto para las ocho empresas por cada año. En la Tabla 10 se muestran los principales estadísticos por año de las variables relacionadas con la generación de valor financiero de las empresas.

Con respecto al ROE, resalta la elevada variabilidad, principalmente en los dos primeros años, mientras que en 2016 se puede observar que el indicador poseyó menor dispersión y se ubicó a un nivel promedio superior a los de los años anteriores. En el caso del EVA (tener en cuenta en adelante que se muestra en miles de soles) se puede observar la elevada variabilidad con respecto a la media, nótese que la desviación estándar es mucho mayor que el valor promedio en todos los años. Esto también se puede observar con los valores mínimos y máximos de cada año, en que cada año existen empresas que generan valor mientras que algunas otras lo destruyen. En el caso de la Q de Tobin y el Índice de Lucratividad, ambos evidenciaron caídas en sus niveles promedios en el 2015, sin embargo, mejoraron en ambos casos con respecto al 2014. En cuanto a los valores mínimos, máximos y desviación estándar, estos se mantuvieron estables en relación a los niveles promedios de los indicadores.

#### **4.1.1 Análisis del ROE**

En la Figura 13 se muestra el ROE promedio por año del conjunto de las ocho empresas seleccionadas. Como se puede observar, el ROE mostró una tendencia a la alza, con lo que indicó que de manera agrupada el promedio de los rendimientos obtenidos por estas empresas, respecto al patrimonio de las mismas, tuvo un comportamiento creciente durante este periodo.

En la Figura 14 se muestra el evolutivo del ROE por empresa, en que se puede observar que, si bien el ROE ha tenido un comportamiento creciente en el promedio global, al

analizar cada empresa de forma individual se evidencian comportamientos mixtos. Por ejemplo, en los casos de Alicorp, Credicorp y Ferreycorp, el ROE describió una curva creciente durante este periodo, mientras que por otra parte BBVA Banco Continental mostró una curva decreciente. El resto de empresas no mantuvieron una constancia en sus resultados, se observó que Backus y Johnston tuvieron un repunte en el 2015 mientras que lo contrario ocurrió con Telefónica del Perú. Cabe señalar que el ROE promedio elevado del 2016 se explicó por la recuperación de estas dos empresas en ese año, lo cual no presentó en los dos periodos anteriores.

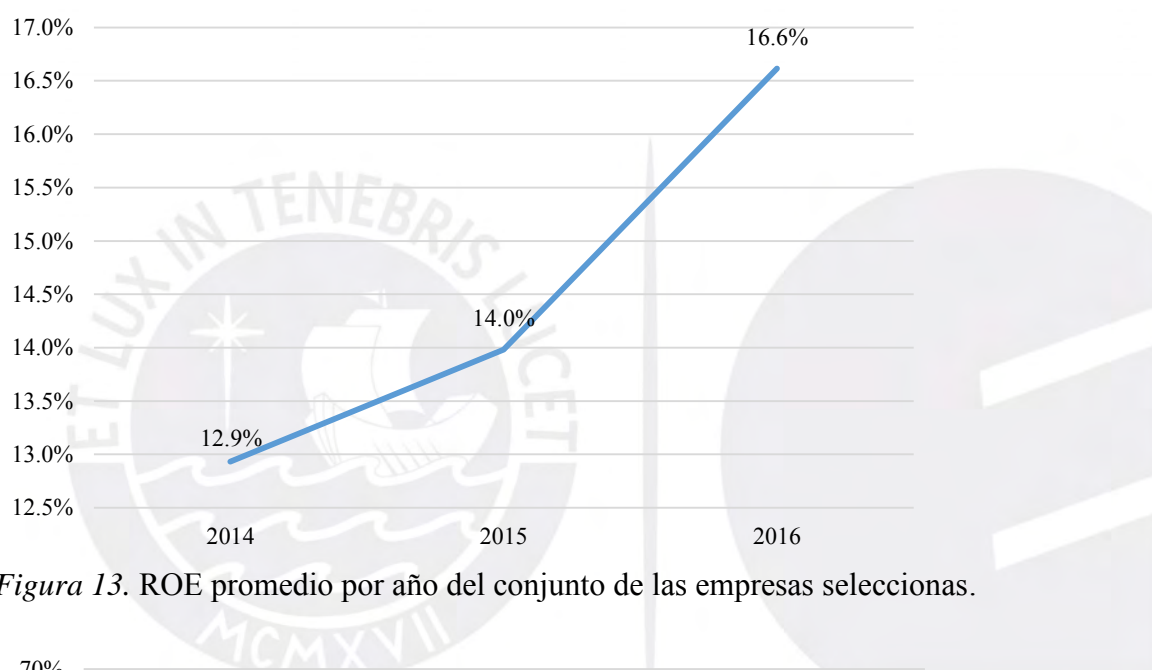


Figura 13. ROE promedio por año del conjunto de las empresas seleccionadas.

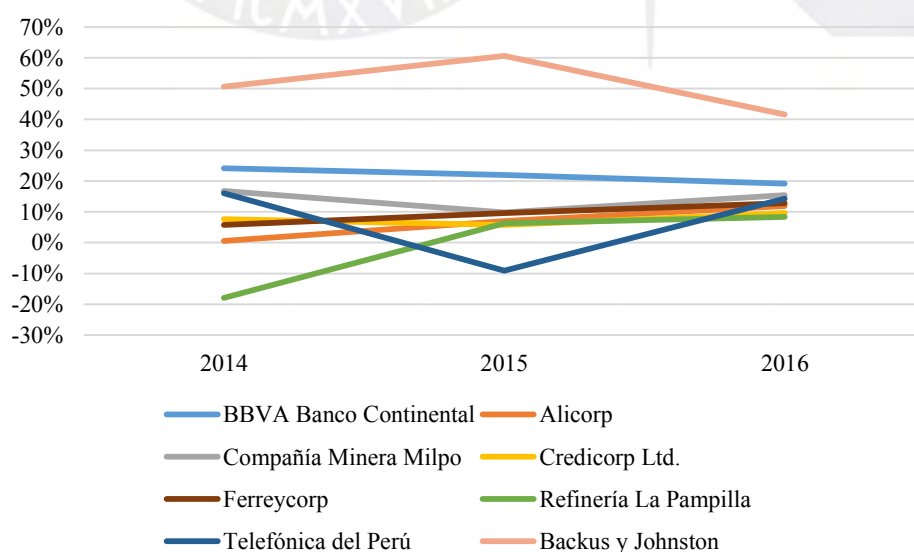


Figura 14. Evolutivo del ROE por empresa y año.

#### 4.1.2 Análisis del EVA

En la Figura 15 se muestra el EVA promedio por año (en miles de soles) del conjunto de las ocho empresas seleccionadas. En este caso, el EVA poseyó un comportamiento mixto o errático, en que se puede observar que el año 2015 el EVA promedio sufrió una caída para el conjunto de las ocho empresas.

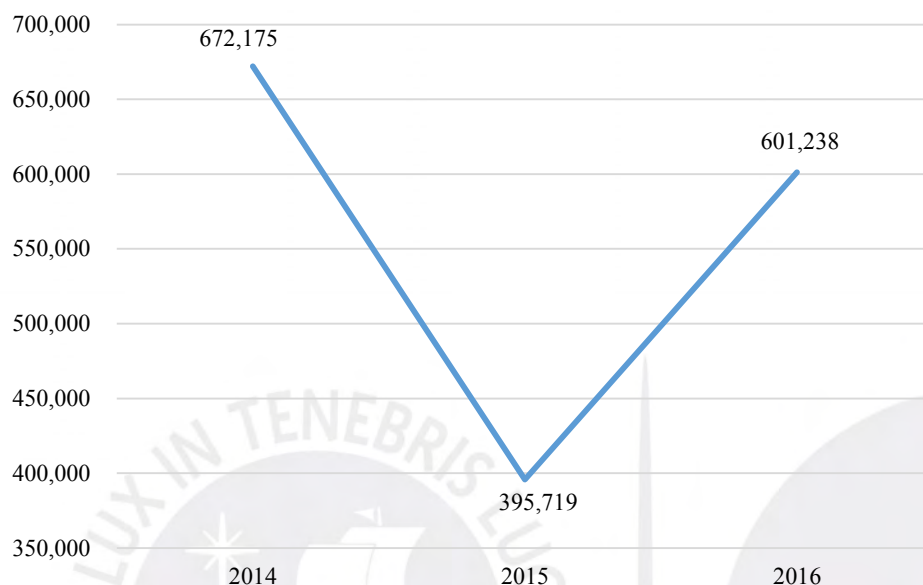


Figura 15. EVA promedio por año del conjunto de las empresas seleccionadas.

La Figura 16 muestra el evolutivo del EVA por empresa, en que se puede observar claramente que Credicorp presentó los mayores niveles, y generó valor a los inversionistas.

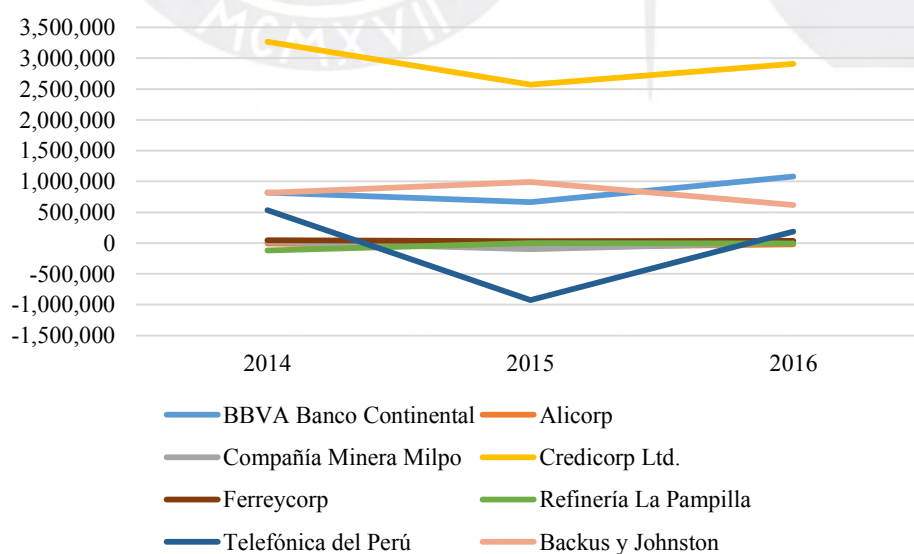


Figura 16. Evolutivo del EVA (en MM S/) por empresa y año.

### 4.1.3 Análisis de la Q de Tobin

En la Figura 17 se muestra el promedio de la Q de Tobin, se tomó en cuenta el conjunto de ocho empresas seleccionadas. Como se vio anteriormente, este indicador mostró un comportamiento mixto o errático en forma de “V”, similar al comportamiento observado con el EVA. En el 2015 se observó la caída drástica en la Q de Tobin promedio, para luego recuperarse en el 2016 (con 0.98), sin embargo, a un menor nivel promedio que el que se tenía en el 2014 (con 0.92).

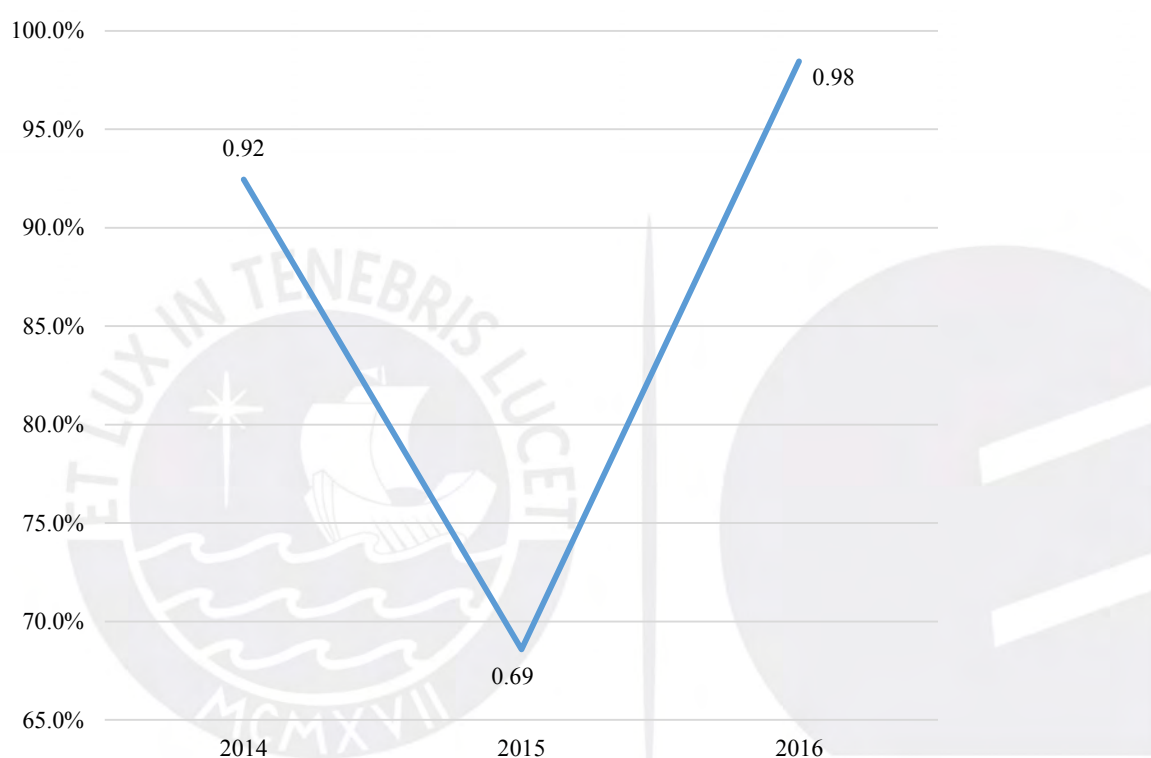


Figura 17. Q de Tobin promedio por año del conjunto de las empresas seleccionadas.

En el evolutivo de la Q de Tobin por empresa y año (Figura 18) se pudieron diferenciar dos grupos. En el primero se tuvo a las empresas con los mayores niveles de Q de Tobin: Compañía Minera Milpo y Backus y Johnston, las cuales obtuvieron un indicador de 2.24 y 2.78 respectivamente; y un segundo grupo, con el resto de las empresas que se encontraron principalmente entre 0.25 y 0.5. En todos los casos se observó una caída en este indicador en el 2015, sin embargo, resaltó clara la caída de Compañía Minera Milpo, la cual disminuyó del 2014 al 2015 en aproximadamente 30%.

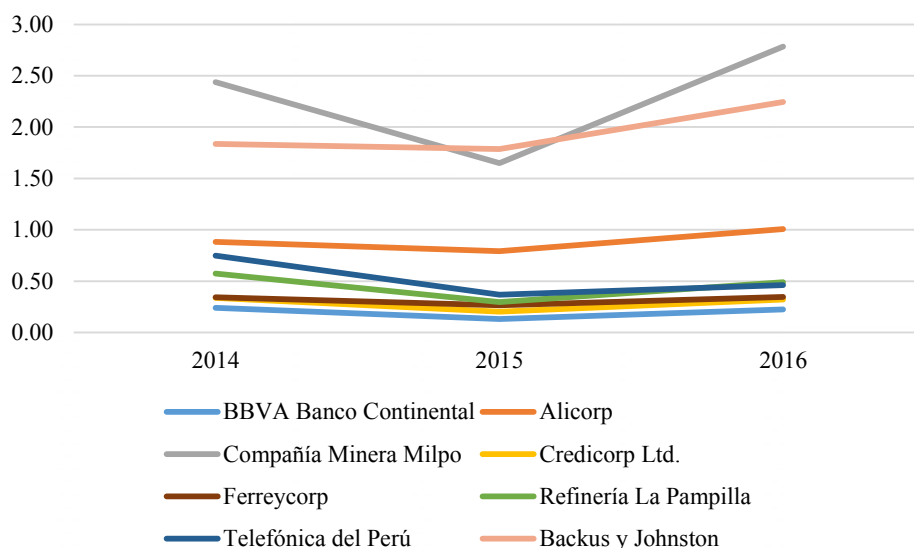


Figura 18. Evolutivo del Q de Tobin por empresa y por año.

#### 4.1.4 Análisis del Índice de Lucratividad

En la Figura 19 se muestra el Índice de Lucratividad promedio por año del conjunto de las ocho empresas seleccionadas. Se observa que del año 2014 al 2015 se tuvo una caída en el promedio del indicador, sin embargo, para el 2016 el índice se recuperó y se ubicó en 160.99.

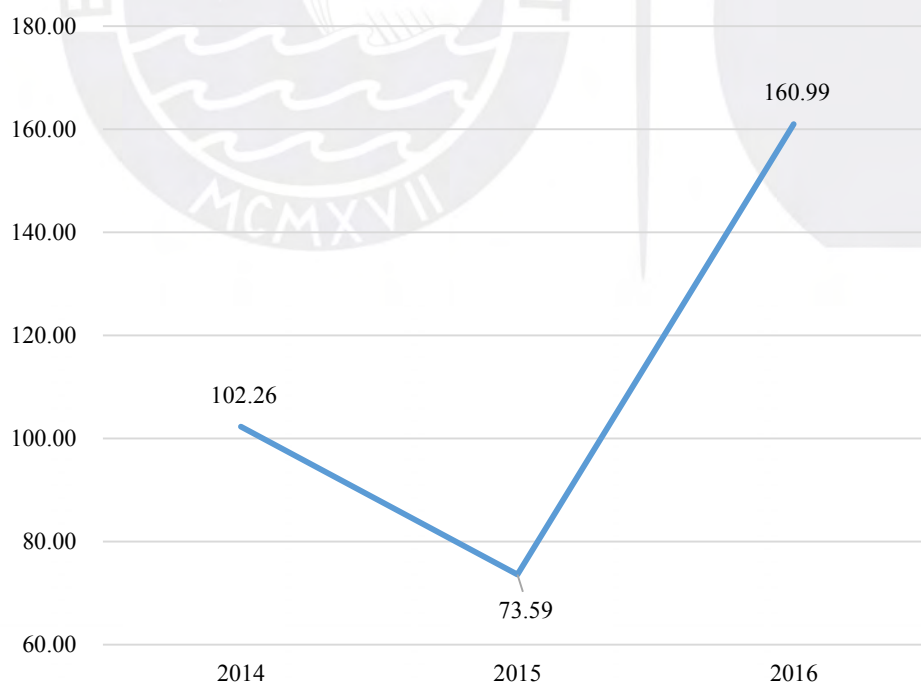


Figura 19. Índice de Lucratividad promedio por año del conjunto de las empresas seleccionadas.

En el evolutivo del Índice de Lucratividad por empresa y año (Figura 20) se puede observar que todas las empresas salvo Alicorp, Backus y Johnston y Ferreycorp tuvieron una caída en el indicador en el año 2015.

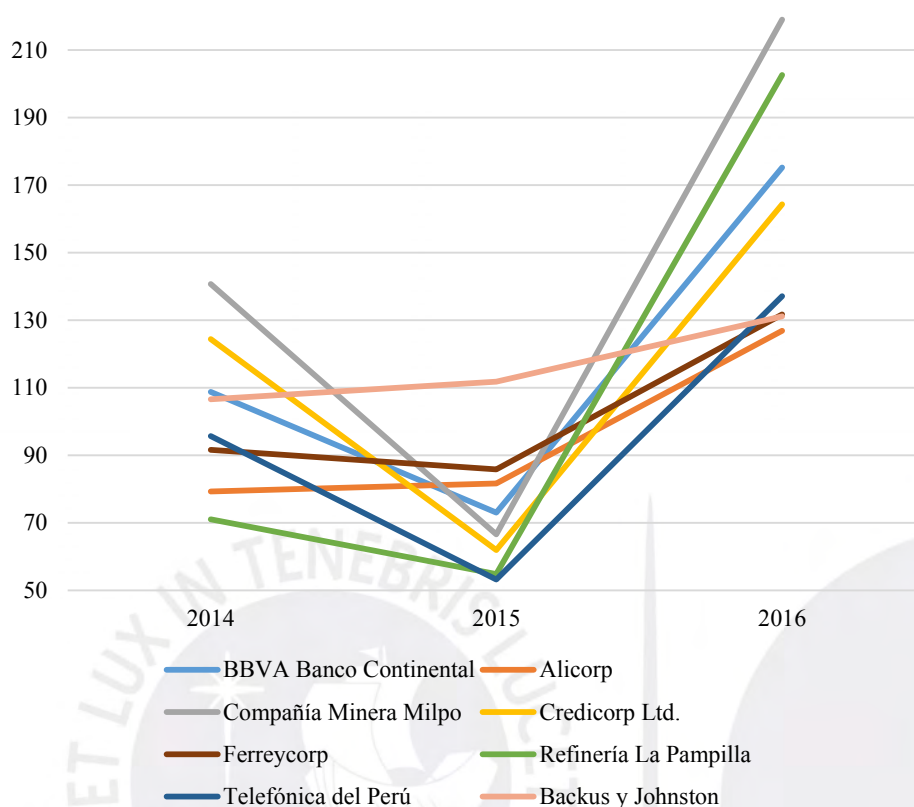


Figura 20. Evolutivo del Índice de Lucratividad por empresa y por año.

#### 4.2 Análisis de variables de buen gobierno corporativo

En esta sección se realizó el análisis de las variables recogidas de los reportes de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo.

A partir de la matriz de datos construida (ver Apéndice D), se tomaron las trece variables seleccionadas (V1 al V13) y se realizó el análisis de las variables seleccionadas que conformaron cada pilar del código de buen gobierno corporativo para cada uno de los años de estudio.

##### 4.2.1 Resultados del Pilar I: Derechos de los accionistas

Dentro del Pilar I: Derechos de los accionistas, se tomaron en cuenta tres variables



para evaluar el grado en que las empresas en este aspecto recogen los lineamientos expuestos en el código de buen gobierno corporativo: (V1) Acciones con derecho a voto, (V2) Representación de acciones y responsable del registro, y (V3) Política de no dilución social.

En la Tabla 11 se presentaron estas tres variables y la proporción o porcentaje de empresas de la muestra que cumplieron dichos lineamientos en cada año.

Tabla 11

*Variables Seleccionadas del Pilar I*

<b>Pilar</b>	<b>Variable</b>	<b>Nombre de la Variable</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Pilar I: Derechos de los Accionistas	V1	Acciones con derecho a voto	75%	75%	75%
	V2	Representación de acciones y responsable del registro	100%	100%	100%
	V3	Política de no dilución social	63%	75%	75%

Como se puede observar, para la variable V1, el 75% de las empresas (seis de ocho) en todos los años de estudio informaron que no promovieron la existencia de acciones que no tengan derecho a voto. En el caso de la variable V2, el total de las empresas de la muestra en todos los años cumplieron con establecer claramente el método y el responsable del registro de los derechos de propiedad accionaria, con lo cual se aseguró que la matrícula de las acciones sea segura y confiable. Con respecto a la variable V3, el 63% de las empresas (cinco de ocho) en el año 2014 y luego 75% (seis de ocho) en los años 2015 y 2016 siguieron la recomendación de hacer de conocimiento a los accionistas de las propuestas del directorio referidas a decisiones corporativas (por ejemplo: fusiones, escisiones, ampliaciones de capital, etc.) de forma clara y oportuna en un informe detallado, el cual esté acompañado de la opinión independiente de un asesor externo.

#### **4.2.2 Resultados del Pilar II: Junta General de Accionistas**

Dentro del Pilar II: Junta general de accionistas, se tomó en cuenta una variable para evaluar el grado en que las empresas en este aspecto recogen los lineamientos expuestos en el código de buen gobierno corporativo: (V4) Delegación de voto. En la Tabla 12 se presenta

esta variable y la proporción o porcentaje de empresas de la muestra que siguieron este lineamiento en cada año.

Tabla 12

*Variable Seleccionada del Pilar II*

<b>Pilar</b>	<b>Variable</b>	<b>Nombre de la Variable</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Pilar II: Junta General de Accionistas	V4	Delegación de voto	100%	100%	100%

Como se puede observar, el total de empresas de la muestra en todos los años cumplieron en no limitar al accionista a delegar su voto a favor de cualquier persona a través de procedimientos establecidos por la empresa.

#### 4.2.3 Resultados del Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia

Dentro del Pilar III: El directorio y la alta gerencia, se consideraron seis variables para evaluar el grado en que las empresas en estos aspectos recogieron los lineamientos expuestos en el código de buen gobierno corporativo: (V5) Diversidad del directorio, (V6) Información de directores, (V7) Reglamento de directorio, (V8) Directores independientes, (V9) Mecanismos para denuncias, y (V10) Política de delimitación de funciones. En la Tabla 13 se presentan estas seis variables y la proporción o porcentaje de empresas de la muestra que siguieron dichos lineamientos en cada año.

Tabla 13

*Variables Seleccionadas del Pilar III*

<b>Pilar</b>	<b>Variable</b>	<b>Nombre de la Variable</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia	V5	Diversidad en el directorio	100%	100%	100%
	V6	Información de directores	100%	100%	100%
	V7	Reglamento de directorio	88%	88%	100%
	V8	Directores independientes	75%	88%	75%
	V9	Mecanismos para denuncias	100%	100%	100%
	V10	Política de delimitación de	100%	100%	100%

Como se puede observar, para la variable V5 el total de las empresas en todos los años informaron tener un directorio con el número de integrantes, diversidad de especialidades, competencia, prestigio, independencia económica, ética, y demás cualidades relevantes, adecuados para un desempeño eficaz y participativo en la empresa. Con respecto a la variable V6, el 100% de las empresas de la muestra en todos los años indicaron que divulgaron los datos relativos a los nombres de los directores, su calidad de independencia, hojas de vida, e informan los otros directorios que forman parte los directores de la empresa. En el caso de la variable V7, en los años 2014 y 2015 el 88% (siete de ocho), y en el 2016, el 100% de las empresas de la muestra cumplieron con tener un reglamento de directorio que contuviera las políticas y lineamientos para su funcionamiento, así como contar con carácter vinculante y de responsabilidad. Con respecto a la variable V8, el 75% de las empresas (seis de ocho) en los años 2014 y 2016 indicaron contar con directores independientes. Esta proporción aumentó en el año 2015 y alcanzó el 88% (siete de ocho). En la variable V9 se indicó que el 100% de las empresas en todos los años tuvieron mecanismos que permitieron efectuar denuncias debido a comportamientos inadecuados, ilegales o faltos de ética, y mantuvieron la confidencialidad del informante. Con respecto a la variable V10, el total de las empresas indicaron que en todos los años existieron políticas manifiestas y claras que permitieron establecer la separación entre las funciones y desempeño del directorio, la alta gerencia y el liderazgo del gerente general.

#### **4.2.4 Resultados del Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento**

Dentro del Pilar IV: Riesgo y cumplimiento, se tomó en cuenta una variable para evaluar el grado en que las empresas en este aspecto recogieron los lineamientos expuestos en el código de buen gobierno corporativo: (V11) Auditoría interna. En la Tabla 14 se presenta esta variable y la proporción o porcentaje de empresas de la muestra que cumplieron con este lineamiento en cada año.

Tabla 14

*Variable Seleccionada del Pilar IV*

<b>Pilar</b>	<b>Variable</b>	<b>Nombre de la Variable</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento	V11	Auditoría interna	100%	100%	100%

Como se puede observar en la tabla anterior, en todos los años todas las empresas indicaron que el auditor interno reportó directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas.

#### **4.2.5 Resultados del Pilar V: Transparencia de la Información**

Dentro del Pilar V: Transparencia de la información, se tomaron en cuenta dos variables para evaluar el grado en que las empresas en este aspecto recogieron los lineamientos expuestos en el código de buen gobierno corporativo: (V12) Política de información, y (V13) Estructura accionaria. En la Tabla 15 se presentan estas dos variables y la proporción de empresas de la muestra que cumplieron dichos lineamientos en cada año.

Tabla 15

*Variables Seleccionadas del Pilar V*

<b>Pilar</b>	<b>Variable</b>	<b>Nombre de la Variable</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Pilar V: Transparencia de la Información	V12	Política de información	100%	100%	100%
	V13	Estructura accionaria	88%	88%	88%

Como se puede observar, según la variable V12 el total de las empresas en todos los años de estudio manifestó que el directorio informó en el documento societario la política de información para todos los grupos de interés y mercado en general, así como la definición de los lineamientos y criterios que se aplicarán en el manejo, organización y/o distribución de la información que genera o recibe la empresa. En el caso de la variable V13, el 88% de las empresas (siete de ocho) de la muestra cumplieron en todos los años con revelar la estructura de propiedad de las acciones, y de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico.

### 4.3 Análisis conjunto de variables de buen gobierno corporativo y valor financiero

En este apartado se describe el comportamiento de las variables de valor financiero frente a las de cumplimiento de buen gobierno corporativo, y se tomó como referencia las variables, empresas seleccionadas y periodo comprendido entre los años 2014 y 2016.

En la Tabla 16 se muestra la relación o sentido esperado que en teoría deberían tener las variables de valor financiero con respecto a las de buen gobierno corporativo. En el presente estudio se recogieron cuatro variables indicadoras de valor financiero: ROE, EVA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad; en los cuatro casos, a mayor nivel de estos indicadores se interpretó como un incremento del valor financiero de la empresa.

Tabla 16

*Sentido Esperado de las Variables de Valor Financiero Frente a las de Buen Gobierno Corporativo*

<b>Pilar</b>	<b>Variable</b>	<b>Nombre de la Variable</b>	<b>Sentido Esperado</b>
Pilar I: Derechos de los Accionistas	V1	Acciones con derecho a voto	Positivo
	V2	Representación de acciones y responsable del registro	Positivo
	V3	Política de no dilución social	Positivo
Pilar II: Junta General de Accionistas	V4	Delegación de voto	Positivo
	V5	Diversidad en el directorio	Positivo
Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia	V6	Información de directores	Positivo
	V7	Reglamento de directorio	Positivo
	V8	Directores independientes	Positivo
	V9	Mecanismos para denuncias	Positivo
	V10	Política de delimitación de funciones	Positivo
Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento	V11	Auditoría interna	Positivo
Pilar V: Transparencia de la Información	V12	Política de información	Positivo
	V13	Estructura accionaria	Positivo

De la tabla anterior se puede deducir, por ejemplo, para la variable V1, que si una empresa promueve únicamente las acciones con derecho a voto, se esperaría que los indicadores de valor financiero observados de esta empresa sean mejores que los de una empresa que no cumple con este lineamiento. Similares interpretaciones se pueden realizar para las demás variables. Nótese que para todas las variables seleccionadas el sentido o relación esperada es positiva.

En los siguientes apartados se muestran los niveles promedio de las variables de valor financiero de acuerdo a las respuestas dadas por las empresas respecto a cada pilar del código de buen gobierno corporativo, recogidas en la presente investigación a través de las variables V1 a V13.

#### 4.3.1 Pilar I y Valor Financiero

Como se mencionó anteriormente, del Pilar I: Derechos de los accionistas, se seleccionaron tres variables para evaluar el grado de cumplimiento que las empresas informaron con respecto a este aspecto.

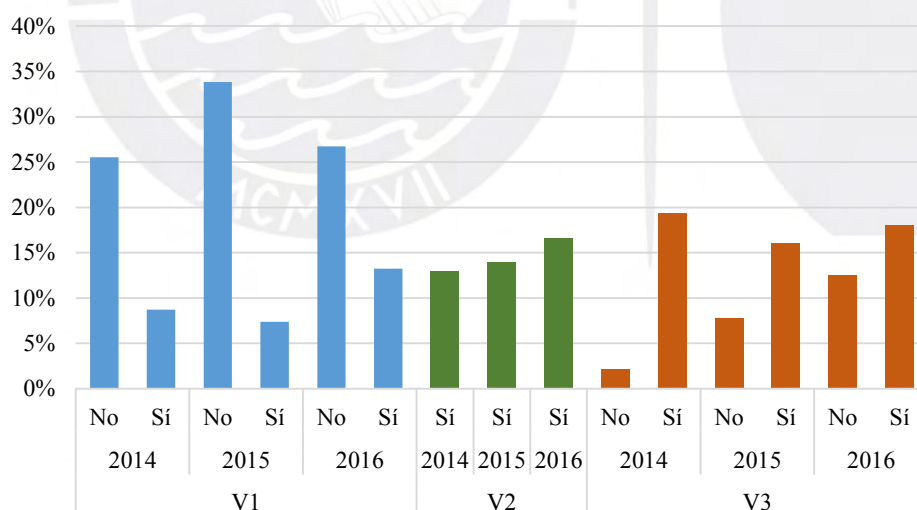


Figura 21. Pilar I versus ROE.

En la Figura 21 se puede observar en los resultados de todos los años que promover únicamente la existencia de acciones con derecho a voto (variable V1 en barras de color azul), contrario a lo esperado, estuvo asociado a menores niveles promedio ROE. Con

respecto a establecer claramente el método y el responsable del registro de los derechos de propiedad accionaria (variable V2 en barras de color verde), en este caso se observó que todas las empresas informaron el cumplimiento de este lineamiento en todos los años, por lo que no se puede evidenciar si los que no lo cumplieron tuvieron un menor ROE. En el caso de la variable V3 (barras en color anaranjado) se puede apreciar que el lineamiento que propone el código de buen gobierno corporativo de hacer de conocimiento a los accionistas las propuestas del directorio referidas a decisiones corporativas, tuvo asociado niveles de ROE promedio más altos en los casos en que las empresas sí lo cumplieron.

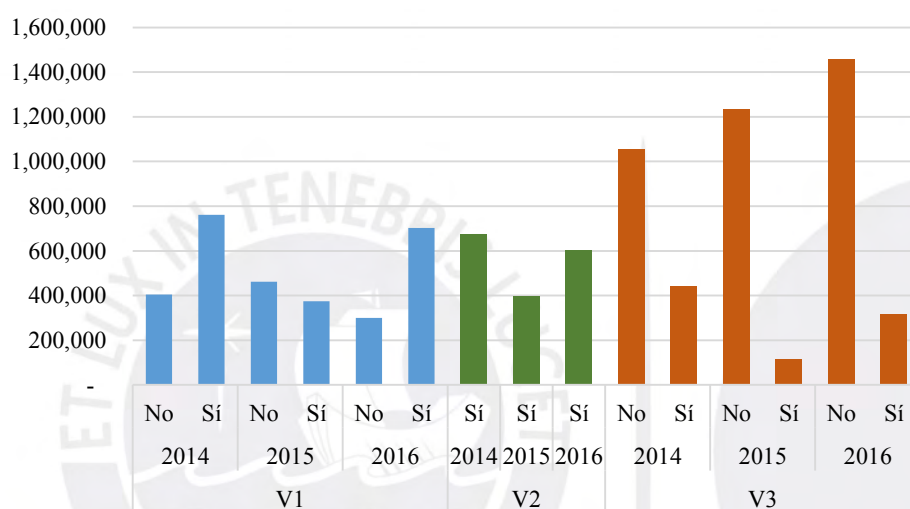


Figura 22. Pilar I versus EVA.

En la Figura 22 se puede observar que el grupo de empresas que cumplieron con el lineamiento de promover únicamente la existencia de acciones con derecho a voto (variable V1 en barras de color azul), poseyeron un EVA promedio más alto que el del grupo de las empresas que no lo cumplieron en los años 2014 y 2016. Con respecto a establecer claramente el método y el responsable del registro de los derechos de propiedad accionaria (variable V2 en barras de color verde), en este caso se observó que todas las empresas informaron el cumplimiento de este lineamiento en todos los años, por lo que no se puede evidenciar si los que no lo cumplieron tuvieron un menor EVA. En el caso de la variable V3 (barras en color anaranjado) se puede observar que el lineamiento de hacer de conocimiento a

los accionistas de las propuestas del directorio referidas a decisiones corporativas, contrario a lo esperado, tuvo asociado un menor EVA promedio en todos los años con respecto a los que no lo cumplieron.

En la Figura 23 se puede observar que promover únicamente la existencia de acciones con derecho a voto (variable V1 en barras de color azul) estuvo asociado a menores niveles promedio de valor financiero de las empresas según la Q de Tobin. Con respecto a establecer claramente el método y el responsable del registro de los derechos de propiedad accionaria (variable V2 en barras de color verde), se observó que todas las empresas informaron el cumplimiento de este lineamiento en todos los años, por lo que no se puede evidenciar si los que no lo cumplieron tuvieron una menor Q de Tobin. En el caso de la variable V3 (barras en color anaranjado) se puede observar que las empresas que cumplieron con el lineamiento de hacer de conocimiento a los accionistas de las propuestas del directorio referidas a decisiones corporativas tuvieron en todos los años, contrario a lo esperado, menor valor financiero según la Q de Tobin.

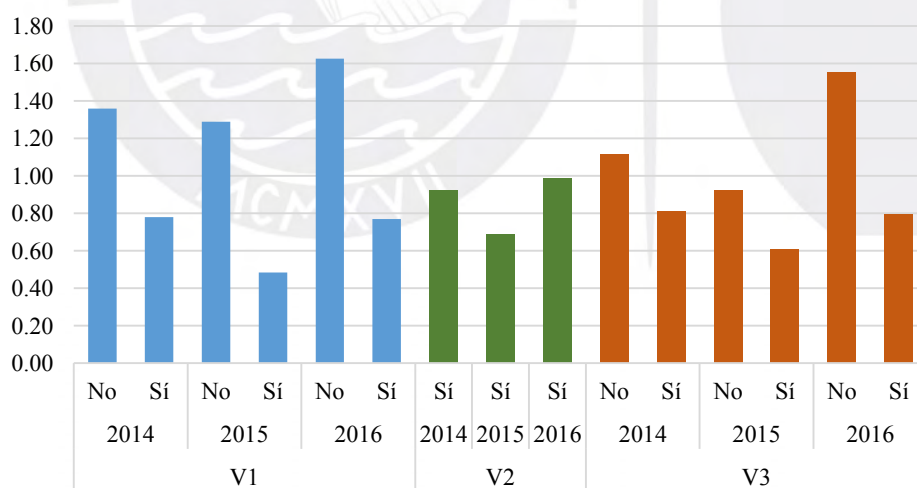


Figura 23. Pilar I versus Q de Tobin.

En la Figura 24 se puede observar que las empresas que promovieron únicamente la existencia de acciones con derecho a voto (variable V1 en barras de color azul) tuvieron asociados niveles de valor financiero, según el Índice de Lucratividad, más altos en los años



2014 y 2016, sin embargo, se evidenció lo contrario en el año 2015. Con respecto a establecer claramente el método y el responsable del registro de los derechos de propiedad accionaria (variable V2 en barras de color verde), se observó que todas las empresas informaron el cumplimiento de este lineamiento en todos los años, por lo que no se puede evidenciar si los que no lo cumplieron tuvieron un menor Índice de Lucratividad.

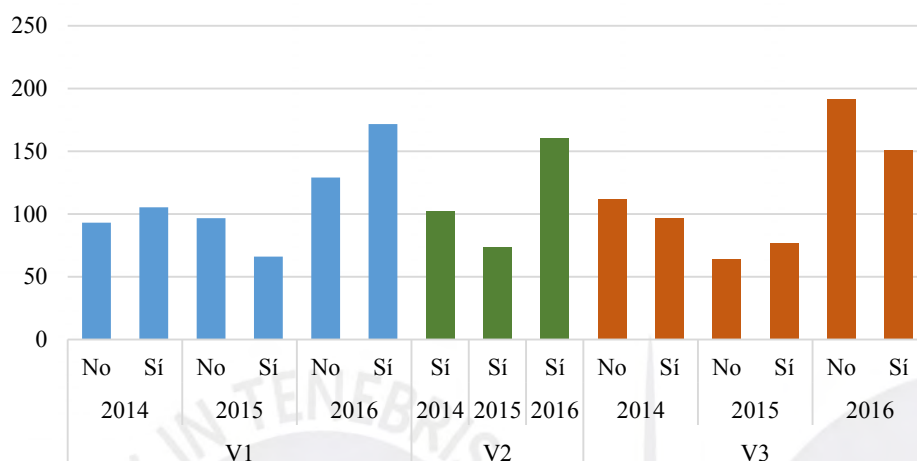


Figura 24. Pilar I versus Índice de Lucratividad.

En el caso de las empresas que siguieron el lineamiento de hacer de conocimiento a los accionistas las propuestas del directorio referidas a decisiones corporativas (variable V3 en barras de color anaranjado), se puede observar que tuvieron mayor Índice de Lucratividad que las que no lo cumplieron en el año 2015, mientras que para los años 2014 y 2016 se evidenció lo contrario.

Tabla 17

*Cumplimiento del Pilar I y Resultados Financieros por Año*

Año	ROE		EVA		Q de Tobin		Ind. de Lucratividad	
	2	3	2	3	2	3	2	3
2014	11.5%	15.3%	795,306	466,958	1.2	0.4	104.4	98.7
2015	20.8%	7.2%	848,701	-57,262	1.1	0.3	80.5	66.7
2016	19.6%	13.6%	878,505	323,971	1.6	0.4	160.3	161.7
Promedio	16.9%	11.7%	837,335	224,337	1.3	0.4	114.2	110.0

En la Tabla 17 se muestran los resultados de forma agrupada para el Pilar I: Derechos de los accionistas, en que los números debajo de cada indicador financiero representaron el

número de respuestas positivas. En la tabla se recogió el cumplimiento de este pilar mediante tres variables seleccionadas de las preguntas del reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo. Como se puede observar, en los años 2015 y 2016 del estudio, el ROE promedio de las empresas que indicaron respuestas positivas en las tres variables fueron inferiores a los de las empresas que solo indicaron dos respuestas positivas. Solo describió el comportamiento esperado en el año 2014. En el caso del EVA y la Q de Tobin, contrario a lo esperado, las empresas que indicaron respuestas positivas en las tres variables tuvieron menor nivel de este indicador. En el caso del Índice de Lucratividad, en el 2014, 2015 se observó que el promedio de este indicador fue superior en las empresas que respondieron positivamente dos de las tres variables seleccionadas del Pilar I.

#### 4.3.2 Pilar II y Valor Financiero

Con respecto al Pilar II: Junta general de accionistas, se seleccionó solo una variable para evaluar el grado de cumplimiento que las empresas informaron con respecto a este aspecto.

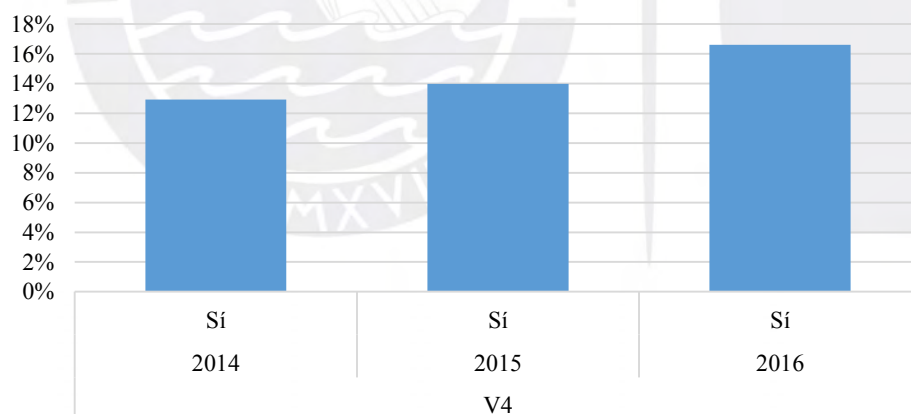


Figura 25. Pilar II versus ROE.

En la Figura 25 se puede observar que en todos los años las empresas del estudio cumplieron en no limitar al accionista a delegar su voto a favor de cualquier persona a través de procedimientos establecidos por la empresa, por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron este lineamiento tuvieron un menor ROE.

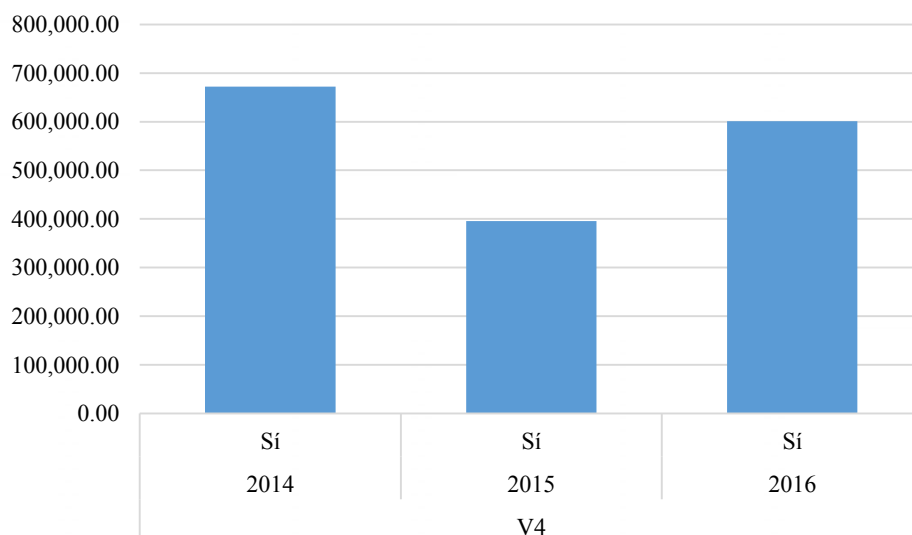


Figura 26. Pilar II versus EVA.

En la Figura 26 se puede observar que en todos los años las empresas del estudio cumplieron en no limitar al accionista a delegar su voto a favor de cualquier persona a través de procedimientos establecidos por la empresa, por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron este lineamiento tuvieron un menor EVA.

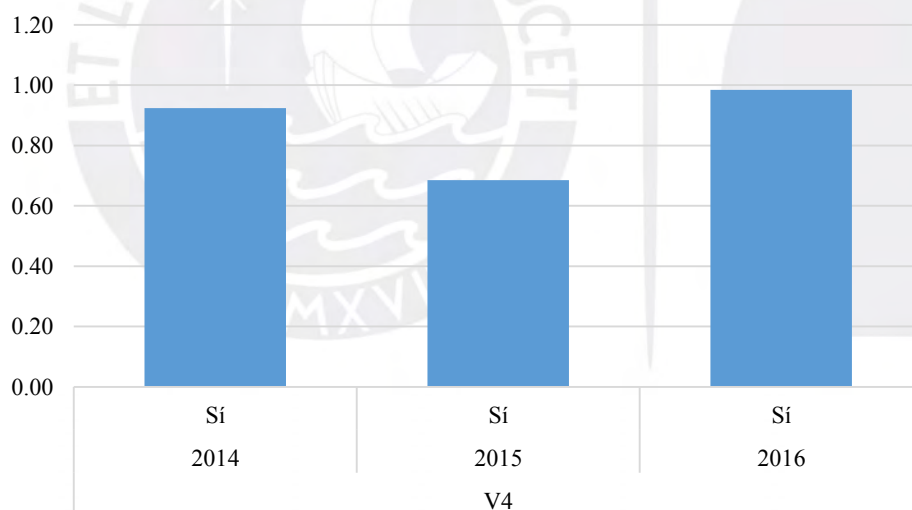


Figura 27. Pilar II versus Q de Tobin.

En la Figura 27 se puede observar que en todos los años las empresas del estudio cumplieron en no limitar al accionista a delegar su voto a favor de cualquier persona a través de procedimientos establecidos por la empresa, por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron este lineamiento tuvieron una menor Q de Tobin.

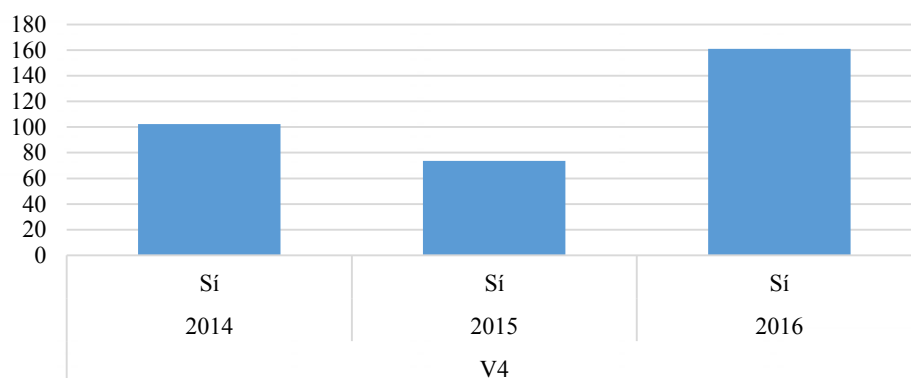


Figura 28. Pilar II versus Índice de Lucratividad.

En la Figura 28 se puede observar que en todos los años las empresas del estudio cumplieron en no limitar al accionista a delegar su voto a favor de cualquier persona a través de procedimientos establecidos por la empresa, por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron este lineamiento tuvieron un menor Índice de Lucratividad.

Tabla 18

*Cumplimiento del Pilar II y Resultados Financieros por Año*

Año	ROE	EVA	Q de Tobin	Ind. de Lucratividad
	1	1	1	1
2014	12.9%	672,175	0.9	102.3
2015	14.0%	395,719	0.7	73.6
2016	16.6%	601,238	1.0	161.0
Promedio	14.5%	556,378	0.9	112.3

En la Tabla 18 se muestran los resultados de forma agrupada para el Pilar II: Junta general de accionistas. En la tabla se recogió el cumplimiento de este pilar mediante sólo una variable seleccionada del reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo. Como se puede observar, en todos los años del estudio todas las empresas indicaron respuestas positivas, por lo que no se pudo evidenciar los resultados de las variables financieras de las empresas que no cumplieron con los lineamientos de este pilar.

#### 4.3.3 Pilar III y Valor Financiero

Como se mencionó anteriormente, del Pilar III: El directorio y la alta gerencia, se seleccionaron seis variables para evaluar el grado de cumplimiento que las empresas informaron con respecto a estos aspectos.

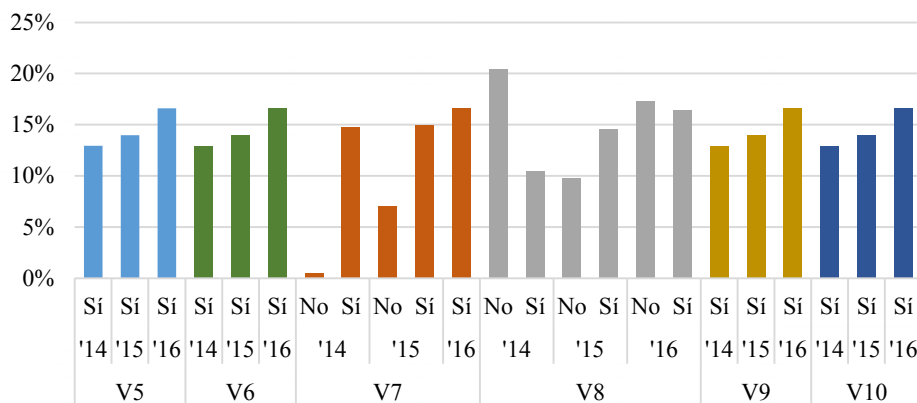


Figura 29. Pilar III versus ROE.

Como se puede observar en la Figura 29, para las variables V5, V6, V9 y V10 (antes ya descritas) todas las empresas indicaron cumplir con estos lineamientos, de esta manera, solo se muestra el ROE promedio obtenido por estas empresas. Con respecto a tener un reglamento de directorio que contiene las políticas y lineamientos para su funcionamiento, así como contar con carácter vinculante y de responsabilidad (variable V7), se observó que las empresas que cumplieron este principio tuvieron un ROE superior a las que no lo cumplieron en los años 2014 y 2015, pero en el años 2016 no se pudo describir este mismo comportamiento dado que todas las empresas informaron que sí cumplieron con este lineamiento. Con respecto a contar con directores independientes (variable V8 en barras de color gris), se observó que para el año 2015 las empresas que cumplieron con este lineamiento tuvieron mejores niveles ROE, sin embargo, en los años 2014 y 2016 el comportamiento fue al contrario.

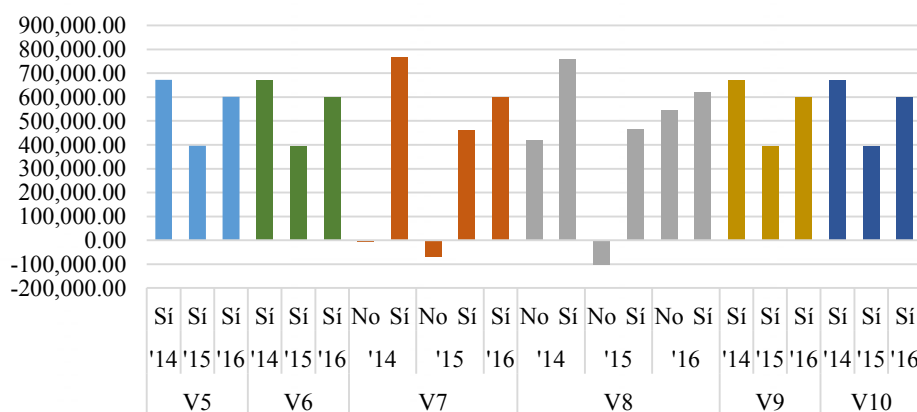


Figura 30. Pilar III versus EVA.

Como se puede observar en la Figura 30, para las variables V5, V6, V9 y V10 (antes ya descritas) todas las empresas indicaron cumplir con estos lineamientos, y de esta manera solo se muestra el EVA promedio de estas empresas. Con respecto a tener un reglamento de directorio que contenga las políticas y lineamientos para su funcionamiento, así como contar con carácter vinculante y de responsabilidad (variable V7), se observó que en el 2014 y 2015 el EVA promedio de las empresas que siguieron este lineamiento fue mucho mayor que el resto, mientras que en el 2016 no se puede describir este comportamiento dado que todas las empresas informaron el cumplimiento del lineamiento. Con respecto a contar con directores independientes (variable V8 en barras de color gris), se observó claramente que las empresas que cumplieron con este principio tuvieron un EVA promedio en todos los años muy superior al grupo de las empresas que no lo cumplieron.

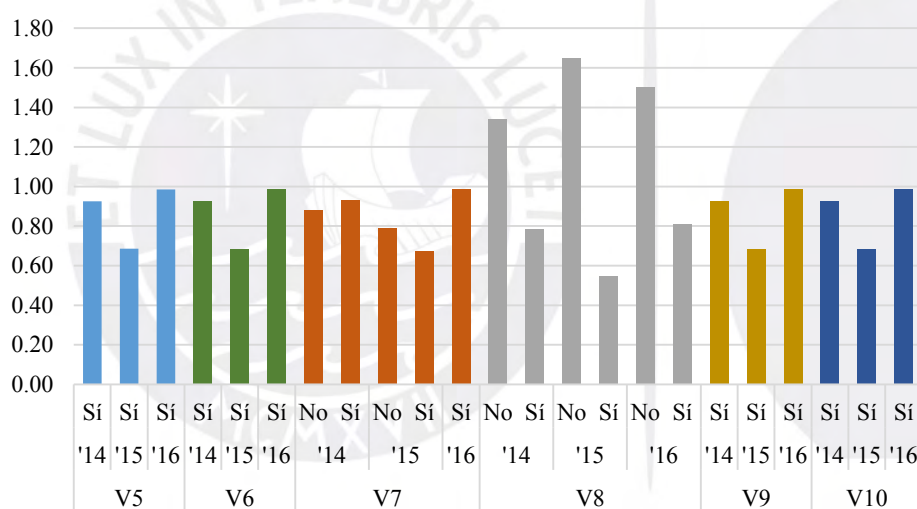


Figura 31. Pilar III versus Q de Tobin.

En la Figura 31, para las variables V5, V6, V9 y V10 (antes ya descritas) todas las empresas indicaron cumplir con estos lineamientos y de esta manera sólo se mostró el valor promedio de la Q de Tobin de estas empresas. Con respecto a tener un reglamento de directorio que contenga las políticas y lineamientos para su funcionamiento, así como contar con carácter vinculante y de responsabilidad (variable V7), se observó que en el año las empresas que cumplieron con este principio tuvieron una Q de Tobin superior a las que no lo

cumplieron, lo contrario ocurrió en el año 2015, mientras que en el 2016 no se pudo describir el comportamiento dado que todas las empresas indicaron que cumplieron con el lineamiento. Con respecto a contar con directores independientes (variable V8 en barras de color gris), se observó que contrario a lo que se esperaba, en todos los años las empresas que cumplieron con este principio tuvieron menor Q de Tobin promedio que las que sí lo cumplieron.

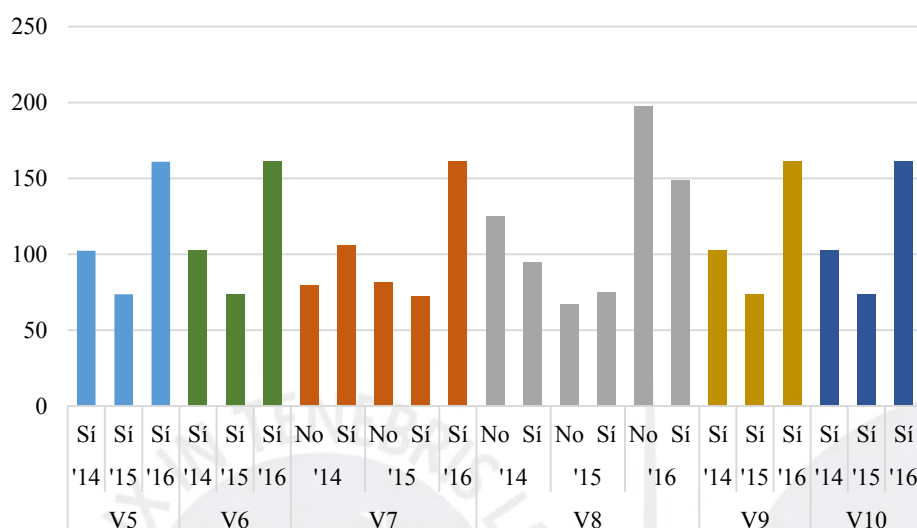


Figura 32. Pilar III versus Índice de Lucratividad.

En la Figura 32, para las variables V5, V6, V9 y V10 (antes ya descritas) todas las empresas indicaron cumplir con estos lineamientos y de esta manera solo se mostró el valor promedio del Índice de Lucratividad de estas empresas. Con respecto a tener un reglamento de directorio que contenga las políticas y lineamientos para su funcionamiento, así como contar con carácter vinculante y de responsabilidad (variable V7), se observó que en el año 2014 las empresas que cumplieron con este principio tuvieron un Índice de Lucratividad superior a las que no lo cumplieron, lo contrario ocurrió en el año 2015, mientras que en el 2016 no se pudo describir el comportamiento dado que todas las empresas indicaron que cumplieron con el lineamiento. Con respecto a contar con directores independientes (variable V8 en barras de color gris), se observó que contrario a lo que se esperaba, en los años 2014 y 2016 las empresas que cumplieron con este principio tuvieron menor Índice de Lucratividad

promedio que las que no lo cumplieron, solo en el 2015 se observó el sentido esperado de las variables.

En la Tabla 19 se muestran los resultados de forma agrupada para el Pilar III: El directorio y la alta gerencia, en que se recogió el cumplimiento de este pilar mediante seis variables seleccionadas de las preguntas del reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo.

Tabla 19

*Cumplimiento del Pilar III y Resultados Financieros por Año*

Año	ROE		EVA		Q de Tobin		Ind. de Lucratividad	
	5	6	5	6	5	6	5	6
2014	13.8%	12.4%	278,275	908,516	1.19	0.77	109.6	97.9
2015	8.4%	15.8%	-85,460	556,113	1.22	0.51	74.1	73.4
2016	17.3%	16.4%	545,124	619,943	1.50	0.81	197.1	149.0
Promedio	13.2%	15.0%	250,593	682,289	1.29	0.69	124.5	107.3

Como se puede observar, en el año 2015 el ROE promedio de las empresas que indicaron respuestas positivas en seis de las variables fue superior al de las empresas que solo indicaron cinco respuestas positivas, lo contrario se observó en los años 2014 y 2016. En el caso del EVA, se observó lo esperado, es decir, las empresas que tuvieron seis respuestas positivas generaron mayor valor financiero según este indicador en todos los años con respecto al grupo de empresas que tuvieron cinco respuestas positivas. En el caso de la Q de Tobin e Índice de Lucratividad, se observó que, contrario a lo esperado, en ningún año las empresas que respondieron positivamente en las seis variables tuvieron mejores niveles de estos indicadores que el conjunto de empresas que respondió positivamente en cinco.

#### 4.3.4 Pilar IV y Valor Financiero

Con respecto al Pilar IV: Riesgo y cumplimiento, se seleccionó solo una variable para evaluar el grado de cumplimiento que las empresas informaron con respecto a este aspecto.



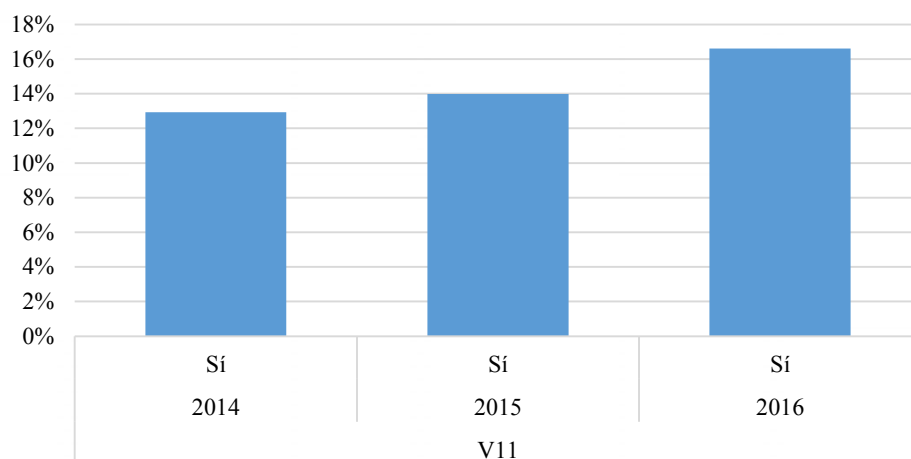


Figura 33. Pilar IV versus ROE.

En la Figura 33 se puede observar que en todos los años las empresas del estudio indicaron que el auditor interno reportó directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas, por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron este lineamiento tuvieron un menor ROE.

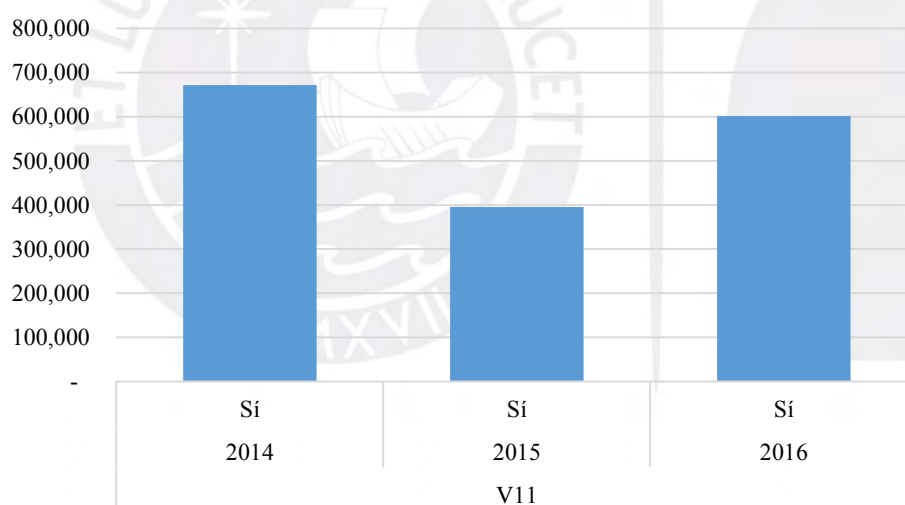
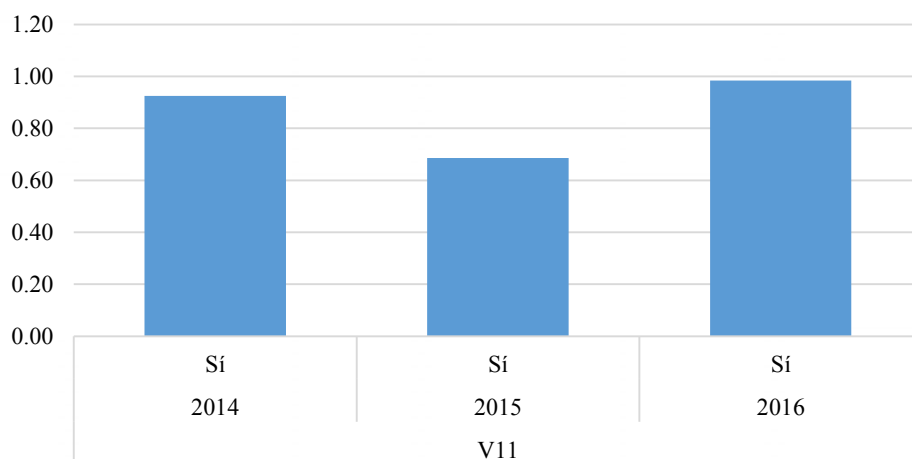


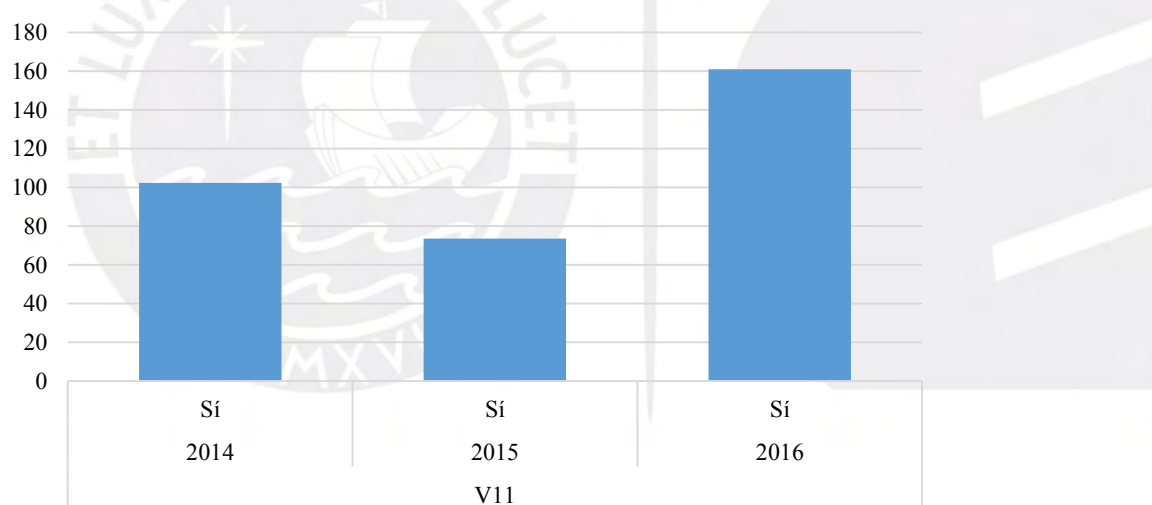
Figura 34. Pilar IV versus EVA.

En la Figura 34 se puede observar que en todos los años las empresas del estudio indicaron que el auditor interno reportó directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas, por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron este lineamiento tuvieron un menor nivel de EVA.



*Figura 35.* Pilar IV versus Q de Tobin.

En la Figura 35 se puede observar que en todos los años las empresas del estudio indicaron que el auditor interno reportó directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas, por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron este lineamiento tuvieron un menor Q de Tobin.



*Figura 36.* Pilar IV versus Índice de Lucratividad.

En la Figura 36 se puede observar que en todos los años las empresas del estudio indicaron que el auditor interno reportó directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas, por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron este lineamiento tuvieron un menor nivel del Índice de Lucratividad.

Tabla 20

*Cumplimiento del Pilar IV y Resultados Financieros por Año*

Año	ROE	EVA	Q de Tobin	Ind. de Lucratividad
	1	1	1	1
2014	12.9%	672,175	0.92	102.26
2015	14.0%	395,719	0.69	73.59
2016	16.6%	601,238	0.98	160.99
Promedio	14.5%	556,378	0.86	112.28

En la Tabla 20 se muestran los resultados de forma agrupada para el Pilar IV: Riesgo y cumplimiento. En la tabla se recogió el cumplimiento de este pilar mediante solo una variable seleccionada del reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo. Como se puede observar, en todos los años del estudio todas las empresas indicaron respuestas positivas por lo que no se puede describir los resultados de las variables financieras de las empresas que no cumplieron con los lineamientos de este pilar.

#### 4.3.5 Pilar V y Valor Financiero

Como se mencionó anteriormente, del Pilar V: Transparencia de la información, se seleccionaron dos variables para evaluar el grado de cumplimiento que las empresas informaron con respecto a este aspecto.

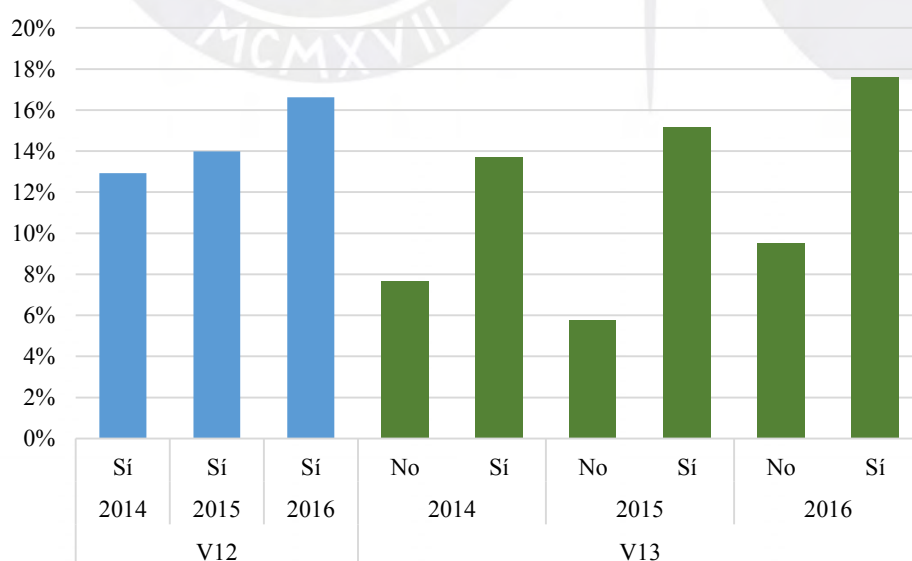


Figura 37. Pilar V versus ROE.

En la Figura 37 se puede observar que en todos los años todas empresas cumplieron con tener un directorio que indicó en el documento societario la política de información para todos los grupos de interés y mercado en general, así como la definición de los lineamientos y criterios que se aplicarán en el manejo, organización y/o distribución de la información que genera o recibe la empresa (variable V12), por lo que no se pudo evidenciar si las que no cumplieron con este lineamiento tuvieron un ROE promedio menor. Con respecto a revelar la estructura de propiedad de las acciones, y de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico (variable V13 en barras de color verde), se observó que de acuerdo al sentido esperado de la variable, todas las empresas que cumplieron con este principio tuvieron un ROE promedio mayor a las que no lo cumplieron.

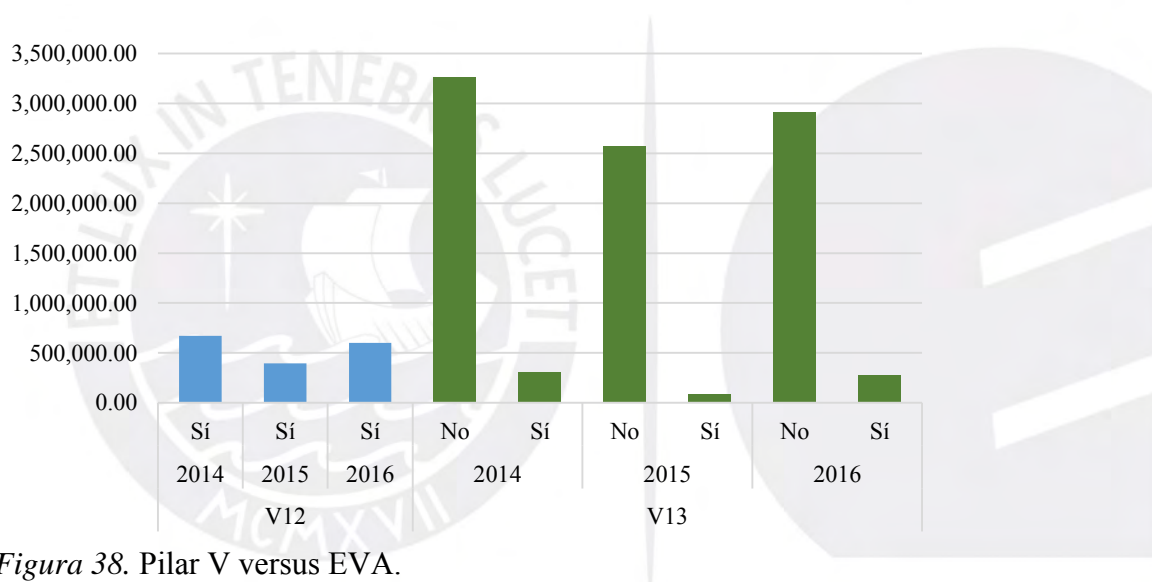


Figura 38. Pilar V versus EVA.

En la Figura 38 se puede observar que todas las empresas indicaron cumplir con el principio recogido en la variable V12 por lo que no se puede evidenciar si las que no cumplieron con este lineamiento tuvieron un EVA promedio menor. Con respecto a revelar la estructura de propiedad de las acciones, y de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico (variable V13 en barras de color verde), se observó que en todos los años las empresas que no cumplieron con este principio tuvieron un EVA promedio mayor, y evidenciaron un comportamiento contrario al sentido económico de la variable.

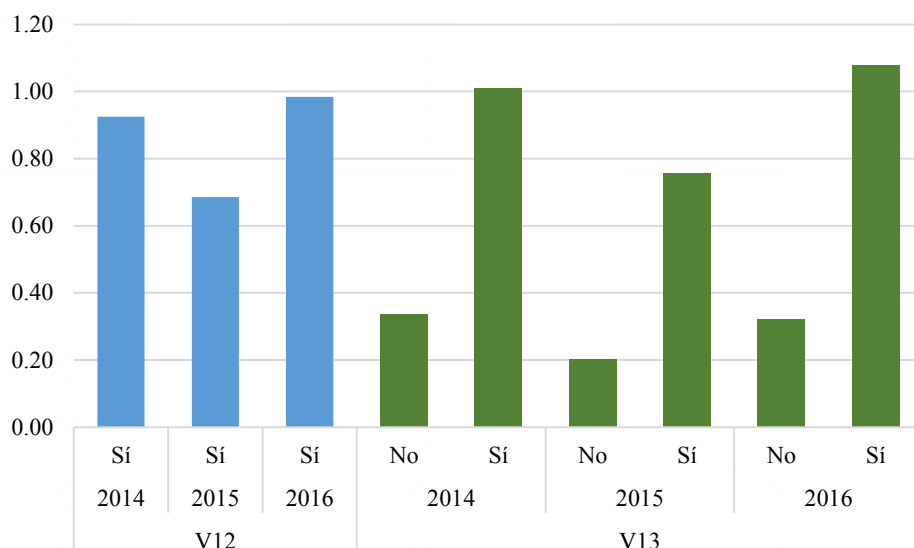


Figura 39. Pilar V versus Q de Tobin.

En la Figura 39 se puede observar que todas las empresas indicaron que cumplieron con el principio recogido en la variable V12, por lo que no se puede evidenciar si las que no cumplieron con este lineamiento tuvieron una Q de Tobin promedio menor. Con respecto a revelar la estructura de propiedad de las acciones, y de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico (variable V13 en barras de color verde), se observó que en todos los años las empresas que cumplieron con este principio tuvieron una Q de Tobin promedio mayor.

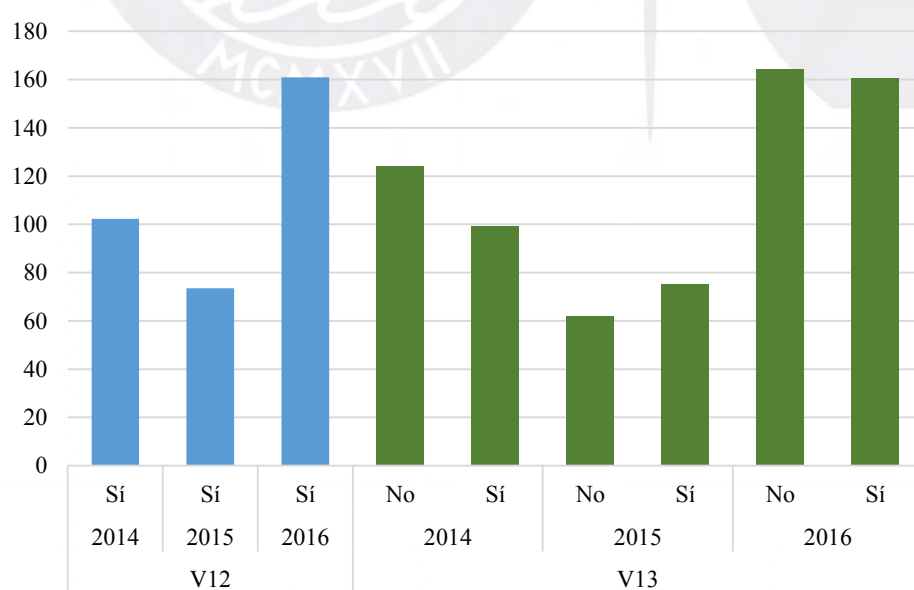


Figura 40. Pilar V versus Índice de Lucratividad.

En la Figura 40 se puede observar que todas las empresas indicaron que cumplieron con el principio recogido en la variable V12, por lo que no se puede evidenciar si las que no cumplieron con este lineamiento tuvieron un Índice de Lucratividad promedio menor. Con respecto a revelar la estructura de propiedad de las acciones, y de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico (variable V13 en barras de color verde), se observó que en el año 2015 las empresas que cumplieron con este principio tuvieron un Índice de Lucratividad promedio mayor con respecto a las que no lo cumplieron, sin embargo, este sentido esperado de la variable no se observó en los años 2014 y 2016, en que ocurrió lo contrario.

En la Tabla 21 se muestran los resultados de forma agrupada para el Pilar V: Transparencia de la información. En la tabla se recogió el cumplimiento de este pilar mediante dos variables seleccionadas de las preguntas del reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo. Como se puede observar, con respecto al ROE y la Q de Tobin, se observó que en todos los años el promedio fue mayor en el grupo de empresas que respondieron positivamente las dos variables. Lo contrario ocurrió en todos los años del estudio con respecto al EVA, en que los resultados fueron menores en el caso de las empresas que indicaron sólo una respuesta positiva en las dos variables seleccionada de este pilar. Por otro lado, con respecto al el Índice de Lucratividad, el comportamiento fue el esperado en el 2015, pero contra intuitivo en los años 2014 y 2016.

Tabla 21

*Cumplimiento del Pilar V y Resultados Financieros por Año*

Año	ROE		EVA		Q de Tobin		Ind. de Lucratividad	
	1	2	1	2	1	2	1	2
2014	7.7%	13.7%	3,267,842	301,366	0.3	1.0	124.4	99.1
2015	5.8%	15.2%	2,573,011	84,678	0.2	0.8	61.9	75.3
2016	9.5%	17.6%	2,906,804	271,872	0.3	1.1	164.3	160.5
Promedio	7.7%	15.5%	2,915,886	219,305	0.3	0.9	116.9	111.6

#### 4.4 Resumen

La presente investigación buscó describir la relación entre el cumplimiento del Buen Gobierno Corporativo y Valor Financiero de las empresas de la Bolsa de Valores de Lima en el periodo 2014 - 2016. En este capítulo se presentaron los resultados de las variables financieras, tanto a nivel agrupado de toda la muestra, como de forma individual por cada empresa; luego, se presentó el nivel cumplimiento de los lineamientos del buen gobierno corporativo según las variables seleccionadas dentro de cada pilar; y por último, se mostró el análisis conjunto, y se hizo un comparativo entre los resultados de cada una de las variables financieras entre las empresas de la muestra de estudio que cumplieron (o no cumplieron) con los lineamientos seleccionados del buen gobierno corporativo entre los 2014 al 2016.



## Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

El propósito de la presente investigación fue estudiar el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor financiero de las empresas. Para tal efecto, en la investigación se planteó en un diseño no experimental, longitudinal y con alcance descriptivo. La población de estudio estuvo conformada por todas las empresas de la Bolsa de Valores de Lima que practicaron el Buen Gobierno Corporativo entre los años 2014 al 2016 (ver Apéndice B), y mediante un muestreo por conveniencia se seleccionó el conjunto de empresas representativas. Los datos se recogieron de los informes bursátiles de la BVL, reportes de cumplimiento de buen gobierno corporativo de la SMV, herramienta Bloomberg y de los estados financieros de las empresas seleccionadas, para posteriormente realizar los análisis de los mismos tanto a nivel individual, para los aspectos financiero y de cumplimiento de buen gobierno corporativo, así como un análisis conjunto que busque describir la relación entre ambos.

### 5.1 Conclusiones

A continuación, se listan las preguntas de investigación (principal y secundarias), y seguidamente después de cada una, las respuestas y conclusiones que se obtienen con el presente estudio:

Pregunta principal:

1. ¿Existe relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y la creación de valor financiero en las empresas de la Bolsa de Valores de Lima en el periodo 2014 al 2016?

En base a los resultados de los análisis descriptivos se concluyó que no existe necesariamente una relación positiva entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y la creación de valor financiero. Como se mostró en el capítulo anterior, si bien es cierto, se encontró que el grupo de empresas que mejor se alinean con el código de buen gobierno



corporativo mostró buenos resultados en cuanto a la generación de valor financiero, también se observó el comportamiento inverso, es decir, que algunas empresas que lo aplican en menor medida también obtuvieron buenos indicadores financieros, y por otra parte, no todas las empresas que aplicaron el buen gobierno corporativo incrementaron su valor financiero necesariamente.

Preguntas secundarias:

2. ¿Cuáles son las empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y cumplen con las buenas prácticas de gobierno corporativo, en el periodo 2014 al 2016?

Se concluyó que para los años 2014 al 2016 las ocho empresas seleccionadas y analizadas en el presente estudio de acuerdo a la metodología planteada cumplieron con el buen gobierno corporativo. A continuación se listan estas empresas:

- Alicorp.
- BBVA Banco Continental.
- Compañía Minera Milpo.
- Credicorp Ltd.
- Ferreycorp.
- Refinería La Pampilla.
- Telefónica del Perú.
- Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston.

Es importante resaltar que del grupo de empresas, Ferreycorp y Telefónica del Perú cumplieron fielmente con los lineamientos del buen gobierno corporativo en todos los años, mientras que en el otro extremo, las empresas Compañía Minera Milpo y Credicorp Ltd. dejaron algunos principios pendientes por subsanar, como la no dilución en la participación en el capital social, la transparencia de la información sobre estructura accionaria y acuerdos

entre los accionistas, y la participación de directores independientes.

3. ¿Cuáles de estas empresas peruanas han generado valor financiero, medido a partir de indicadores financieros relevantes, en el periodo 2014 al 2016?

Se concluyó que desde el punto de vista del ROE, resaltó el desempeño de la empresa Backus y Johnston, la cual cerró el 2016 con un ROE de 41.6%, mientras que el resto de empresas se ubicaron en el mismo periodo entre 8% y 20% de rentabilidad respecto al patrimonio. En el caso del EVA, resaltaron los desempeños de Credicorp Ltd., Backus y Johnston y BBVA Continental, quienes generaron valor financiero para los inversionistas por encima del costo de promedio ponderado del capital, mientras que el resto de empresas estuvieron en niveles cercanos o por debajo de cero.

Con respecto a la Q de Tobin, es decir, a la generación de valor financiero de acuerdo a las expectativas y valor que otorgó el mercado, se mostraron nuevamente resultados mixtos con una caída en el 2015, sin embargo, resaltó claramente el rendimiento desde este aspecto de Compañía Minera Milpo, Backus y Johnston, y Alicorp. Similar comportamiento se observó respecto al Índice de Lucratividad, donde Compañía Minera Milpo y Refinería La Pampilla obtuvieron los mejores resultados del 2016, sin embargo, es importante mencionar cómo es que en el 2015 la empresa Backus y Johnston, Ferreyros y Alicorp se mantuvieron estables, mientras que el resto de empresas redujeron su valor financiero de acuerdo a las expectativas y valor que les otorgaba el mercado.

Adicionalmente a las conclusiones generadas a través de las preguntas de investigación, también se tuvieron las siguientes conclusiones a nivel de cada lineamiento del buen gobierno corporativo y su relación con los indicadores de creación de valor financiero:

- En el caso de la variable *Acciones con derecho a voto*, no se observó un comportamiento concluyente, dado que el ROE y la Q de Tobin promedio de las empresas que cumplieron con este lineamiento fue inferior en todos los años a los

del grupo que no lo cumplieron, mientras que lo contrario se observó para el EVA y el Índice de Lucratividad en los años 2014 y 2016.

- En el caso de la variable *Política de no dilución social*, con respecto a este lineamiento se concluyó que guardó una relación positiva con respecto al ROE, sin embargo, se describió una relación ambigua con respecto a los demás indicadores.
- En el caso de la variable *Reglamento de directorio*, nuevamente se describió el comportamiento esperado versus el ROE, sin embargo, no fue concluyente en los demás indicadores de valor financiero.
- En el caso de la variable *Directores independientes*, no se observó un comportamiento concluyente, a pesar de que el EVA describió el sentido intuitivo de la variable para los años 2015 y 2016, lo mismo no se replicó para los demás años ni indicadores.
- En el caso de la variable *Estructura accionaria*, sí se observó que el ROE y la Q de Tobin promedio de las empresas que cumplieron con este lineamiento fue superior en todos los años a los del grupo que no lo cumplieron, sin embargo, este mismo comportamiento no se describió con el EVA y el Índice de Lucratividad, por lo que no fue concluyente.
- En el caso de las variables *Representación de acciones y responsable del registro*, *Delegación de voto*, *Diversidad en el directorio*, *Información de directores*, *Mecanismos para denuncias*, *Política de delimitación de funciones*, *Auditoría interna*, y *Política de información*, el total de empresas indicaron el cumplimiento de estos lineamientos en todos los años, por lo que no se puede describir el comportamiento de las empresas que no los cumplieron.

## 5.2 Recomendaciones

A continuación, se indican algunas recomendaciones extraídas de la experiencia del

desarrollo del presente estudio, que a modo de aportes pueden servir en la elaboración de futuras investigaciones de este tipo:

- **Muestra de estudio:** debido a las limitaciones de tiempo y recursos, en la presente investigación se decidió seleccionar un conjunto de empresas de acuerdo con un muestreo por conveniencia, y se tuvo en cuenta que sean representativas de la Bolsa de Valores de Lima. Sin embargo, de acuerdo con los resultados obtenidos y a las pocas conclusiones a las que llegó el presente estudio, parece conveniente tomar una muestra de un tamaño mayor, que busque rescatar la mayor información posible para enriquecer el análisis.
- **Alcance y tipo de estudio:** la presente investigación tuvo un alcance descriptivo, sin embargo para futuras investigaciones se recomienda a los investigadores dar los siguientes pasos hacia enfoques del tipo correlacional o explicativo, y buscar medir el grado de asociación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo con la creación de valor financiero, o lo que sería aún más interesante, determinar cuál es el factor del gobierno corporativo que influye en mayor medida en la creación del valor financiero de las empresas.
- **Profundizar el análisis:** si bien es cierto en la presente investigación se tomó una muestra de empresas representativa de la Bolsa de Valores de Lima, las futuras investigaciones deben tratar de diversificar el análisis hacia empresas que quizás no cotizan en bolsa pero que también generan valor financiero y que aplican los conceptos de buen gobierno corporativo.

### **5.3 Contribuciones**

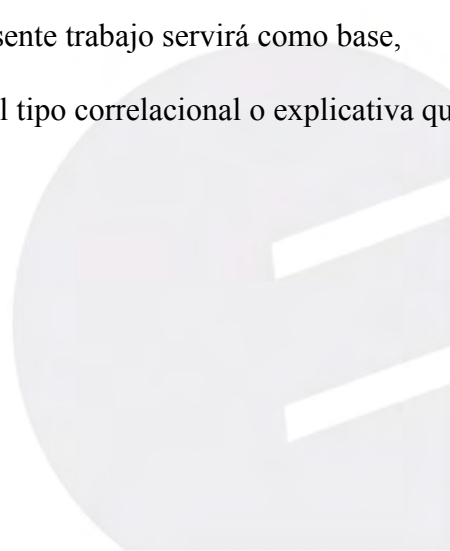
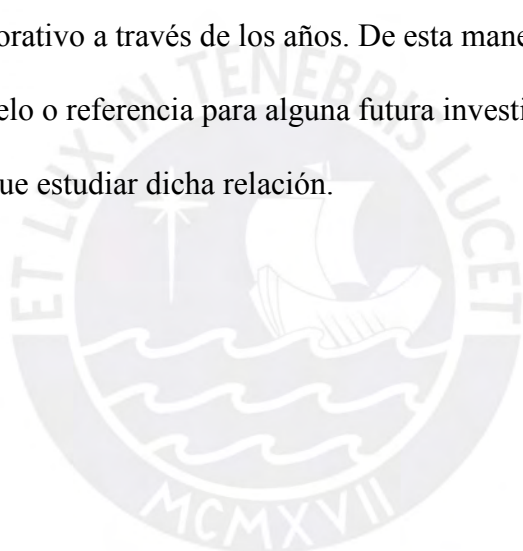
#### **5.3.1 Contribuciones teóricas**

Como se ha visto en la etapa de revisión de literatura, existen estudios pasados enfocados a describir la posible relación que existe entre las prácticas de buen gobierno

corporativo y la creación de valor financiero de las empresas enfocados y/o acotados a un determinado nicho, sector o tipo de empresas. La presente investigación es una de las primeras que buscan estudiar esta relación a un nivel más amplio y general, es decir, sobre un conjunto de empresas más heterogéneo y en un periodo de tiempo que abarca tres años.

### **5.3.2 Contribuciones prácticas**

En el capítulo IV, se mostró de forma práctica no sólo el análisis individual o por separado de las variables de creación de valor financiero y las variables de las buenas prácticas de gobierno corporativo, sino que también un análisis conjunto en que en paralelo se pudieron analizar los niveles de las variables financieras con respecto a los grupos de empresas que cumplían con ciertos principios y pilares del código de buen gobierno corporativo a través de los años. De esta manera, el presente trabajo servirá como base, modelo o referencia para alguna futura investigación del tipo correlacional o explicativa que busque estudiar dicha relación.



## Referencias

- Abdullah, A., & Page, M. (2009). Trends in Governance and Ownership. En *Corporate Governance and Corporate Performance: UK FTSE 350 Companies* (pp. 37-55).  
Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Adams, C. (2002). Internal organizational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorizing. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15 (2), 223-250.
- Agüero, J. (2009). Gobierno Corporativo: una Aproximación al Estado del Debate. *Visión de futuro*, 11 (1). Recuperado de  
[http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1668-87082009000100006&lng=es&tlng=es](http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1668-87082009000100006&lng=es&tlng=es)
- Ahmadjian, C. & Robbins, G. (2005). A Clash of Capitalisms: Foreign Shareholders and Corporate Restructuring in 1990s Japan. *American Sociological Review*, 70 (3), 451-471.
- Ahmed, A. (2011). An Examination of the Principles of Corporate Governance from an Islamic Perspective: Evidence from Pakistan. *Arab Law Quarterly*, 25 (1), 27-50.
- Aragonés, J., & Mascareñas, J. (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Análisis financiero*, 64, 76-89.
- Baca, P., Gil, E., Troncos, C., & Zamudio, A. (2017). El Gobierno Corporativo y el Valor Financiero en el Sector Bancario en el Perú (Tesis de maestría). Recuperada del repositorio digital de Tesis PUCP.
- Baracaldo, N. (2013). Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención del fraude en empresas familiares\* (Aplicación de método de casos). *Cuadernos de Contabilidad*, 14 (35), 581-615.
- Barbachan, A., Flores, J., Salicio, O., & Zamora, E. (2017). *Impacto de las Buenas Prácticas del Gobierno Corporativo en la Generación de Valor Financiero de las Empresas del*

- Sector Retail de las Bolsas de Valores de Brail, Chile, Colombia y México* (Tesis de maestría). Recuperada de <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/8263>
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*.
- Berry, S., Betterton, C., & Karagiannidis, I. (2014). Understanding Weighted Average Cost of Capital: A Pedagogical Application. *Journal of Financial Education*, 115-136.
- Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2009). Sobre el índice de Buen Gobierno Corporativo. *Suplemento Especial de la Bolsa de Valores de Lima*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/ipgc/suplemento.pdf>
- Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2015). *MSCI: Perú se mantiene como mercado emergente*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/empresas/alertas/MSCI%20nota%20en%20web.pdf>
- Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2017). *Concurso Buen Gobierno Corporativo: Metodología de determinación de empresas reconocidas y de la cartera del IBGC*. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/ipgc/Metodologia\\_de\\_determinacion\\_de\\_Empresas\\_reconocidas\\_y\\_de\\_la\\_cartera\\_del\\_IBGC.pdf](http://www.bvl.com.pe/ipgc/Metodologia_de_determinacion_de_Empresas_reconocidas_y_de_la_cartera_del_IBGC.pdf)
- Branco, M., & Rodrigues, L. (2006). Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives. *Journal of Business Ethics*, 69 (2), 111-132.
- Brown, L., & Caylor, M. (2004). Corporate Governance Study: The Correlation between Corporate Governance and Company Performance. *Corporate Governance Study, Institutional Shareholder Services*.
- Buehlmaier, M. (2009). Takeovers and the Media.
- Burneo, K., & Lizarzaburu, E. (2016). Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes: Impacto en la Bolsa de Valores de Lima - BVL. *GCG: Revista de Globalización, Competitividad & Gobernabilidad*, 10 (3), 57-115.

- Chu, M. (2012). *La creación de valor en las finanzas: mitos y paradigmas*. Lima: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- Chung, K. & Pruitt, S. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 23 (3), 70-74.
- Claessens, S. (2006). Corporate Governance and Development. *The World Bank Research Observer*, 21 (1), 91-122.
- Clarke, T. (2005). Accounting for Enron: shareholder value and Stakeholder interests. *Corporate Governance: An international review*, 13 (5), 598-612.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20 (1), 92-117.
- Canyon, M., Judge, W., & Useem, M. (2011). Corporate Governance and the 2008–09 Financial Crisis. *Corporate Governance: An international review*, 19 (5), 399-404.
- Damodaran, A. (2014). *Applied corporate finance* (4th ed.). John Wiley & Sons.
- Davis, J., Schoorman, F., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22 (1), 20-47.
- De Wet, J., & Du Toit, E. (2007). Return on equity: A popular, but flawed measure of corporate financial performance. *South African Journal of Business Management*, 38 (1), 59-69.
- Delgado, I. (2010). Algunas reflexiones sobre el gobierno corporativo. *Dimensión económica, Instituto de Investigaciones Económicas*, 1 (2).
- Denis, D., & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38 (1), 1-56.
- DiMaggio, P., & Powell, W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48 (2), 147-149.



- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, 10 (2), 267-295.
- Duarte, J., & Mascareñas, J. (2013). La eficiencia de los mercados de valores: una revisión. *Análisis Financiero*, 122, 21-35.
- Džaja, J., & Aljinović, Z. (2013). Testing CAPM model on the emerging markets of the Central and Southeastern Europe. *Croatian Operational Research Review*, 4 (1), 164-175.
- Ehikioya, B. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance*, 9 (3), 231-243.
- Escobar, N., Benavides, J., & Perafán, H. (2016). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica. *Cuadernos de Contabilidad*, 17 (43), 203-254.
- Espitia, M. (1986). El ratio "Q" como instrumento de análisis financiero. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 15 (49), 133-156.
- Etikan, I., Abubakar, S., & Sunusi, R. (2016). Comparison of Convenience Sampling and Purposive Sampling. *American Journal of Theoretical and Applied Statistics*, 5(1), 1-4. doi: 10.11648/j.ajtas.20160501.11
- Fabozzi, F., Gupta, F., & Markowitz, H. (2002). The legacy of modern portfolio theory. *The Journal of Investing*, 11 (3), 7-22.
- Federación Iberoamericana de Bolsas [FIAB]. (2016). *Anuario Estadístico 2016*. Recuperado de <http://www.fiabnet.org/anuarios/Anuar-16web.pdf>
- Fernández, J. (2012). Desempeño de las empresas propiedad de sus trabajadores: ¿Un modelo de gobierno corporativo laboral?. *Revista Innovar Journal Revista de Ciencias*

- Administrativas y Sociales*, 22 (43). Recuperado de <https://revistas.unal.edu.co/index.php/innovar/article/view/35507/35886>
- Fernández, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *Universia Business Review*, (6).
- Filatotchev, I., Jackson, G., & Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30 (4), 965-986.
- Freeman, E., & Reed, D. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25 (3), 88-106.
- Freeman, R. (1984). *Strategic management: a stakeholder perspective*. Boston: Pitma.
- Gallén, M., & De Grado, C. (2016). Información de responsabilidad social corporativa y teoría institucional. *Intangible Capital*, 12 (4), 942-977.
- Garay, U., González, G., González, M., & Hernández, Y. (2006). Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. *Estudio IESA*, 24, 1-22.
- Gemmill, G., & Thomas, D. (2004). *Does Governance Affect the Performance of Closed-End Funds?* Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=493282](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493282)
- Globerman, S., Peng, M., & Shapiro, D. (2011). Corporate governance and Asian companies. *Asia Pacific Journal of Management*, 28, 1-14.
- Graham, J., Hazarika, S., & Narasimhan, K. (2011). Financial Distress in the Great Depression. *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 40 (4), 821-844.
- Gruszczynski, M. (2006). Corporate Governance and Financial Performance of Companies in Poland. *International Advances In Economic Research*, 12 (2), 251-259.

- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *Economic Journal*, 105 (430), 678-689. Recuperado de <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/hart-1995.pdf>
- Hassan, R., Marimuthu, M., & Kaur, S. (2015). Diversity, Corporate Governance and Implication on Firm Financial Performance. *Global Business & Management Research*, 7 (2), 28-36.
- Henryani, F., & Kusumastuti, R. (2013). Analysis Of Ownership Structure Effect On Economic Value Added. *Bisnis & Birokrasi*, 20 (3), 171-178.
- Ibarra, A. (2006). Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones financieras o ratios. *Pensamiento & Gestión*, (21), 234-271.
- Indacochea, A. (2000). *Una propuesta para mejorar las prácticas de gobierno corporativo en el Perú*. Recuperado de <https://indacocheanoticias.files.wordpress.com/2013/01/gobierno-corporativo-cladea-03.pdf>
- Jensen, M. (2003). Paying People to Lie: the Truth about the budgeting Process. *European Financial Management*, 9 (3), 379-406.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3 (4), 305-360.
- Kaler, J. (2003). Differentiating Stakeholder Theories. *Journal of Business Ethics*, 46 (1), 71-83.
- Kijewska, A. (2016). Determinants of the return on equity ratio (ROE) on the example of companies from metallurgy and mining sector in Poland. *Metalurgija*, 55 (2), 285-288.
- Koller, T. (1994). What is value-based management? *The McKinsey Quarterly*, (3), 87-102.

- Krafft, J., Qu, Y., Quatraro, F., & Ravix, J. (2014). Corporate Governance, Value and Performance of Firms: New Empirical Results on Convergence from a Large International Database. *Industrial and Corporate Change*, 23 (2), 361-397.
- Krause, M. (2012). The Future Of Corporate Governance in Knowledge-Dispersed companies. *Revista Criterio Libre*, 10 (17), 129-146.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Levine, R. (2004). Finance and growth: theory and evidence. *NBER Working Paper Series*, 10766.
- Lopez, F., & Pereira, M. (2006). Análisis internacional de los códigos de buen gobierno. *Universia Business Review*, (11), 10-21.
- López, G. (2014). Mercado Bursátil Colombiano: Un Análisis para el contexto de Barranquilla. *Saber, Ciencia Y Libertas*, 9 (1), 101.
- Love, I. (2011). Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don't. *The World Bank Research Observer*, 26 (1), 42-70.
- Magnier, V. (2014). Harmonization Process for Effective Corporate Governance in the European Union: From a Historical Perspective to Future Prospects. *Journal Of Law & Society*, 41 (1), 95-120.
- Makki, M., & Lodhi, S. (2013). Impact of Corporate Governance on Financial Performance. *Pakistan Journal Of Social Sciences (PJSS)*, 33 (2), 265-280.
- Malkiel, B. & Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Marnet, O. (2005). Behavior and Rationality in Corporate Governance. *Journal of economic Issues*, 39 (3), 613-632.

- Martínez, I. (2010). Algunas reflexiones sobre el gobierno corporativo. *Dimensión Económica, Instituto de Investigaciones Económicas, 1 (2)*, 1-9.
- Martínez, J., Vaquero, L., Cuadrado, B., & García, I. (2015). El Gobierno Corporativo y la Responsabilidad Social en el Sector Bancario: El papel del consejo de administración. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, 21 (3)*, 129 – 138.
- Maassen, G. (1999). *An International Comparison of Corporate Governance Models*. Amsterdam: Spencer Stuart.
- Matute, G, Fabian L., Pacheco L., Trinidad, O., & Ureta, C. (2010). Gobernabilidad de las empresas familiares peruanas y principios de buen gobierno corporativo. Universidad ESAN.
- Mercedes, E., Ponce, J., Oliveira, M., Rawlins, O., Rivero, C., Miguel, N., ... Ramirez, C. (2015). Evolución de los mercados bursátiles iberoamericanos en la última década. En *El Gobierno Corporativo en Iberoamérica* (pp. 19-46). Madrid: CYAN, Proyectos Editoriales, S.A.
- Meyer, J., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology, 83 (2)*, 340.
- Montoro, C. & Navarro, A. (2010). Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana. *Revista Estudios Económicos, 19 (1)*, 33-45.
- Nyberg, A., Fulmer, I., Gerhart, B., & Carpenter, M. (2010). Agency Theory Revisited: CEO Return and Shareholder Interest Alignment. *The Academy of Management Journal, 53 (5)*, 1029-1049.
- Organisation for Economic Cooperation and Development. (1999). *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD.
- Organisation for Economic Cooperation and Development. (2004). *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD.

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE]. (2004). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. Recuperado de <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Pacala, A. (2012). Corporate Governance: Principles and Regulations. *Journal of Electrical and Electronics Engineering*, 5 (1), 155-158.
- Peng, M., & Delios, A. (2006). What determines the scope of the firm over time and around the world? An Asia Pacific perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 23, 385–405.
- Portalanza, A. (2013). Gobierno Corporativo Una Aproximación Teórica. *Saber, Ciencia Y Libertad*, 8 (1), 117-124.
- Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. (2005). *Corporate finance: Theory and Practice*. England: John Wiley & Sons.
- Quispe, R. (2003). Comportamiento del Mercado de Valores y sus Indicadores Bursátiles (Parte Final). *Actualidad Empresarial*, (39), 11-12. Recuperado de [http://aempresarial.com/servicios/revista/39\\_22\\_aaiymkpffnklexplbweignwttclelppmpykcyjzhonszrppcqlg.pdf](http://aempresarial.com/servicios/revista/39_22_aaiymkpffnklexplbweignwttclelppmpykcyjzhonszrppcqlg.pdf)
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63 (2), 134-139.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2012). *Finanzas Corporativas* (9a ed.). Ed. México DF, México: McGrawHill.
- Rutenberg, J. (1994). Hacia un nuevo paradigma empresario: el potencial de creación de valor. *Alta Gerencia: la dinámica de la economía y la administración*, 4 (28), 131-135.
- Salvioni, D., Gennari, F., & Bosetti, L. (2016). Sustainability and Convergence: The Future of Corporate Governance Systems? *Sustainability*, 8 (11), 1203. doi: 10.3390/su8111203

- Saumure, K., & Given, L. (2008). Convenience sample. The SAGE encyclopedia of qualitative research methods, 124-125. doi: 10.4135/9781412963909.n68
- Scott, W. (2008). Approaching Adulthood: The Maturing of Institutional Theory. *Theory and Society*, 37 (5), 427-442.
- Seki, T. (2005). Legal reform and shareholder activism by institutional investors in Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (3), 377-385.
- Sharma, A., & Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2 (2), 200-220.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Silva, B. (2011). *Metodología de la OCDE para la evaluación de principios de gobiernos corporativos*. Santiago de Chile: Thomson Reuters Puntolex.
- Stickney, C., Weil, R., Shipper, K., Francis, J., & Avolio, B. (2012). *Contabilidad Financiera: Una introducción a conceptos, métodos y usos*. Buenos Aires, Argentina: Cengage Learning Argentina.
- Strange, R., Filatotchev, I., Buck, T., & Wright, M. (2009). Corporate Governance and International Business. *MIR: Management International Review*, 49 (4), 395-407.
- Stubelj, I., Dolenc, P., & Jerman, M. (2014). Estimating WACC for Regulated Industries on Developing Financial Markets and in Times of Market Uncertainty. *Managing Global Transitions: International Research Journal*, 12 (1), 55-77.
- Superintendencia de Mercado de Valores [SMV]. (2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/GobCorporativo2013.pdf>
- Tarziján, J., & Paredes, R. (2005). Gobierno y control corporativo. En *Organización industrial para la estrategia empresarial* (pp. 47-63). Argentina: Prentice Hall.

- Thomas, M. (2002). Gobierno Corporativo en los Estados Unidos a comienzos del Siglo XXI Y su posición en el ámbito global. *Revista Chilena De Derecho*, 29 (3), 661-671.
- Tourani, A., & Ingley, C. (2011). *Handbook on Emerging Issues in Corporate Governance*. World Scientific.
- Van, J., & Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera* (13th ed.). Estado de México, México: Pearson Educación.
- Vera, M. (2000). EVA y CVA como medidas de la creación de valor de un negocio “Una introducción”. *Revista Tendencias*, 1 (1).
- Wasserman, N. (2006). Stewards, Agents, and the Founder Discount: Executive Compensation in New Ventures. *The Academy of Management Journal*, 49 (5), 960-976.
- Yoshikawa, T., & McGuire, J. (2008). Change and continuity in japanese corporate governance. *Asia Pacific Journal of Management*, 25 (1), 5-24.
- Zucker, L. (1977). The Role of Institutionalization in Cultural Persistence. *American Sociological Review*, 42 (5), 726-743.
- Zulfikar, R., Lukviarman, N., & Suhardjanto, D. (2014). Banking Regulation And Financial Performance (Institutional Theory Perspective). *CLEAR International Journal Of Research In Commerce & Management*, 8 (2), 7-10.



**Apéndice A: Número de Empresas con Valores Financieros Inscritos por Mes y Sector  
en la Bolsa de Valores de Lima para los Años 2014, 2015 y 2016**

Sector	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14	nov-14	dic-14
Administradoras de Fondos de Pensiones	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4	4
Bancos y Financieras	37	37	37	37	36	36	36	36	35	35	36	36
Diversas	71	71	71	72	72	72	71	70	70	70	72	73
Agrario	21	21	20	19	19	19	18	18	18	18	18	18
Industriales	49	49	49	48	48	48	49	49	49	49	48	48
Juniors	17	17	17	16	16	16	16	16	15	15	15	15
Mineras	27	27	27	27	27	27	27	27	27	26	27	27
Servicios Públicos	31	31	31	30	30	30	30	28	28	28	27	26
Seguros	16	16	16	17	17	18	18	18	18	18	18	18
Fondos de Inversión	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Otras Instituciones	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Total</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	<b>283</b>	<b>281</b>	<b>280</b>	<b>280</b>	<b>279</b>	<b>276</b>	<b>274</b>	<b>273</b>	<b>275</b>	<b>275</b>

Sector	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15	oct-15	nov-15	dic-15
Administradoras de Fondos de Pensiones	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Bancos y Financieras	36	36	36	35	35	35	37	37	37	37	37	37
Diversas	73	73	73	74	74	74	73	74	76	77	76	77
Agrario	18	19	19	19	19	20	20	20	20	20	20	20
Industriales	48	48	48	48	46	45	45	45	45	45	45	45
Juniors	15	15	15	14	14	14	14	14	13	13	12	12
Mineras	27	27	27	27	26	25	25	25	24	24	25	25
Servicios Públicos	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	27
Seguros	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	19	19
Fondos de Inversión	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Otras Instituciones	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Total</b>	<b>275</b>	<b>276</b>	<b>276</b>	<b>275</b>	<b>272</b>	<b>271</b>	<b>272</b>	<b>273</b>	<b>273</b>	<b>274</b>	<b>274</b>	<b>276</b>

Sector	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16
Administradoras de Fondos de Pensiones	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Bancos y Financieras	37	36	36	36	36	36	36	36	36	37	37	39
Diversas	80	81	81	80	82	81	82	84	84	84	86	87
Agrario	20	20	20	20	20	19	19	19	19	19	19	19
Industriales	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Juniors	12	12	11	10	9	9	9	9	10	10	9	9
Mineras	25	25	24	24	24	24	24	24	24	24	25	25
Servicios Públicos	27	27	27	27	27	26	25	25	25	25	25	25
Seguros	19	19	19	20	21	21	21	21	21	21	21	21
Fondos de Inversión	9	10	10	10	10	10	10	9	9	8	8	8
Otras Instituciones	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Total</b>	<b>279</b>	<b>280</b>	<b>278</b>	<b>277</b>	<b>279</b>	<b>276</b>	<b>276</b>	<b>277</b>	<b>278</b>	<b>278</b>	<b>280</b>	<b>283</b>

**Apéndice B: Listado de Empresas con Buen Gobierno Corporativo según la BVL (cierres 2014 al 2016)**

2014	2015	2016
AFP Integra	AFP Habitat	AFP Integra
Corporación Lindley	Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE
Profuturo AFP	Refinería La Pampilla	Refinería La Pampilla
AFP Habitat	AFP Integra	AFP Habitat
Credicorp Ltd.	Credicorp Ltd.	Credicorp Ltd.
Refinería La Pampilla	Rimac Seguros y Reaseguros	Rimac Seguros y Reaseguros
Alicorp	Alicorp	Alicorp
DIVISO Grupo Financiero	Crediscotia Financiera	Crediscotia Financiera
Rimac Seguros y Reaseguros	Scotiabank Perú	Scotiabank Perú
BBVA Banco Continental	Banco Ripley Perú	Banco Ripley Perú
Edegel	Diviso Grupo Financiero	Diviso Grupo Financiero
Seguros SURA	Seguros SURA	Seguros SURA
Cavali I.C.L.V.	BBVA Banco Continental	BBVA Banco Continental
Empresa Electricidad del Perú	Ferreycorp	Ferreycorp
Sociedad Minera El Brocal	Sociedad Minera El Brocal	Telefónica del Perú
Cementos Pacasmayo	Cavali I.C.L.V.	Cavali I.C.L.V.
Ferreycorp	Graña y Montero	Financiera Credinka
Telefónica del Perú	Telefónica del Perú	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston
Compañía de Minas Buenaventura	Cementos Pacasmayo	Cementos Pacasmayo
Graña y Montero	Pesquera Exalmar	Graña y Montero
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston	Compañía de Minas Buenaventura
Compañía Minera Milpo	Compañía de Minas Buenaventura	Prima AFP
Manufactura de Metales y Aluminio	Prima AFP	Compañía Minera Milpo
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	Compañía Minera Milpo	Profuturo AFP
Prima AFP	Profuturo AFP	

**Apéndice C: Ranking de Acciones por Frecuencia, Operaciones, Monto Negociado y Capitalización Bursátil de la BVL para Junio y Diciembre del 2014 al 2016**

Junio 2014			Por operaciones			Por monto negociado			Por capitalización bursátil		
Por frecuencia	Frec.		Nº Op.	%		Dólares	%		Dólares	%	
ALICORC1	100.00%	RIO	1,585	11.41%	FERREYC1	21,654,187	10.84%	SCCO	26,750,185,641	21.32%	
ATACOBC1	100.00%	VOLCABC1	1,207	8.69%	GRAMONC1	20,842,602	10.44%	BAP	14,643,416,483	11.67%	
BAP	100.00%	ATACOBC1	1,002	7.21%	CONTINC1	19,831,982	9.93%	CREDITC1	8,686,490,302	6.92%	
BVN	100.00%	MILPOC1	657	4.73%	IFS	13,682,392	6.85%	CVERDEC1	8,089,794,437	6.45%	
CASAGRC1	100.00%	GRAMONC1	601	4.33%	RIO	11,368,870	5.69%	CONTINC1	5,546,853,683	4.42%	
CONTINC1	100.00%	BVN	580	4.17%	ALICORC1	11,215,841	5.62%	BACKUAC1	3,299,874,694	2.63%	
CORAREI1	100.00%	RELAPAC1	562	4.04%	MILPOC1	10,334,436	5.18%	BUENAVC1	3,112,146,640	2.48%	
CVERDEC1	100.00%	MINSURI1	537	3.86%	VOLCABC1	8,086,049	4.05%	TELEFBC1	3,096,034,155	2.47%	
FERREYC1	100.00%	TV	456	3.28%	BAP	8,062,538	4.04%	IFS	3,064,033,711	2.44%	
GRAMONC1	100.00%	CONTINC1	403	2.90%	CVERDEC1	7,124,459	3.57%	SCOTIAC1	2,949,182,564	2.35%	
LUSURC1	100.00%	MPLE	402	2.89%	MINSURI1	6,272,233	3.14%	SHPC1	2,572,755,395	2.05%	
MILPOC1	100.00%	FERREYC1	373	2.68%	SCOTIAC1	6,162,175	3.09%	INTERBC1	2,507,626,083	2.00%	
MINSURI1	100.00%	SUE	347	2.50%	UNACEMC1	5,296,174	2.65%	BACKUSI1	2,491,626,878	1.99%	
MPLE	100.00%	CASAGRC1	314	2.26%	CPACASC1	4,272,837	2.14%	ALICORC1	2,487,112,867	1.98%	
RELAPAC1	100.00%	SIDERC1	299	2.15%	LUSURC1	3,727,911	1.87%	GRAMONC1	2,357,334,964	1.88%	
RIO	100.00%	LGC	295	2.12%	ATACOBC1	3,313,094	1.66%	EDEGELC1	2,187,176,838	1.74%	
TEF	100.00%	PML	264	1.90%	BVN	2,772,854	1.39%	ENERSUC1	2,036,067,037	1.62%	
TELEFBC1	100.00%	CPACASC1	261	1.88%	RELAPAC1	2,762,793	1.38%	UNACEMC1	1,940,521,874	1.55%	
TV	100.00%	CVERDEC1	244	1.76%	SUE	2,591,060	1.30%	FALABEC1	1,876,201,162	1.50%	
VOLCABC1	100.00%	LUSURC1	243	1.75%	CORLINI1	2,543,777	1.27%	INRETC1	1,670,618,934	1.33%	
CPACASC1	95.24%	UNACEMC1	243	1.75%	TV	2,490,940	1.25%	LUSURC1	1,599,983,076	1.28%	
SIDERC1	95.24%	CORAREI1	234	1.68%	MPLE	2,146,210	1.07%	MILPOC1	1,122,641,390	0.89%	
UNACEMC1	95.24%	ALICORC1	210	1.51%	SPY	2,074,208	1.04%	EDELNOC1	1,106,083,898	0.88%	
DNT	90.48%	DNT	171	1.23%	ENERSUC1	1,481,786	0.74%	VOLCAAC1	962,547,862	0.77%	
IFS	90.48%	BAP	155	1.12%	INRETC1	1,472,290	0.74%	VOLCABC1	959,811,923	0.76%	
PML	90.48%	MIRL	137	0.99%	EDEGELC1	1,277,698	0.64%	CPACASC1	897,790,284	0.72%	
LGC	85.71%	TELEFBC1	137	0.99%	CORAREI1	1,261,362	0.63%	SPCCPI1	772,491,588	0.62%	
SUE	85.71%	CREDITC1	127	0.91%	CASAGRC1	1,032,257	0.52%	FVI	698,862,000	0.56%	
AUSTRAC1	80.95%	TEF	120	0.86%	PML	938,088	0.47%	INTCOBC1	670,585,120	0.53%	
CREDITC1	80.95%	BROCALC1	112	0.81%	AUSTRAC1	912,869	0.46%	FERREYC1	641,404,105	0.51%	
BACKUSI1	76.19%	IFS	112	0.81%	EDELNOC1	889,588	0.45%	MINSURI1	600,625,525	0.48%	
MIRL	76.19%	AUSTRAC1	94	0.68%	SIDERC1	836,702	0.42%	SAGAC1	508,928,571	0.41%	
BROCALC1	66.67%	BACKUSI1	82	0.59%	BACKUSI1	802,790	0.40%	INVCENC1	500,000,000	0.40%	
EDEGELC1	66.67%	EDELNOC1	81	0.58%	CREDITC1	712,556	0.36%	RIMSEGC1	444,000,000	0.35%	
INRETC1	66.67%	SCOTIAC1	75	0.54%	LGC	691,535	0.35%	BROCALC1	412,176,116	0.33%	
SCOTIAC1	66.67%	POMALCC1	62	0.45%	AIHC1	660,157	0.33%	RIO	407,071,669	0.32%	
MINCORI1	61.90%	SCCO	56	0.40%	SCCO	643,106	0.32%	SNJUANC1	391,886,119	0.31%	
SCCO	61.90%	CORAREC1	55	0.40%	BROCALC1	587,051	0.29%	SUE	388,552,915	0.31%	
BPZ	57.14%	CORLINI1	54	0.39%	EXALMC1	530,922	0.27%	ELCOMI1	335,584,481	0.27%	
CORAREC1	57.14%	EDEGELC1	54	0.39%	INVCENC1	434,946	0.22%	INTURSC1	288,106,125	0.23%	
EDELNOC1	57.14%	MOROCOI1	54	0.39%	CORAREC1	400,364	0.20%	TV	287,895,582	0.23%	
CORLINI1	52.38%	TUMANC1	53	0.38%	MIRL	371,863	0.19%	CORAREC1	272,471,032	0.22%	
ENERSUC1	52.38%	ENERSUC1	49	0.35%	BUENAVC1	370,531	0.19%	SMT	243,302,928	0.19%	
INTERBC1	52.38%	INTERBC1	49	0.35%	TEF	356,347	0.18%	CASAGRC1	234,051,714	0.19%	
POMALCC1	52.38%	ALT	41	0.30%	PARAMOC1	329,443	0.16%	PSUIZAC1	228,637,693	0.18%	
RIMSEGC1	52.38%	INRETC1	36	0.26%	BROCALI1	321,532	0.16%	ACPCORC1	203,707,740	0.16%	
CAUCHOI1	42.86%	BPZ	34	0.24%	DNT	310,503	0.16%	AUSTRAC1	203,502,557	0.16%	
HIDRA2C1	42.86%	MINCORI1	31	0.22%	TELEFBC1	282,683	0.14%	SEDAPBC1	195,953,214	0.16%	
INVCENC1	42.86%	INVCENC1	30	0.22%	BPZ	265,128	0.13%	BIFC1	175,755,557	0.14%	
LAREDOC1	42.86%	CAUCHOI1	29	0.21%	FICOIF7	239,530	0.12%	SIDERC1	175,416,912	0.14%	
		Total Mdo.	13,895	100.00	Total Mdo.	199,673,090	100.00%	Total Mdo.	125,469,035,551	100.00%	

Diciembre 2014										
Por frecuencia		Por operaciones			Por monto negociado		Por capitalización bursátil			
	Frec.		Nº Op.	%		Dólares	%		Dólares	%
BVN	100.00%	RIO	996	10.33%	LUSURC1	75,570,630	19.75%	SCCO	25,034,069,234	20.73%
CASAGRC1	100.00%	VOLCABC1	851	8.83%	INRETC1	30,746,631	8.04%	BAP	15,138,923,647	12.54%
MILPOC1	100.00%	CASAGRC1	505	5.24%	ALICORC1	27,471,592	7.18%	CVERDEC1	8,401,344,288	6.96%
RELAPAC1	100.00%	CPACASC1	419	4.35%	MINSURII	26,401,896	6.90%	CREDITC1	8,392,842,426	6.95%
TELEFBC1	100.00%	GRAMONC1	419	4.35%	GRAMONC1	20,997,940	5.49%	CONTINC1	5,052,332,134	4.18%
VOLCABC1	100.00%	CONTINC1	416	4.32%	CPACASC1	18,646,759	4.87%	IFS	3,438,570,266	2.85%
ALICORC1	95.24%	RELAPAC1	381	3.95%	IFS	18,094,593	4.73%	SCOTIAC1	3,067,097,335	2.54%
BAP	95.24%	LUSURC1	350	3.63%	EDELNOC1	14,257,395	3.73%	BACKUAC1	3,033,715,597	2.51%
CONTINC1	95.24%	FERREYC1	316	3.28%	CONTINC1	13,560,606	3.54%	TELEFBC1	2,990,850,887	2.48%
CORAREII	95.24%	MILPOC1	300	3.11%	MILPOC1	11,958,845	3.13%	BUENAVC1	2,902,535,844	2.40%
IFS	95.24%	UNACEMC1	251	2.60%	CORLINII	11,718,282	3.06%	EDEGELC1	2,878,600,143	2.38%
MINSURII	95.24%	MPLC1	250	2.59%	FERREYC1	11,639,002	3.04%	FALABEC1	2,461,415,179	2.04%
RIO	95.24%	ATACOB1	248	2.57%	INTINDII	11,488,427	3.00%	INTERBC1	2,442,260,261	2.02%
UNACEMC1	95.24%	ALICORC1	247	2.56%	CORAREC1	8,034,840	2.10%	BACKUSII	2,325,327,819	1.93%
CPACASC1	90.48%	CVERDEC1	225	2.33%	ENERSUC1	7,729,322	2.02%	ENERSUC1	2,072,995,687	1.72%
CVERDEC1	90.48%	BVN	220	2.28%	RIO	7,116,575	1.86%	ALICORC1	2,015,908,035	1.67%
FERREYC1	90.48%	CORAREII	218	2.26%	VOLCABC1	6,411,980	1.68%	INRETC1	1,891,654,670	1.57%
GRAMONC1	90.48%	MINSURII	212	2.20%	UNACEMC1	6,402,078	1.67%	LUSURC1	1,764,954,266	1.46%
LUSURC1	90.48%	IFS	177	1.84%	EDEGELC1	6,323,850	1.65%	UNACEMC1	1,614,543,168	1.34%
SCOTIAC1	85.71%	PML	173	1.79%	BAP	5,907,466	1.54%	GRAMONC1	1,603,745,152	1.33%
BROCALC1	80.95%	BAP	169	1.75%	CVERDEC1	5,497,230	1.44%	SHPC1	1,440,557,913	1.19%
EDEGELC1	80.95%	EDEGELC1	156	1.62%	CASAGRC1	4,118,725	1.08%	EDELNOC1	1,282,256,827	1.06%
ENERSUC1	80.95%	BROCALC1	145	1.50%	SCOTIAC1	3,722,198	0.97%	MILPOC1	1,091,456,907	0.90%
INRETC1	80.95%	EDELNOC1	138	1.43%	BROCALC1	2,349,011	0.61%	CPACASC1	942,686,024	0.78%
ATACOB1	76.19%	SCOTIAC1	123	1.28%	CREDITC1	2,123,687	0.56%	VOLCAAC1	819,987,225	0.68%
CREDITC1	76.19%	CREDITC1	107	1.11%	LAREDOC1	1,869,131	0.49%	RIO	807,265,073	0.67%
BACKUSII	71.43%	ENERSUC1	107	1.11%	ATACOB1	1,447,389	0.38%	INTCOBC1	670,585,120	0.56%
EDELNOC1	71.43%	INRETC1	100	1.04%	ETNAII	1,409,313	0.37%	SPCCPII	616,846,661	0.51%
PML	71.43%	TELEFBC1	88	0.91%	BVN	1,374,420	0.36%	VOLCABC1	588,712,680	0.49%
SIDERC1	71.43%	SIDERC1	87	0.90%	BACKUSII	1,329,069	0.35%	MINSURII	578,916,169	0.48%
TV	71.43%	TEF	87	0.90%	CAVALIC1	1,202,310	0.31%	FVI	569,100,566	0.47%
MINCORII	66.67%	TV	82	0.85%	CORAREII	1,154,802	0.30%	FERREYC1	549,935,959	0.46%
SCCO	66.67%	BACKUSII	76	0.79%	RELAPAC1	1,068,329	0.28%	SAGAC1	548,025,435	0.45%
TEF	66.67%	BPZ	76	0.79%	DIVIC1	958,144	0.25%	INVENC1	448,500,669	0.38%
LUISAI	57.14%	SCCO	53	0.55%	FICOIF7	904,740	0.24%	RIMSEGC1	455,783,133	0.37%
RIMSEGC1	57.14%	LUISAI	46	0.48%	ELCOMI	854,344	0.22%	BROCALC1	439,387,663	0.36%
POMALCC1	52.38%	AUSTRAC1	44	0.46%	RIMSEGC1	843,364	0.22%	SNJUANC1	412,991,715	0.34%
AUSTRAC1	47.62%	POMALCC1	44	0.46%	INDECOI	829,027	0.22%	ELCOMI	355,234,700	0.29%
BPZ	47.62%	LGC	41	0.43%	INTERBC1	705,765	0.18%	INTURSC1	269,978,966	0.22%
VEM	42.86%	MINCORII	39	0.40%	POSITIC1	642,329	0.17%	TV	261,747,435	0.22%
INDECOI	38.10%	CORAREC1	35	0.36%	SPY	614,499	0.16%	CORAREC1	242,718,836	0.20%
RAURAI	38.10%	RIMSEGC1	33	0.34%	AUSTRAC1	535,667	0.14%	PSUIZAC1	241,025,950	0.20%
ALICORII	33.33%	RAURAI	32	0.33%	ELPIUBC1	464,270	0.12%	MINCORC1	223,808,887	0.19%
CORAREC1	33.33%	POSITIC1	31	0.32%	SCCO	453,200	0.12%	SMT	220,944,540	0.18%
ETNAII	33.33%	MIRL	30	0.31%	PML	365,008	0.10%	CASAGRC1	211,432,103	0.18%
LGC	33.33%	VEM	29	0.30%	MPLC1	325,329	0.09%	QUIMPAC1	205,810,777	0.17%
CARTAVC1	28.57%	TUMANC1	24	0.25%	INVENC1	307,596	0.08%	SEDAPBC1	183,624,163	0.15%
CORLINII	28.57%	HIDRA2C1	17	0.18%	ALICORII	264,379	0.07%	EDYFIAC1	178,418,909	0.15%
FICOIF7	28.57%	INDECOI	17	0.18%	ASJUANC1	263,950	0.07%	AUSTRAC1	166,427,794	0.14%
INTERBC1	28.57%	INTERBC1	17	0.18%	EXSAII	254,235	0.07%	BIFC1	164,697,309	0.14%
		Total Mdo.	9,639	100.00%	Total Mdo.	382,556,284	100.00%	Total Mdo.	120,763,041,940	100.00%

Junio 2015										
Por frecuencia		Por operaciones			Por monto negociado			Por capitalización bursátil		
	Frec.		Nº Op.	%		Dólares	%		Dólares	%
BAP	100.00%	VOLCABC1	781	11.05%	IFS	24,734,666	19.75%	SCCO	26,360,963,363	23.50%
CASAGRC1	100.00%	MILPOC1	546	7.72%	BAP	16,708,711	13.34%	BAP	13,119,142,063	11.69%
CPACASC1	100.00%	MIRL	374	5.29%	MILPOC1	10,077,650	8.05%	CVERDEC1	8,296,327,484	7.40%
EDEGELC1	100.00%	THO	363	5.13%	VOLCABC1	6,926,314	5.53%	CREDITC1	8,289,084,996	7.39%
RELAPAC1	100.00%	CPACASC1	360	5.09%	INRETC1	6,169,998	4.93%	CONTINC1	4,259,088,080	3.80%
TELEFBC1	100.00%	MINSURII	285	4.03%	ALICORC1	5,216,285	4.17%	IFS	3,336,770,488	2.97%
THO	100.00%	GRAMONC1	272	3.85%	CPACASC1	5,126,399	4.09%	BACKUAC1	2,902,045,525	2.59%
VOLCABC1	100.00%	BAP	265	3.75%	AIHC1	5,022,827	4.01%	BUENAVC1	2,865,062,122	2.55%
ALICORC1	95.24%	ATACOB1	261	3.69%	AUSTRAC1	4,637,460	3.70%	FALABEC1	2,693,370,902	2.40%
BVN	95.24%	CONTINC1	254	3.59%	THO	4,626,942	3.70%	EDEGELC1	2,654,608,559	2.37%
CONTINC1	95.24%	ALICORC1	236	3.34%	EXALMC1	4,107,518	3.28%	SCOTIAC1	2,595,745,763	2.31%
LUSURC1	95.24%	FERREYC1	210	2.97%	UNACEMC1	3,554,912	2.84%	INTERBC1	2,492,789,929	2.22%
MILPOC1	95.24%	UNACEMC1	203	2.87%	GRAMONC1	2,340,054	1.87%	BACKUSII	2,333,016,761	2.08%
TEF	95.24%	LUSURC1	194	2.74%	BVN	2,123,239	1.70%	TELEFBC1	1,961,574,886	1.75%
ATACOB1	90.48%	IFS	173	2.45%	MINSURII	2,104,682	1.68%	ENERSUC1	1,706,821,223	1.52%
CORAREII	90.48%	TELEFBC1	152	2.15%	CONTINC1	1,915,224	1.53%	LUSURC1	1,704,560,144	1.52%
GRAMONC1	90.48%	EDEGELC1	144	2.04%	SCCO	1,708,536	1.36%	ALICORC1	1,603,011,790	1.43%
MINSURII	90.48%	CORAREII	142	2.01%	FERREYC1	1,404,207	1.12%	INRETC1	1,490,706,126	1.33%
IFS	85.71%	TEF	134	1.90%	EDEGELC1	1,067,310	0.85%	UNACEMC1	1,277,325,255	1.14%
UNACEMC1	85.71%	CASAGRC1	129	1.82%	CVERDEC1	1,061,624	0.85%	SHPC1	1,208,317,107	1.08%
SCCO	80.95%	BVN	122	1.73%	SPY	1,001,804	0.80%	EDELNOC1	1,135,761,714	1.01%
CREDITC1	76.19%	RELAPAC1	108	1.53%	EDELNOC1	913,281	0.73%	MILPOC1	1,082,163,518	0.96%
MIRL	76.19%	CREDITC1	107	1.51%	AMZN	893,741	0.71%	VOLCAAC1	968,407,241	0.86%
TV	76.19%	TV	105	1.49%	ENERSUC1	751,555	0.60%	GRAMONC1	947,097,050	0.84%
BACKUSII	71.43%	CVERDEC1	99	1.40%	ATACOB1	750,788	0.60%	CPACASC1	854,763,022	0.76%
CVERDEC1	71.43%	BACKUSII	77	1.09%	LUSURC1	671,218	0.54%	INTCOBC1	804,702,144	0.72%
INRETC1	71.43%	INRETC1	77	1.09%	MIRL	645,123	0.52%	SAGAC1	555,029,959	0.49%
EDELNOC1	66.67%	EDELNOC1	67	0.95%	EDUNASC1	613,768	0.49%	VOLCABC1	539,328,393	0.48%
FERREYC1	66.67%	MILPOII	62	0.88%	BUENAVC1	574,111	0.46%	SPCCPII	506,198,740	0.45%
ENERSUC1	61.90%	SIDERC1	61	0.86%	QQQ	546,075	0.44%	RIMSEG1	499,337,748	0.45%
SIDERC1	52.38%	BROCALC1	51	0.72%	FICOIF5	525,503	0.42%	FERREYC1	454,223,709	0.40%
VOLCAAC1	47.62%	ENERSUC1	44	0.62%	CREDITC1	484,915	0.39%	SNJUANC1	449,581,019	0.40%
MILPOII	42.86%	SCCO	41	0.58%	TV	456,640	0.36%	INVENC1	411,226,742	0.37%
FICOIF5	38.10%	POMALCC1	35	0.50%	C	452,694	0.36%	MINSURII	393,977,008	0.35%
POMALCC1	38.10%	VOLCAAC1	27	0.38%	CASAGRC1	363,538	0.29%	ELCONEII	329,246,486	0.29%
SCOTIAC1	38.10%	SCOTIAC1	26	0.37%	CORAREC1	360,884	0.29%	BROCALC1	307,565,426	0.27%
SNJACI1	38.10%	PML	24	0.34%	CORAREII	308,561	0.25%	TV	228,242,282	0.20%
BUENAVC1	33.33%	CORAREC1	22	0.31%	SCOTIAC1	298,051	0.24%	PSUIZAC1	227,116,222	0.20%
CORAREC1	33.33%	CORLINII	21	0.30%	MAPVIDC1	262,883	0.21%	BVLAC1	214,986,998	0.19%
LAREDOC1	33.33%	DNT	21	0.30%	FICOCMP1	252,260	0.20%	SMT	195,950,409	0.17%
SPY	33.33%	PODERC1	17	0.24%	TEF	250,854	0.20%	QUIMPAC1	181,269,728	0.16%
AUSTRAC1	28.57%	INTERBC1	16	0.23%	RELAPAC1	206,110	0.16%	BIFC1	179,256,651	0.16%
BROCALC1	28.57%	BUENAVC1	15	0.21%	CPACASII	205,329	0.16%	SEDAPBC1	173,027,121	0.15%
EXSAII	28.57%	HIDRA2C1	15	0.21%	BACKUSII	199,287	0.16%	EDYFIAC1	168,122,264	0.15%
PML	28.57%	LAREDOC1	15	0.21%	POSITIC1	184,091	0.15%	CORAREC1	160,395,015	0.14%
C	23.81%	AUSTRAC1	14	0.20%	BBVA	178,947	0.14%	FINANCC1	154,461,625	0.14%
CARTAVC1	23.81%	CARTAVC1	14	0.20%	TELEFBC1	166,613	0.13%	CASAGRC1	151,414,991	0.13%
PODERC1	23.81%	EXSAII	14	0.20%	VOLCAAC1	143,614	0.11%	COFIDCC1	147,971,434	0.13%
POSITIC1	23.81%	MINCORII	14	0.20%	DIA	140,166	0.11%	GNBC1	147,562,334	0.13%
RAURAI	23.81%	SNJACI1	11	0.16%	GOODYEII	130,410	0.10%	MIBANAC1	144,049,297	0.13%
		Total Mdo.	7,070	100.00%	Total Mdo.	125,214,651	100.00%	Total Mdo.	112,187,313,861	100.00%

Diciembre 2015														
Por frecuencia		Por operaciones			Por monto negociado			Por capitalización bursátil						
	Frec.		Nº Op.	%		Dólares	%		Dólares	%				
CASAGRC1	100.00%	VOLCABC1	732	17.22%	ACPRIC1	9,009,280	10.13%	SCCO	23,441,796,279	25.86%				
RELAPAC1	100.00%	MINSURII	330	7.76%	ENERSUC1	8,078,123	9.08%	BAP	9,240,028,834	10.19%				
TELEFBC1	100.00%	ATACOBC1	182	4.28%	CPACASC1	7,033,877	7.91%	CREDITC1	6,612,320,948	7.29%				
VOLCABC1	100.00%	GRAMONC1	167	3.93%	ALICORC1	5,716,923	6.43%	CVERDEC1	5,075,812,174	5.60%				
BAP	95.24%	IFS	159	3.74%	IFS	5,482,709	6.16%	CONTINC1	3,086,380,053	3.40%				
CPACASC1	95.24%	CONTINC1	157	3.69%	FERREYC1	5,271,764	5.93%	BACKUAC1	2,880,329,325	3.18%				
GRAMONC1	95.24%	FERREYC1	154	3.62%	BAP	4,213,021	4.74%	IFS	2,573,272,156	2.84%				
CONTINC1	90.48%	BAP	153	3.60%	GRAMONC1	4,010,403	4.51%	SCOTIAC1	2,507,350,699	2.77%				
IFS	90.48%	CVERDEC1	142	3.34%	EDELNOC1	3,620,461	4.07%	INTERBC1	2,177,933,124	2.40%				
FERREYC1	85.71%	CORAREII	122	2.87%	MILPOC1	2,892,927	3.25%	BACKUSII	2,138,708,626	2.36%				
SCCO	85.71%	LUSURC1	121	2.85%	SCOTIAC1	2,663,185	2.99%	EDEGELC1	2,072,288,360	2.29%				
ALICORC1	80.95%	CPACASC1	119	2.80%	INRETC1	2,634,108	2.96%	THO	1,920,868,204	2.12%				
BVN	80.95%	RELAPAC1	115	2.71%	EXALMC1	2,206,709	2.48%	FALABEC1	1,613,426,470	1.78%				
LUSURC1	76.19%	BVN	108	2.54%	VOLCABC1	2,122,580	2.39%	ALICORC1	1,441,605,410	1.59%				
TEF	76.19%	TELEFBC1	104	2.45%	CVERDEC1	2,052,144	2.31%	INRETC1	1,439,302,466	1.59%				
CORAREII	71.43%	ALICORC1	100	2.35%	CONTINC1	1,612,199	1.81%	ENERSUC1	1,429,102,857	1.58%				
CVERDEC1	71.43%	INRETC1	95	2.24%	FICOCMP1	1,559,120	1.75%	TELEFBC1	1,373,576,739	1.52%				
FICOIF5	66.67%	BROCALC1	88	2.07%	BROCALC1	1,401,667	1.58%	LUSURC1	1,307,204,062	1.44%				
INRETC1	66.67%	BACKUSII	76	1.79%	RIMSEGC1	1,400,622	1.57%	BUENAVC1	1,129,076,995	1.25%				
MINSURII	66.67%	CREDITC1	70	1.65%	FICOIF5	1,295,606	1.46%	SHPC1	1,124,123,088	1.24%				
SCOTIAC1	66.67%	CASAGRC1	65	1.53%	FICOIF7	1,072,932	1.21%	EDELNOC1	927,355,524	1.02%				
THO	66.67%	TEF	62	1.46%	CORAREII	982,734	1.10%	UNACEMC1	821,198,707	0.91%				
BACKUSII	61.90%	SCCO	60	1.41%	MINSURII	952,729	1.07%	INTCOBC1	804,702,144	0.89%				
CREDITC1	61.90%	THO	60	1.41%	ATACOBC1	917,182	1.03%	CPACASC1	779,611,969	0.86%				
EDEGELC1	61.90%	EDEGELC1	57	1.34%	BVN	896,202	1.01%	MILPOC1	614,815,098	0.68%				
UNACEMC1	61.90%	UNACEMC1	56	1.32%	SCCO	895,874	1.01%	VOLCAAC1	522,347,620	0.58%				
BROCALC1	57.14%	MILPOC1	52	1.22%	CREDITC1	797,713	0.90%	SNJUANC1	463,076,634	0.51%				
EDELNOC1	57.14%	SCOTIAC1	47	1.11%	GLD	734,403	0.83%	INVENC1	407,450,228	0.45%				
POMALCC1	57.14%	TV	39	0.92%	THO	715,630	0.80%	FERREYC1	401,742,860	0.44%				
CORAREC1	52.38%	PPX	37	0.87%	UNACEMC1	711,757	0.80%	GRAMONC1	381,489,208	0.42%				
MILPOC1	52.38%	POMALCC1	31	0.73%	EFA	434,452	0.49%	RIMSEGC1	381,164,735	0.42%				
PPX	47.62%	ENERSUC1	30	0.71%	QQQ	407,700	0.46%	SAGAC1	374,064,838	0.41%				
ENERSUC1	42.86%	EDELNOC1	29	0.68%	SPY	356,225	0.40%	MIBANC1	295,920,920	0.33%				
PML	42.86%	PML	29	0.68%	COCESUC1	351,525	0.40%	SPCCPH1	270,373,746	0.30%				
ATACOBC1	38.10%	CORAREC1	25	0.59%	HEZU	341,586	0.38%	PSUIZAC1	211,291,049	0.23%				
BACKUAC1	38.10%	PODERC1	19	0.45%	FICOCMP4	329,205	0.37%	SMT	195,950,409	0.22%				
BVLAC1	38.10%	HIDRA2C1	18	0.42%	MINCORI1	298,986	0.34%	ELCOMEI1	193,652,831	0.21%				
TV	33.33%	RAURAI1	18	0.42%	AIHC1	298,772	0.34%	BVLAC1	188,006,555	0.21%				
PODERC1	28.57%	FICOIF5	16	0.38%	CASAGRC1	262,554	0.30%	BROCALC1	176,082,863	0.19%				
MODIANI1	23.81%	SIDERC1	14	0.33%	LUSURC1	255,228	0.29%	QUIMPAC1	168,639,081	0.19%				
SIDERC1	23.81%	BVLAC1	13	0.31%	PML	202,367	0.23%	BIFC1	166,766,273	0.18%				
SPY	23.81%	BACKUAC1	10	0.24%	XLFC1	193,731	0.22%	SEDAPBC1	160,970,808	0.18%				
HBM	19.05%	CARTAVC1	9	0.21%	EDEGELC1	190,122	0.21%	MAESTRC1	143,679,963	0.16%				
RIMSEGC1	19.05%	SPY	8	0.19%	BACKUSII	188,669	0.21%	MINSURII	140,971,225	0.16%				
VOLCAAC1	19.05%	MODIANI1	7	0.16%	AAPL	148,840	0.17%	COFIDCC1	139,949,093	0.15%				
BACKUBC1	14.29%	TUMANC1	7	0.16%	TV	142,119	0.16%	GNBC1	137,280,376	0.15%				
CARTAVC1	14.29%	RIMSEGC1	6	0.14%	BVLAC1	132,784	0.15%	VOLCABC1	136,188,924	0.15%				
EFA	14.29%	SNJUANI1	6	0.14%	RELAPAC1	128,864	0.14%	CORAREC1	132,639,015	0.15%				
FICOIF7	14.29%	VOLCAAC1	6	0.14%	FB	127,585	0.14%	CITIBKC1	130,020,445	0.14%				
RAURAI1	14.29%	COCESUC1	5	0.12%	TEF	120,958	0.14%	AUSTRAC1	123,859,558	0.14%				
		Total Mdo.	4,250	100.00%			Total Mdo.	88,954,358	100.00%			Total Mdo.	90,656,802,544	100.00%

Junio 2016										
Por frecuencia		Por operaciones			Por monto negociado			Por capitalización bursátil		
	Frec.		Nº Op.	%		Dólares	%		Dólares	%
BAP	100.00%	VOLCABC1	1,828	21.05%	IFS	25,011,462	15.71%	SCCO	23,707,175,105	21.67%
BVN	100.00%	GRAMONC1	518	5.97%	ALICORC1	22,742,246	14.28%	BAP	14,544,315,050	13.29%
CASAGRC1	100.00%	RELAPAC1	421	4.85%	BAP	14,643,228	9.19%	CREDITC1	9,263,481,697	8.47%
CPACASC1	100.00%	FERREYC1	403	4.64%	VOLCABC1	14,107,943	8.86%	CVERDEC1	6,483,037,342	5.92%
FERREYC1	100.00%	BVN	374	4.31%	BVN	10,497,230	6.59%	CONTINC1	4,477,322,469	4.09%
GRAMONC1	100.00%	CPACASC1	314	3.62%	DIVIC1	8,286,411	5.20%	IFS	3,393,325,920	3.10%
IFS	100.00%	MILPOC1	309	3.56%	SCOTIAC1	8,020,435	5.04%	SCOTIAC1	3,124,924,077	2.86%
MILPOC1	100.00%	BAP	304	3.50%	CPACASC1	6,246,349	3.92%	BACKUAC1	3,055,443,643	2.79%
POMALCC1	100.00%	IFS	295	3.40%	INTINDII	4,969,261	3.12%	BUENAVC1	2,875,400,204	2.63%
RELAPAC1	100.00%	CORAREII	289	3.33%	GRAMONC1	3,469,731	2.18%	INTERBC1	2,870,443,707	2.62%
TELEFBC1	100.00%	CASAGRC1	265	3.05%	INRETC1	3,425,934	2.15%	FALABEC1	2,510,053,901	2.29%
VOLCABC1	100.00%	CONTINC1	229	2.64%	FERREYC1	3,318,363	2.08%	BACKUSII	2,400,134,675	2.19%
ALICORC1	95.24%	ALICORC1	216	2.49%	CONTINC1	3,078,370	1.93%	EDEGELC1	2,043,435,124	1.87%
CONTINC1	95.24%	CVERDEC1	210	2.42%	EDELNOC1	2,182,828	1.37%	TELEFBC1	2,014,803,484	1.84%
CORAREII	95.24%	TV	208	2.40%	COLPERC1	1,806,605	1.13%	INRETC1	1,706,601,495	1.56%
CVERDEC1	95.24%	ATACOBC1	201	2.31%	LUSURC1	1,745,774	1.10%	ALICORC1	1,654,370,774	1.51%
LUSURC1	95.24%	UNACEMC1	172	1.98%	ENGIEC1	1,632,215	1.02%	LUSURC1	1,549,457,738	1.42%
MINSURII	95.24%	MINSURII	163	1.88%	CVERDEC1	1,563,872	0.98%	ENGIEC1	1,529,369,692	1.40%
SIDERC1	90.48%	SIDERC1	156	1.80%	MILPOC1	1,492,561	0.94%	UNACEMC1	1,261,172,759	1.15%
TV	90.48%	EDEGELC1	136	1.57%	SCCO	1,451,441	0.91%	EDELNOC1	1,076,839,517	0.98%
ENGIEC1	85.71%	LUSURC1	136	1.57%	MINSURII	1,435,664	0.90%	CPACASC1	944,498,602	0.86%
TEF	85.71%	TELEFBC1	121	1.39%	UNACEMC1	1,394,441	0.88%	INTCOBC1	938,819,168	0.86%
UNACEMC1	85.71%	CREDITC1	103	1.19%	EPU	1,355,837	0.85%	GRAMONC1	927,232,693	0.85%
INRETC1	80.95%	TEF	100	1.15%	RELAPAC1	1,188,993	0.75%	MILPOC1	848,580,483	0.78%
SCCO	80.95%	POMALCC1	95	1.09%	EDEGELC1	1,180,951	0.74%	SHPC1	621,202,594	0.57%
CREDITC1	76.19%	INRETC1	92	1.06%	CASAGRC1	1,084,462	0.68%	SNJUANC1	482,467,402	0.44%
EDEGELC1	76.19%	MOROCOII	85	0.98%	EEM	1,031,574	0.65%	FERREYC1	479,064,204	0.44%
MOROCOII	76.19%	SCCO	83	0.96%	TV	917,058	0.58%	VOLCAAC1	469,798,312	0.43%
ATACOBC1	66.67%	PML	73	0.84%	CORAREII	624,682	0.39%	VOLCABC1	443,807,016	0.41%
EDELNOC1	66.67%	EDELNOC1	69	0.79%	TEF	581,927	0.37%	SAGAC1	408,719,346	0.37%
BACKUSII	57.14%	PPX	60	0.69%	COFIINC1	565,102	0.35%	RIMSEGC1	399,836,276	0.37%
AUSTRAC1	52.38%	ENGIEC1	53	0.61%	XLE	491,730	0.31%	INVCENC1	382,922,988	0.35%
CORAREC1	47.62%	CORAREC1	49	0.56%	FICOCMP2	470,007	0.30%	MINSURII	343,318,496	0.31%
FICOIF5	47.62%	DNT	46	0.53%	CREDITC1	428,537	0.27%	MIBANC1	305,372,830	0.28%
HIDRA2C1	47.62%	AUSTRAC1	34	0.39%	ATACOBC1	424,158	0.27%	SPCCPII	287,051,705	0.26%
PML	47.62%	BACKUSII	32	0.37%	FICOIF7	418,666	0.26%	PSUIZAC1	277,077,063	0.25%
EPU	42.86%	HIDRA2C1	26	0.30%	FICOIF5	388,187	0.24%	RELAPAC1	252,568,586	0.23%
PPX	42.86%	SCOTIAC1	23	0.26%	GDX	374,803	0.24%	BROCALC1	244,099,650	0.22%
DNT	38.10%	MINCORII	20	0.23%	SIDERC1	340,051	0.21%	PODERC1	212,534,060	0.19%
EEM	38.10%	LUISAI	16	0.18%	SLV	247,169	0.16%	CORAREC1	199,610,239	0.18%
SCOTIAC1	38.10%	EXSAII	15	0.17%	CORAREC1	237,645	0.15%	COLPERC1	197,104,949	0.18%
LUISAI	33.33%	DIVIC1	14	0.16%	EWU	227,128	0.14%	BVLAC1	196,075,562	0.18%
GDX	28.57%	FICOIF5	13	0.15%	BUENAVC1	191,702	0.12%	SMT	195,950,409	0.18%
EXSAII	23.81%	INTERBC1	13	0.15%	BACKUSII	185,892	0.12%	BIFC1	194,698,156	0.18%
FEZ	23.81%	GDX	12	0.14%	SPY	179,461	0.11%	COFIDCC1	183,043,906	0.17%
MINCORII	23.81%	AIHC1	11	0.13%	POMALCC1	168,456	0.11%	TV	168,266,740	0.15%
BVLAC1	19.05%	EPU	11	0.13%	PODERC1	163,185	0.10%	SEDAPBC1	166,112,322	0.15%
CARTAVC1	19.05%	PODERC1	11	0.13%	FEZ	162,351	0.10%	QUIMPAC1	160,973,610	0.15%
DIVIC1	19.05%	CARTAVC1	10	0.12%	MOROCOII	151,625	0.10%	GNBC1	156,538,044	0.14%
EFA	19.05%	EEM	10	0.12%	EFA	132,366	0.08%	ELCOMEII	150,317,684	0.14%
		Total Mdo.	8,683	100.00%	Total Mdo.	159,253,876	100.00%	Total Mdo.	109,420,208,463	100.00%

Diciembre 2016										
Por frecuencia		Por operaciones			Por monto negociado			Por capitalización bursátil		
	Frec.		N° Op.	%		Dólares	%		Dólares	%
ALICORC1	100.00%	VOLCABC1	1,617	17.03%	MILPOC1	36,272,546	18.95%	SCCO	28,563,607,617	23.03%
BVN	100.00%	GRAMONC1	678	7.14%	IFS	27,187,989	14.20%	BAP	14,931,282,549	12.04%
CASAGRC1	100.00%	MILPOC1	526	5.54%	VOLCABC1	18,851,181	9.85%	CREDITC1	11,731,609,425	9.46%
CONTINC1	100.00%	ATACOBC1	499	5.26%	FERREYC1	12,523,830	6.54%	CVERDEC1	6,689,570,389	5.39%
CORAREI1	100.00%	CONTINC1	394	4.15%	INRETC1	11,285,796	5.90%	CONTINC1	5,247,532,508	4.23%
CPACASC1	100.00%	FERREYC1	366	3.86%	ALICORC1	9,835,351	5.14%	SCOTIAC1	4,292,649,744	3.46%
ENGIEC1	100.00%	ALICORC1	355	3.74%	BAP	9,007,642	4.71%	BACKUAC1	3,966,657,712	3.20%
FERREYC1	100.00%	BVN	347	3.65%	GRAMONC1	8,764,223	4.58%	IFS	3,619,547,648	2.92%
GRAMONC1	100.00%	MOROCOI1	293	3.09%	LUSURC1	7,681,507	4.01%	BUENAVC1	2,816,085,451	2.27%
LUSURC1	100.00%	UNACEMC1	273	2.88%	CPACASC1	6,556,758	3.43%	INTERBC1	2,802,072,667	2.26%
RELAPAC1	100.00%	CPACASC1	255	2.69%	BVN	4,542,860	2.37%	BACKUSI1	2,716,016,525	2.19%
TELEFBC1	100.00%	IFS	236	2.49%	FICOCMP1	3,437,782	1.80%	ENGEPEC1	2,242,073,201	1.81%
VOLCABC1	100.00%	LUSURC1	226	2.38%	UNACEMC1	2,887,035	1.51%	FALABEC1	2,017,898,817	1.63%
ATACOBC1	95.24%	CORAREI1	198	2.09%	ENDISPC1	2,721,774	1.42%	INRETC1	1,992,405,842	1.61%
BAP	95.24%	TV	198	2.09%	CONTINC1	2,464,186	1.29%	TELEFBC1	1,913,801,517	1.54%
IFS	95.24%	CVERDEC1	196	2.06%	CVERDEC1	2,136,026	1.12%	LUSURC1	1,899,908,628	1.53%
INRETC1	95.24%	BAP	181	1.91%	FICOIF5	2,062,925	1.08%	ALICORC1	1,843,367,999	1.49%
MILPOC1	95.24%	RELAPAC1	180	1.90%	BACKUSI1	1,916,956	1.00%	ENGIEC1	1,613,213,144	1.30%
UNACEMC1	95.24%	MINSURI1	179	1.89%	BUENAVC1	1,873,207	0.98%	MILPOC1	1,335,123,441	1.08%
CVERDEC1	90.48%	ENGIEC1	177	1.86%	ENGEPEC1	1,812,010	0.95%	UNACEMC1	1,256,348,353	1.01%
MOROCOI1	90.48%	ENDISPC1	147	1.55%	FICOIF7	1,563,840	0.82%	ENDISPC1	1,172,445,193	0.95%
TV	90.48%	ENGEPEC1	128	1.35%	ENGIEC1	1,366,134	0.71%	CPACASC1	997,975,356	0.80%
FICOIF5	85.71%	TELEFBC1	124	1.31%	TV	1,363,470	0.71%	INTCOBC1	938,819,168	0.76%
PML	85.71%	R	120	1.26%	SCCO	1,300,721	0.68%	GRAMONC1	924,665,518	0.75%
MINSURI1	80.95%	PPX	119	1.25%	MINSURI1	1,236,972	0.65%	MIBANC1	766,631,435	0.62%
R	80.95%	INRETC1	117	1.23%	ATACOBC1	1,077,158	0.56%	VOLCAAC1	686,472,286	0.55%
CREDITC1	76.19%	CASAGRC1	116	1.22%	MOROCOI1	806,851	0.42%	SHPC1	651,459,704	0.53%
ENDISPC1	76.19%	SIDERC1	103	1.08%	R	741,642	0.39%	SNJUANC1	557,257,299	0.45%
PPX	76.19%	PML	87	0.92%	RELAPAC1	685,119	0.36%	SAGAC1	551,415,797	0.44%
SCCO	76.19%	CREDITC1	81	0.85%	CORAREI1	651,485	0.34%	VOLCABC1	524,314,005	0.42%
SIDERC1	76.19%	TEF	69	0.73%	AAPL	491,568	0.26%	RIMSEGC1	517,946,200	0.42%
BACKUSI1	66.67%	BACKUSI1	66	0.70%	CASAGRC1	480,640	0.25%	FERREYC1	510,942,321	0.41%
BROCALC1	66.67%	SCCO	64	0.67%	CREDITC1	345,962	0.18%	MINSURI1	415,335,683	0.33%
ENGEPEC1	66.67%	DNT	63	0.66%	BACKUBC1	281,575	0.15%	INVCENC1	376,987,967	0.30%
RAURAI1	61.90%	RAURAI1	50	0.53%	PML	261,363	0.14%	TV	339,258,636	0.27%
VOLCAAC1	61.90%	SCOTIAC1	39	0.41%	POSITIC1	259,821	0.14%	PODERC1	315,201,192	0.25%
HIDRA2C1	57.14%	BROCALC1	36	0.38%	SCOTIAC1	254,084	0.13%	BROCALC1	311,477,960	0.25%
SCOTIAC1	57.14%	VOLCAAC1	32	0.34%	FEZ	250,143	0.13%	PSUIZAC1	311,257,389	0.25%
DNT	47.62%	HIDRA2C1	31	0.33%	EPU	233,879	0.12%	SPCCPI1	253,679,879	0.20%
FICOIF7	47.62%	MILPOI1	31	0.33%	HEZU	230,097	0.12%	RELAPAC1	245,493,106	0.20%
MILPOI1	47.62%	MINCORI1	24	0.25%	TELEFBC1	225,522	0.12%	COLPERC1	209,618,617	0.17%
LUISAI1	42.86%	CORAREC1	23	0.24%	EXALMC1	200,236	0.10%	SMT	197,566,750	0.16%
TEF	42.86%	ATACOAC1	21	0.22%	CORAREC1	197,120	0.10%	BIFC1	191,680,480	0.15%
CARTAVC1	38.10%	FICOIF5	21	0.22%	SIDERC1	181,632	0.09%	AGROKAC1	189,618,246	0.15%
MINCORI1	38.10%	POMALCC1	21	0.22%	PPX	175,995	0.09%	BVLAC1	188,929,093	0.15%
ELCOMEI1	33.33%	LUISAI1	20	0.21%	RAURAI1	158,541	0.08%	COFIDCC1	184,104,180	0.15%
AUSTRAC1	28.57%	AUSTRAC1	19	0.20%	C	157,502	0.08%	CASAGRC1	171,733,032	0.14%
C	28.57%	CARTAVC1	17	0.18%	XLF	118,594	0.06%	CORAREC1	168,442,654	0.14%
CORAREC1	28.57%	INTERBC1	16	0.17%	EFA	100,104	0.05%	PAVIDAC1	164,025,955	0.13%
FICOCMP1	28.57%	ELCOMEI1	15	0.16%	GLD	88,758	0.05%	SEDAPBC1	163,537,705	0.13%
Total Mdo.		Total Mdo.	9,494	100.00%	Total Mdo.	191,431,206	100.00%	Total Mdo.	124,043,824,360	100.00%



### Apéndice D: Matriz de Datos

Empresa	Año	V1	V2	V3	V4	V5	V6	V7	V8	V9	V10	V11	V12	V13	ROE	EVA	Q de Tobin	Ind. de Lucratividad
Alicorp	2014	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	0.50%	-4,606	0.88	79.3
BBVA Banco Continental	2014	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	24.09%	819,963	0.24	108.8
Compañía Minera Milpo	2014	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	16.73%	19,467	2.44	140.7
Credicorp Ltd.	2014	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	7.66%	3,267,842	0.34	124.4
Ferreycorp	2014	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	5.76%	44,903	0.34	91.6
Refinería La Pampilla	2014	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	-17.94%	-119,499	0.57	71.0
Telefónica del Perú	2014	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	16.08%	536,008	0.75	95.7
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston	2014	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	50.59%	813,326	1.84	106.6
Alicorp	2015	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	6.98%	-69,580	0.79	81.6
BBVA Banco Continental	2015	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	21.92%	664,875	0.13	73.0
Compañía Minera Milpo	2015	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	9.80%	-101,340	1.65	66.6
Credicorp Ltd.	2015	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	5.76%	2,573,011	0.20	61.9
Ferreycorp	2015	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	9.55%	31,914	0.26	85.8
Refinería La Pampilla	2015	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	6.28%	-504	0.29	54.8
Telefónica del Perú	2015	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	-9.09%	-925,334	0.37	53.2
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston	2015	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	60.66%	992,714	1.79	111.8
Alicorp	2016	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	11.83%	-19,924	1.01	126.9
BBVA Banco Continental	2016	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	19.14%	1,082,307	0.22	175.2
Compañía Minera Milpo	2016	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	15.38%	7,940	2.78	219.0
Credicorp Ltd.	2016	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	9.55%	2,906,804	0.32	164.3
Ferreycorp	2016	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	12.82%	33,659	0.35	131.7
Refinería La Pampilla	2016	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	8.34%	-5,535	0.49	202.6
Telefónica del Perú	2016	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	14.24%	185,451	0.46	137.1
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston	2016	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	41.61%	619,202	2.24	131.1

**Apéndice E: Reporte de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las  
Sociedades Peruanas de ALICORP S.A.A. (Principios 1 y 2, 2013)**

**INFORMACIÓN SOBRE EL CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO PARA LAS  
SOCIEDADES PERUANAS**

(Correspondiente al ejercicio 2013)

Razón Social : ALICORP S.A.A.  
(En adelante EMPRESA)

RUC : 20100055237

Dirección : AVENIDA ARGENTINA No 4793, CARMEN DE LA LEGUA  
REYNOSO, CALLAO

Teléfonos : 315-0800

Fax : 315-0850

Página Web : WWW.ALICORP.COM.PE

Correo electrónico : \_\_\_\_\_

Representante Bursátil : DIEGO GOMEZ DE LA TORRE

Razón social de la empresa revisora<sup>1</sup> : \_\_\_\_\_

**I. SECCIÓN PRIMERA: EVALUACIÓN DE 26 PRINCIPIOS**

**LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS**

<u>Principios</u>	<u>Cumplimiento</u>				
	<u>0</u>	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>
<b>1. Principio (I.C.1. segundo párrafo).</b> - No se debe incorporar en la agenda asuntos genéricos, debiéndose precisar los puntos a tratar de modo que se discuta cada tema por separado, facilitando su análisis y evitando la resolución conjunta de temas respecto de los cuales se puede tener una opinión diferente.					X
<b>2. Principio (I.C.1. tercer párrafo).</b> - El lugar de celebración de las Juntas Generales se debe fijar de modo que se facilite la asistencia de los accionistas a las mismas.				X	

- a. Indique el número de juntas de accionistas convocadas por la EMPRESA durante el ejercicio materia del presente informe.

<u>TIPO</u>	<u>NÚMERO</u>
JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS	2

<sup>1</sup> Solo es aplicable en el caso en que la información contenida en el presente informe haya sido revisada por alguna empresa especializada (por ejemplo: sociedad de auditoría, empresa de consultoría).

**Apéndice F: Reporte de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las  
Sociedades Peruanas de Graña y Montero S.A.A. (Preguntas I.1, I.2 e I.3, 2014)**

**SECCION B:**  
**Evaluación del cumplimiento de los Principios del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas**

**PILAR I: Derecho de los Accionistas**

**Principio 1: Paridad de trato**  
**Pregunta I.1**

	Si	No	Explicación:
¿La sociedad reconoce en su actuación un trato igualitario a los accionistas de la misma clase y que mantienen las mismas condiciones(*)?	x		El artículo 6 del Reglamento de la Junta General de Accionistas establece que la relación de la Sociedad con sus accionistas responde a los principios de igualdad de trato entre accionistas, transparencia y suministro de amplia y continuada información.

(\*) Se entiende por mismas condiciones aquellas particularidades que distinguen a los accionistas, o hacen que cuenten con una característica común, en su relación con la sociedad (inversionistas institucionales, inversionistas no controladores, etc.). Debe considerarse que esto en ningún supuesto implica que se favorezca el uso de información privilegiada.

**Pregunta I.2**

	Si	No	Explicación:
¿La sociedad promueve únicamente la existencia de clases de acciones con derecho a voto?	x		El artículo 8 del estatuto establece que la sociedad tendrá una sola clase de acciones y que todas estas gozarán de los mismos derechos y tendrán a su cargo las mismas obligaciones

a. Sobre el capital de la sociedad, especifique:

Capital suscrito al cierre del ejercicio	Capital pagado al cierre del ejercicio	Número total de acciones representativas del capital	Número de acciones con derecho a voto
660,053,790.00	660,053,790.00	660,053,790	660,053,790

b. En caso la sociedad cuente con más de una clase de acciones, especifique:

Clase	Número de acciones	Valor nominal	Derechos(*)

(\*) En este campo deberá indicarse los derechos particulares de la clase que lo distinguen de las demás.

**Pregunta I.3**

	Si	No	Explicación:
En caso la sociedad cuente con acciones de inversión, ¿La sociedad promueve una política de redención o canje voluntario de acciones de inversión por acciones ordinarias?			