

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



**Impacto de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo en la
Creacion de Valor de las Empresas que Cotizan en la Bolsa de Valores
de Lima Durante el Periodo 2012 - 2016**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGISTER EN
FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO**

OTORGADO POR LA

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

PRESENTADA POR

Pedro Miguel Córdova Velásquez

Leslie Carol Giraldo Alejos

Alejandro Juvenal Loo Phun

Orlando Zegarra Quesada

Asesor: Manuel Chu Rubio

Santiago de Surco, agosto 2018

Agradecimientos

Nuestro profundo agradecimiento primero a Dios, por habernos permitido lograr una meta más en nuestras vidas.

A todos nuestros familiares, que estuvieron siempre con nosotros.

A nuestro asesor de tesis Manuel Chu Rubio, por su orientación y su gran apoyo.

A los profesores y compañeros que compartieron sus vastas experiencias en clase.



Dedicatoria

A Dios todopoderoso, por una oportunidad más de vivir. A nuestros padres, por todo.

A mi familia por su constante apoyo y comprensión en todo este tiempo.



Resumen Ejecutivo

Esta investigación propone analizar el impacto de las buenas prácticas del gobierno corporativo en la creación de valor financiero de las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima para el periodo 2012-2016. Para ello, se realizó una investigación a seis empresas con los procedimientos y métodos que se utilizan para aplicar los principios del Bueno Gobierno Corporativo.

En la investigación se utilizó el enfoque cualitativo con un diseño no experimental descriptivo transversal. Para ello se analizó la información de los reportes de cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas y los Estados Financieros, de seis empresas de diversos sectores económicos que presentaron su información a la Superintendencia de Mercado de Valores. A fin de evaluar la creación de valor financiero fue necesario evaluar con el cálculo de los indicadores tales como el ROE, ROA, ROIC, EVA, WACC e Índice de Lucratividad.

La información analizada muestra la relación entre el buen uso de las prácticas de gobierno corporativo y su impacto en el valor financiero de las empresas evaluadas como factor clave para mejorar su eficiencia económica crecimiento, y confianza de los inversionistas. Pero no hay indicios suficientes que muestren una relación entre dichas variables, pues se tuvo como resultado que tanto las empresas analizadas con mayor porcentaje de cumplimiento de buenas prácticas, obtuvieron un desempeño variado entre positivo y negativo en la evolución de sus indicadores financieros.

Abstract

This research aims to analyze the impact of a good corporate governance practices and the creation of financial value of the companies listed on the Lima Stock Exchange for the 2012-2016 period. To do this, an investigation was conducted to a group of companies with the procedures and methods that they use in the application of the principles of Good Corporate Governance.

In the research, the qualitative approach was used with a non-experimental descriptive transversal design. For this, the information of the reports of compliance of the Code of Good Corporate Governance for the Peruvian Companies and the Financial Statements of 6 companies from several sectors that reported to the Superintendency of Securities Market was analyzed. Regarding the creation of financial value were taken into account from the calculation of financial indicators such as ROE, ROA, ROIC, EVA, WACC, and Lucrative Index.

The analyzed information shows the existence between the relationship between the good use of corporate governance practices and their impact on the financial value of the evaluated companies, being the key element to improve their economic efficiency and to increase the growth, as well as to reinforce the confidence of investors. But there is not enough evidence to show a relationship between the variables, as it was found that both companies analyzed with a higher percentage of compliance with good practices, obtained a varied performance between positive and negative in the performance of their financial indicators.

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	v
Lista de Figuras.....	vii
Capítulo I: Introducción	1
1.1 Antecedentes del Problema	3
1.2 Definición del Problema de Investigación.....	4
1.3 Propósito de la Investigación.....	5
1.4 Objetivos de la Investigación	5
1.4.1 Objetivo general	5
1.4.2 Objetivos específicos	6
1.5 Preguntas de Investigación	6
1.6 Justificación de la Investigación	7
1.7 Naturaleza de la Investigación.....	8
1.8 Definición de Términos	8
1.9 Supuestos de la Investigación.....	10
Capítulo II: Revisión de la Literatura	11
2.1 Gobierno Corporativo.....	11
2.1.1 Definición de gobierno corporativo.....	11
2.1.2 Teorías del gobierno corporativo.....	15
2.1.3 Evolución del gobierno corporativo	26
2.1.4 Tipos de gobierno corporativo	29
2.1.5 Principios de gobierno corporativo.....	31
2.1.6 Dimensiones de gobierno corporativo	41
2.1.7 Evolución del mercado bursátil en los últimos diez años.....	43

2.1.8 Evidencias empíricas del impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo en la creación de valor financiero.....	47
2.1.9 Tendencias y Perspectivas.....	47
2.2 La Filosofía de Creación de Valor (Value Based Management).....	48
2.2.1 Método basado en las ganancias contables (ROE, ROA).....	48
2.2.2 Limitaciones de las métricas basadas en los reportes contables.....	50
2.2.3 Definición de creación de valor.....	50
2.2.4 Estado actual de la filosofía de creación de valor.....	53
2.2.5 La teoría de eficiencia del mercado.....	55
2.2.6 Métodos de medición de creación de valor.....	55
2.2.7 La determinación del costo de capital.....	59
2.3 Resumen del Capítulo.....	62
Capítulo III: Metodología de la Investigación.....	65
3.1 Diseño de la Investigación.....	65
3.2 Población del Estudio de Investigación.....	66
3.3 Proceso de Selección de Variables.....	66
3.4 Marco Muestral.....	67
3.5 Procedimiento de la Muestra.....	68
3.5.1 Descripción de la determinación de la muestra.....	70
3.5.2 Validación de los criterios utilizados para la determinación de la muestra.....	76
3.6 Procedimiento de la Recopilación de Información Financiera.....	77
3.7 Metodología para Obtener los Indicadores de Creación de Valor.....	78
3.8. Resumen de Capítulo.....	80
Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados.....	83
4.1 Introducción.....	83

4.1.1	Resumen de Buen Gobierno Corporativo de las empresas seleccionadas.....	83
4.1.2.	Resumen de los indicadores financieros de las empresas seleccionadas	86
4.2	Resultados.....	90
4.3.	Resultado Global	102
Capítulo V: Conclusiones y recomendaciones.....		105
5.1.	Conclusiones.....	105
5.2.	Recomendaciones	106
Referencias.....		108
Apéndice A: Base de Datos de Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas.....		121
Apéndice B: Información Financiera de las Empresas en Estudio		136

Lista de Tablas

Tabla 1	<i>Principales Métodos de Valoración</i>	52
Tabla 2	<i>Resumen de Empresas de la BVL y su Cumplimiento con GBC</i>	71
Tabla 3	<i>Preguntas Asociadas al Pilar Derecho de los Accionistas</i>	71
Tabla 4	<i>Preguntas Asociadas al Pilar Junta General de Accionistas</i>	72
Tabla 5	<i>Preguntas Asociadas al Pilar El Directorio y la Alta Gerencia</i>	72
Tabla 6	<i>Preguntas Asociadas al Pilar Riesgo y Cumplimiento</i>	72
Tabla 7	<i>Preguntas Asociadas al Pilar Transparencia de la Información</i>	73
Tabla 8	<i>Empresa Listada en el S&P/BVL Perú General</i>	74
Tabla 9	<i>Empresa Listada en el S&P/BVL Perú Select Index</i>	75
Tabla 10	<i>Proceso de Obtención de la Muestra Según Aproximación de Criterios de Empresas Listada en la BVL. S&P/BVL Perú Select Index, Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), Principio 22 de Código de ética y conflicto de intereses del PILAR III</i>	76
Tabla 11	<i>Puntuación sobre Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas BGC</i>	78
Tabla 12	<i>Flujograma para Elegir la Prueba Estadística Adecuada</i>	81
Tabla 13	<i>Análisis de Cumplimiento de Gobierno Corporativo de las Empresas Peruanas Seleccionadas</i>	84
Tabla 14	<i>Resumen del Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas BGC-2016</i>	85
Tabla 15	<i>Resumen del Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas BGC-2015</i>	85
Tabla 16	<i>Resumen del Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas BGC-2014</i>	85

Tabla 17 <i>Resumen del Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas BGC-2013</i>	86
Tabla 18 <i>Resumen del Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas BGC-2012</i>	86
Tabla 19 <i>Resumen de Indicadores Financieros de las Empresas BBV Continental y Cementos Pacasmayo SAA</i>	87
Tabla 20 <i>Resumen de Indicadores Financieros de la Compañía Minera Buenaventura y la Empresa Credicorp</i>	88
Tabla 21 <i>Resumen de Indicadores Financieros de las Empresas Ferreycorp SAA y Alicorp</i>	89
Tabla 22 <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo BBVA</i>	90
Tabla 23 <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Cementos Pacasmayo</i>	92
Tabla 24 <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Minera Buenaventura</i>	95
Tabla 25 <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Credicorp LTDA</i>	96
Tabla 26 <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Ferreycorp SAA</i>	98
Tabla 27 <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Alicorp</i>	100
Tabla 28 <i>Indicador Financiero ROE de Empresas Seleccionadas</i>	102
Tabla 29 <i>Indicador Financiero ROA de Empresas Seleccionadas</i>	103
Tabla 30 <i>Indicador Financiero ROIC de Empresas Seleccionadas</i>	103
Tabla 31 <i>Indicador Financiero EVA de Empresas Seleccionadas</i>	103
Tabla 32 <i>Indicador Financiero Índice de Lucratividad (IL) de Empresas Seleccionadas</i> ...	104

Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Organizador gráfico.....	11
<i>Figura 2.</i> Mapa de Literatura.....	14
<i>Figura 3.</i> Evolución del SP/BVL Perú Select y S&P 500 - julio 2017.	46
<i>Figura 4.</i> La lógica de la valoración por descuento de flujos de caja libre.....	57
<i>Figura 5.</i> Resumen de Tendencia de valores de indicadores de cumplimiento de BGC.....	85
<i>Figura 6.</i> Resumen de indicadores financieros BBVA y Cemento Pacasmayo.	87
<i>Figura 7.</i> Resumen de indicadores financieros de la empresa Buenaventura y Credicorp. .88	
<i>Figura 8.</i> Resumen de indicadores financieros de la empresa Ferreycorp y Alicorp.....	89
<i>Figura 9.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de la Empresa BBVA Continental.	91
<i>Figura 10.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Empresa BBVA Continental.	92
<i>Figura 11.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Cementos Pacasmayo SA.....	93
<i>Figura 12.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Empresa Cementos Pacasmayo SA.	94
<i>Figura 13.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de la Compañía Minera Buenaventura SA.....	95
<i>Figura 14.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Compañía Minera Buenaventura SA.....	96
<i>Figura 15.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de Credicorp LTDA.	97
<i>Figura 16.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Credicorp LTDA.....	98

<i>Figura 17.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de Ferreycorp SAA.	99
<i>Figura 18.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Ferreycorp SAA.....	100
<i>Figura 19.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de Ferreycorp SAA.	101
<i>Figura 20.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Alicorp.....	102



Capítulo I: Introducción

La conceptualización de buen gobierno corporativo nació en el contexto de una economía globalizada donde el nuevo perfil de empresa fue de aquella que requirió abrir su capital a la inversión privada nacional o extranjera y que para ello necesitó brindar mínimos niveles de control de gestión, información y protección al accionista minoritario e inversor a fin que el directorio y la gerencia se conduzca siempre favoreciendo la utilidad de la empresa y de sus accionistas y asimismo pueda facilitar el monitoreo efectivo por parte de éstos últimos para así incentivar el uso más eficiente de los recursos de las compañías y por ende incrementar la eficacia económica y potencializar su crecimiento con decisiones acertadas y que estén reflejadas en sus indicadores que también pueden ser financieros.

Los principios de gobierno corporativo son auspiciados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE], institución fundada en 1961 que agrupa actualmente a 35 países miembros de diversos continentes. Los principios de gobierno corporativo que auspician constituyen un instrumento que ofrece normas no vinculantes y buenas prácticas, además de una guía necesaria para su implementación, la misma que tiene carácter de adaptación a cada país o región. Los principios de gobierno corporativo involucran las relaciones entre el directorio, la gerencia, los accionistas y otros grupos de interés que miden el grado de cumplimiento de los mismos para fortalecer a la empresa en forma transparente y sólida a nivel institucional, y centraliza como un elemento muy importante al Consejo de Administración, compuesto por un equipo de directores independientes que puedan supervisar la correcta administración de la empresa y aporten valor a las decisiones estratégicas (OCDE, 2004). En Perú, gran parte de las empresas que cotizan en Bolsa presentan anualmente ante la Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] los reportes acerca del cumplimiento de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, cuya aplicación es de manera voluntaria y ha estado vigente desde

noviembre del año 2013. En el 2008, la Bolsa de Valores de Lima [BVL] implementó el índice de Buen Gobierno Corporativo [IBGC] con base a criterios de selección por scoring, liquidez y de valor, que mostró el valor de la cartera que más representó a las empresas que aplicaron Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Para el 2013 la evaluación se amplió a cuatro componentes: (a) el criterio Scoring del CBGC, (b) ser parte de la Voz del Mercado, (c) cumplir con el criterio de liquidez, y (d) cumplir con el criterio por valor (Bolsa de Valores de Lima [BVL], 2016).

El estudio planteado obedece al análisis correspondiente al periodo 2012 – 2016, por lo cual se consideró aquellas empresas que fueron evaluadas con los tres primeros criterios; y además de los mencionados y se consideró el criterio de la voz del mercado. A partir de noviembre de 2013 entró en vigencia el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, el cual recogió una versión actualizada de estándares de buenas prácticas de gobierno corporativo, y puso especial énfasis en los nuevos avances a nivel internacional experimentados en este campo, en especial en la dinámica de la Junta General de Accionistas (propiedad), el Directorio (administración) y la Alta Gerencia (gestión ordinaria), así como en la implementación de una óptima gestión de riesgos; ello con el objetivo de propiciar que las sociedades funcionen de manera eficiente (Ministerio de Economía y Finanzas [MEF], 2014). En efecto, se aplicó el criterio de uniformidad a partir del año 2014 para la presentación de los informes vinculados con el Cumplimiento del Buen Gobierno Corporativo. En ese sentido, según con las descripciones antes mencionadas respecto a las buenas prácticas de gobierno corporativo, el presente estudio de investigación debe confirmar o no si la ejecución de los principios de buen gobierno corporativo ha generado necesariamente valor financiero en las empresas que estuvieron listadas en la BVL, específicamente entre los años 2012 y 2016. A continuación, se define la problemática de investigación con los objetivos, las preguntas de investigación y la hipótesis, si se cuenta.

1.1 Antecedentes del Problema

Crisis ocurridas como la asiática de 1999, el escándalo financiero de principios de siglo en EE.UU. y Europa, empresas como Ahold, Enron, WorldCom y la sonada crisis financiera del 2008 (caso del Banco Lehman Brothers), afectó la credibilidad y la transparencia en la información divulgada por parte de las empresas supervisadas, causando la misma respuesta negativa a la economía mundial. Estos acontecimientos, motivados por falta de control y supervisión en la calidad de la gestión de los procesos financieros, conllevaron al desarrollo de diversos estudios, los cuales llevan ahora a una adopción de medidas preventivas enfocadas a evaluar los riesgos dentro de los principios del buen gobierno corporativo y servir de guía para la implementación de prácticas correctivas.

Son aspectos endógenos y exógenos los que conforman el gobierno corporativo y condicionan, de una u otra forma, el desempeño de la empresa. Entre los aspectos propios a la empresa, destacaron el sistema de toma de decisiones, la estructura de capital, los mecanismos de compensación a los ejecutivos y los sistemas de monitoreo. Entre los aspectos exógenos a la empresa, fueron elementales el sistema legal, el mercado por el control corporativo, el mercado por los servicios gerenciales y el grado de competencia en los mercados de bienes e insumos que enfrenta la empresa (Mathiesesen, 2011). Es en esta parte de la investigación en la que ha tocado discernir en base a una explicación sustentada en la literatura existente, cuáles pueden ser aquellos aspectos que son más vulnerables, y por tanto dan origen al problema; por este motivo, es necesario centrar la atención en la gestión de la administración (aspecto endógeno), en su búsqueda por lograr la creación de valor, para focalizar en el buen gobierno corporativo. En un estudio sobre los efectos financieros de la implementación de códigos de gobierno corporativo por parte de empresas colombianas, realizado por Franco y Montalván (2010) se evidenció que el retorno sobre los activos luego de implementados los principios de buen gobierno corporativo mejoraron en más de 1%, y

que el efecto fue amplificado en relación a la calidad en su aplicación, con lo cual se evidenció un incremento de 5% en los niveles de apalancamiento. El estudio mostró, por tanto, que hay una relación positiva entre el aumento de las inversiones y el crecimiento en las ventas que se encontró positivamente mediada por la presencia de códigos o principios de buen gobierno corporativo. Respecto a las economías emergentes a nivel de Latinoamérica, no existen muchos estudios suficientes por cada país, debido a que no es posible generalizar a todos los sectores por las propias particularidades que las ameritan.

1.2 Definición del Problema de Investigación

La revisión de la literatura sobre códigos de buena gobernanza puso de relieve su rápida difusión en todo el mundo y cómo la investigación académica ha quedado rezagada en el análisis de este tema. A pesar de las críticas de que la naturaleza voluntaria de los códigos limita su capacidad para mejorar las prácticas de gobernanza, los códigos de buena gobernanza parecen haber mejorado en general la gobernanza de los países que los han adoptado, aunque es necesario realizar reformas adicionales.

De acuerdo con los antecedentes y exigencias de las buenas prácticas de gobierno corporativo, estas han ganado cada vez más fuerza entre los organismos reguladores a nivel mundial como la OCDE, y la CAF, en consideración de que la toma de decisiones gerenciales siempre deben tener un sustento a nivel de las expectativas de los accionistas; asimismo, es prioritario establecer lineamientos corporativos que garanticen la transparencia y controles en la buena administración de la empresa. En Perú, las empresas emisoras de productos bursátiles se encuentran reguladas por la Superintendencia de Mercado de Valores, y es la Bolsa de Valores de Lima la encargada de la medición de las buenas prácticas de gobierno corporativo. En ese contexto, dichas prácticas son importantes dentro del mercado de valores porque son un medio que posibilita alcanzar mercados más confiables y eficientes; asimismo, dan un valor añadido a la empresa, debido a que dichas prácticas contribuyen a

reducir costos de capital y las hace más competitivas, la convierte en una empresa atractiva para para recibir financiamiento y genera en los inversionistas una percepción de mayor estabilidad y menor riesgo. Sin embargo, no se han encontrado estudios que sustenten o demuestren que la aplicación de las buenas prácticas de gobierno corporativo pueda influir en la creación de valor financiero de las empresas que cotizan en la Bolsa de valores de Lima, lo que motivó a los investigadores la obligación de poder estudiar este tema, respecto si la aplicación de las buenas prácticas pueden generar un valor y así conocer el alcance de la posible relación para las empresas en estudio.

1.3 Propósito de la Investigación

A partir de la declaración de principios de la OECD, en el año 1999 para América Latina, el gobierno corporativo se convirtió en un tema de interés fundamental en la aplicación de transparencia y credibilidad de información. En Perú, por normativa interna, todas las empresas que listen y coticen en la Bolsa de Valores de Lima están obligadas a desarrollar las buenas prácticas de gobierno corporativo, y el propósito de la presente investigación es describir el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor de las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima. Se ha considerado varios sectores para definir la muestra de estudio debido a su relevancia, según criterios establecidos, en consideración de la información reportada por las empresas al ente regulador de la Bolsa de Valores de Lima, como sus reportes de cumplimiento de gobierno corporativo, estados financieros auditados, memorias anuales, entre otros.

1.4 Objetivos de la Investigación

1.4.1 Objetivo general

El objetivo principal de trabajo de investigación es determinar el impacto de las buenas prácticas de Buen Gobierno Corporativo en la creación de valor de las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2012-2016.

1.4.2 Objetivos específicos

Los objetivos secundarios o específicos contribuyeron con el logro del objetivo principal, por otra parte, como propósito de esta investigación se recopiló información pormenorizada y consolidada de las empresas según los reportes sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas por parte de emisores con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, estados financieros auditados, memorias anuales, entre otros, correspondiente de los periodos 2012-2016.

En búsqueda de lograr este propósito, se definieron los siguientes objetivos específicos:

1. Identificar a las empresas que listaron y cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima y que practicaron un buen gobierno corporativo durante el periodo 2012-2016.
2. Determinar si las empresas que listaron y cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima y que practicaron buen gobierno corporativo crearon valor financiero durante el periodo 2012-2016.

1.5 Preguntas de Investigación

Sobre lo expuesto, la pregunta principal de investigación es:

¿Cuál es el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor financiero de las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, durante el periodo 2012-2016?

Y se proponen las siguientes preguntas secundarias de investigación:

- ¿Cuáles son las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima que practicaron buen gobierno corporativo durante el periodo 2012-2016?
- ¿Qué empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que practicaron buen gobierno corporativo crearon valor financiero durante el periodo 2012-2016?

1.6 Justificación de la Investigación

El desarrollo económico del mercado peruano se sostuvo en la permanencia y apertura de inversiones en el país con la búsqueda de mercados transparentes que puedan garantizar la entrega de información veraz y oportuna y generar confianza en los inversionistas.

Últimamente se ha incrementado en gran proporción el interés por entender los mecanismos que componen el gobierno corporativo y sus efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico.

Detrás de este fenómeno se encontraron al menos tres razones. En primer lugar, es indudable la contribución académica que ha permitido comprender los alcances del gobierno corporativo, e indicar los incentivos económicos que explican las estructuras corporativas que se observan en la realidad y proporcionar abundante evidencia empírica respecto a sus consecuencias.

En segundo lugar, es claro que la globalización de los mercados de capitales y del mundo corporativo ha hecho ver que existen marcadas diferencias entre las estructuras corporativas en las distintas economías. Además, se ha hecho evidente que en el caso especial de las economías en desarrollo es necesario establecer leyes y regulaciones que permitan realizar la transición hacia la corporación globalizada con el mínimo perjuicio para los accionistas minoritarios y otros Stakeholder locales, y mantener el trato equitativo entre ellos y los inversionistas extranjeros.

Este proceso es fundamental para un desarrollo racional del mercado de capitales locales que provea de fuentes de financiamiento externo a empresas que no gocen con un mercado de capitales interno que las apoye o que se involucren en actividades que requieren de un cierto grado de innovación tecnológica. Asimismo, si bien es cierto existen pocos estudios al respecto, mediante la presente investigación se espera un beneficio de apoyo a los empresarios, accionistas y demás profesionales académicos en potenciar un mejor análisis en

la toma de decisiones respecto a la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo y fomentar el interés en las empresas en aplicar estrategias para la oportuna y eficiente creación de valor financiero.

1.7 Naturaleza de la Investigación

La investigación presentó un enfoque cualitativo debido a que se basó en el trabajo de recolección de datos disponibles, sin importar su cantidad, y no se enfocó en encontrar una relación de causa y efecto entre las variables con un alcance descriptivo, porque se describen las características de las variables de estudio, que son: (a) buenas prácticas de gobierno corporativo (variable independiente), y (b) creación de valor (variables dependientes). Para el análisis de la variable independiente se tomaron los resultados de los reportes de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas, contenidos en sus cinco pilares y los 31 principios adecuados al contexto peruano por la SMV. Respecto a la variable dependiente se tomaron los estados financieros auditados de las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, de manera confiable, precisa y sistemática, en un ambiente en el cual la información disponible fue limitada, el cual fue analizada con el apoyo de estadística descriptiva (Hernández, Fernández & Baptista, 2006).

1.8 Definición de Términos

Como conceptos claves, se consideró importante citar en esta tesis las siguientes definiciones, tales como: (a) el Gobierno Corporativo, (b) el Índice de Buen Gobierno Corporativo [IBGC], (c) el valor financiero, y (d) buenas prácticas.

Gobierno corporativo. Según su análisis teórico y orientado al Gobierno Corporativo en mercados emergentes, Kurneo y Lizarburu (2016) señalaron que las empresas se han desempeñado por muchos años de una manera errónea, en sus orígenes y hasta hace poco no identificaron la necesidad de beneficiar con sus operaciones a la

sociedad, ni del vínculo que debe existir entre los miembros y los grupos de interés, ni calcular el efecto positivo o negativo de las actividades de su negocio para con el entorno (Hormaza León, 2015). Es necesario establecer que las empresas deben apuntar a Buen Gobierno Corporativo, no basta con practicar el Gobierno Corporativo de por sí, sino llevarlo a cabo de manera efectiva en todos los aspectos. Mientras mejor se realice, las empresas pueden ver beneficios en sus resultados, financieros y en sus operaciones.

Índice de buen gobierno corporativo. La Bolsa de Valores de Lima [BVL] (2016) definió al IBGC como un indicador estadístico que cuyo objetivo es reflejar el comportamiento de los precios de una cartera compuesta por las acciones más representativas de aquellas empresas emisoras que cumplan adecuadamente los Principios de Buen Gobierno para las sociedades peruanas y posean un nivel mínimo de liquidez, establecido por la Bolsa de Valores de Lima [BVL].

El Índice de Buen Gobierno Corporativo [IBGC] es un estadístico que tiene como objeto reflejar el comportamiento de los precios de las acciones de aquellas empresas listadas que adoptan buenas prácticas de gobierno corporativo. El IBGC es un índice de capitalización, por lo cual los pesos de las acciones en el portafolio se obtienen en base a la capitalización bursátil del free-float de estas acciones, ajustados por el nivel de buen gobierno corporativo obtenido (Bolsa de Valores de Lima [BVL], 2017).

Valor financiero. Refiere a la acción o inversión, cuando la rentabilidad obtenida en los negocios supera al costo de oportunidad del capital invertido, en cuyo resultado o retorno de un monto de dinero es superior a la inversión inicialmente, y cubre sus costos asociados y costos de oportunidad. De acuerdo a Van y Wachowicz (2010), frecuentemente la generación de valor financiero se presenta como la maximización de la ganancia, lo cual se puede alcanzar de diversas formas como emitir acciones y usar los fondos para invertir en bonos del tesoro.

Buenas prácticas. Según De Pablos y González (2007), buenas prácticas es una fórmula de uso extendido que ha ido apareciendo en distintos ámbitos, desde los campos tecnológicos a los económicos. Así, este concepto surgió en el sector empresarial y se utiliza para calificar una actividad que conlleva a lograr resultados exitosos. En el contexto en que se realiza y supone el logro de resultados eficaces y eficientes.

1.9 Supuestos de la Investigación

El presente trabajo de investigación consideró como supuestos que las buenas prácticas de gobierno corporativo estuvieron enfocadas en optimizar la preparación de directivas en las organizaciones, para mejorar la confianza en los grupos de interés, y en consecuencia, los resultados, y que las fuentes de información difundidas por la Bolsa de Valores de Lima, como reportes sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo y el índice de gobierno corporativo, que resumen el cumplimiento de un buen gobierno corporativo en las empresas peruanas, puedan ser una fuente válida de información, así como la información plasmada en las memorias anuales de dichas empresas, correspondiente de los periodos 2012 al 2016. Asimismo, se buscó que la creación de valor financiero se pueda reflejar mediante los indicadores financieros como el retorno sobre patrimonio o su nombre en inglés *Return on Equity*, en adelante ROE, retorno sobre activo total o su nombre en inglés *Return on Assets*, en adelante ROA, retorno sobre capital invertido o su nombre en inglés *Return on Invested Capital*, en adelante ROIC, Valor Económico añadido, o su nombre en inglés, *Economic Value Added*, en adelante EVA, WACC e índice de lucratividad, en adelante IL.

Capítulo II: Revisión de la Literatura

Este capítulo desarrolla una revisión del concepto, evolución y tipos del Buen Gobierno Corporativo, en que incluyeron conceptos fundamentales sobre Teoría Institucional, de agencia, los stakeholders, los Stewardship, la Filosofía de Creación de Valor (Value Based Management) y que a continuación se explica (ver Figura 1).

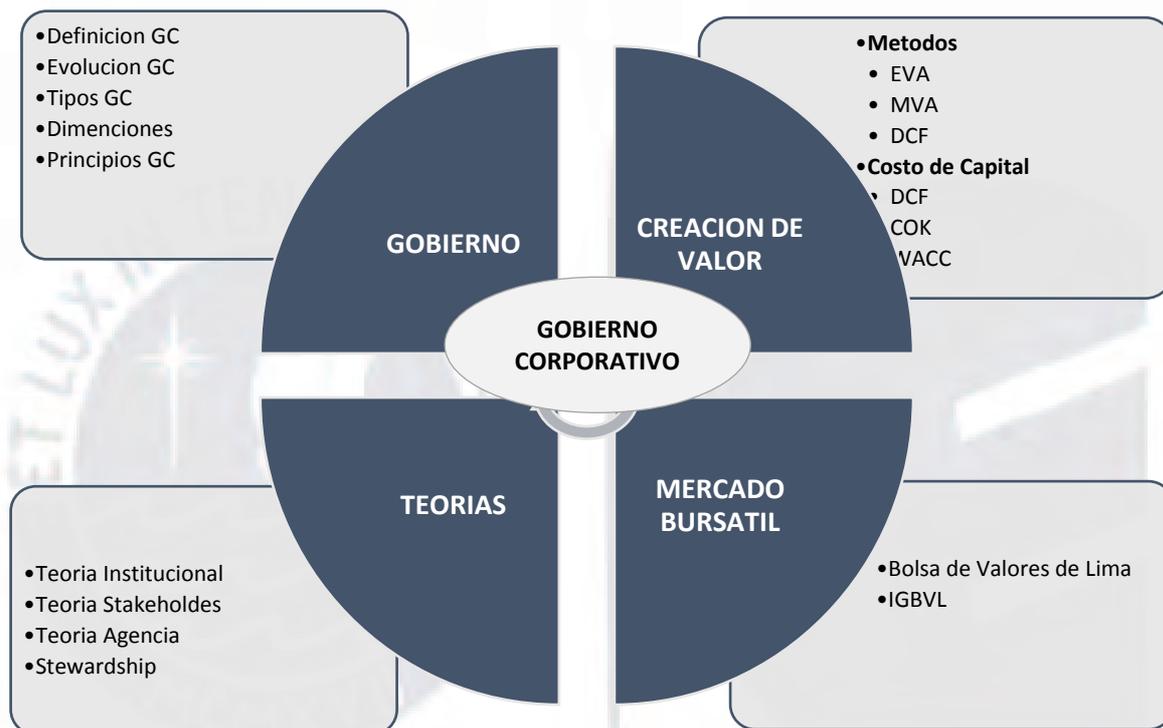


Figura 1. Organizador gráfico.

2.1 Gobierno Corporativo

2.1.1 Definición de gobierno corporativo

El gobierno corporativo es el sistema mediante el cual se diseña la integración y la funcionalidad de los órganos de la empresa, encargados de dirigirla y controlarla, mediante el establecimiento de los principios rectores que pueden contribuir al logro efectivo de sus objetivos, así como de los estándares que pueden guiar el comportamiento, las obligaciones y las responsabilidades de los conformantes de la alta dirección de la compañía para con sus propietarios y sus stakeholders. En los países anglosajones se le ha denominado Corporate

Governance y “se refiere a quien controla la corporación y porque” (Kaen, 2003, p. 1). El gobierno corporativo ha sido objeto de un amplio cuerpo de investigación teórica y empírica que surgió a partir del trabajo de Jensen y Meckling (1976); si bien en un inicio la investigación estuvo enfocada en el mercado anglosajón y en empresas que cotizaban en bolsa, posteriormente la investigación se ha ampliado hacia empresas europeas y economías emergentes, en las que el gobierno corporativo presentó otras características, y hacia el ámbito de la mediana y pequeña empresa. Según Paz-Ares (2003) un sistema de gobierno corporativo está conformado por un grupo de salvaguardas e instrumentos de supervisión que tratan de reducir los costos derivados de la divergencia de intereses entre los agentes internos y externos que intervienen en la empresa. Lefort (2003), por su parte, sostuvo que el Gobierno Corporativo consiste en el conjunto de relaciones que son constituidas entre diversos participantes en la empresa, cuya finalidad es respaldar que se reciba lo justo.

Este sistema es bueno siempre y cuando los integrantes del consejo administrativo, al actuar en forma independiente, estén comprometidos a realizar evaluaciones formales de la dirección general y respondan a los requerimientos de los inversionistas sobre la información de los asuntos más importantes de la empresa, de acuerdo con Coombes y Watson (2000), además, adicionen valor al desarrollo de corto plazo y generen incremento en el precio de las acciones a largo plazo, además de identificar y reducir los riesgos significativos que afecten el objetivo del negocio.

Es posible definir de manera general el concepto de “gobierno corporativo”, aunque desde dos perspectivas diferentes que, afortunadamente, se complementan (Daily, Dalton & Cannella, 2003). Por un lado, la visión tradicional postuló que gobernar una empresa significó establecer los mecanismos mediante el cual los agentes que aportan financiación a la empresa –los propietarios o accionistas– tratan que el dinero generado no sea malgastado por los directivos.

Por otro lado, existe una visión más actual, según la cual el gobierno corporativo es lo que su visión tradicional expuso, y algo más: gobernar una empresa significa decidir la utilidad con que se va a distribuir los recursos empresariales, y dar solución a las complicaciones generadas por la decisión anterior; estas dificultades se van a producir entre la multitud de individuos con diferentes intereses en la actuación de la empresa en cuestión.

El gobierno corporativo se encarga de las interrelaciones en tres conjuntos sociales estrechamente asociados a la actuación de la empresa: (a) sus propietarios, (b) sus altos directivos; y (c) los miembros del consejo administrativo que, como se ve más adelante, se interponen entre unos y otros.

Comprender la gobernación de la empresa desde un enfoque “multiteórico” resultó esencial para reconocer el mayor número posible de mecanismos y estructuras que jugaron un papel en el progreso de la actuación empresarial. Por ejemplo, ocurrió que la teoría de la agencia fue la apropiada para trabajar los problemas de control sobre el trabajo de los altos directivos, mientras que otras teorías –por ejemplo, la conductista– permitieron explicar la idoneidad y la condición de los recursos y servicios puestos por los consejeros a fin de atender a la empresa, así como el papel estratégico de éstos y de cada grupo social con intereses en la empresa (Daily, Dalton & Cannella, 2003).

En el ámbito empresarial, el interés por el GC surgió a raíz de la publicación del Reporte Cadbury (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance & Cadbury, 1992), como respuesta a diferentes quiebras empresariales de alto perfil, atribuidas a fallas de GC. El profundo impacto de este reporte pudo evidenciarse en el sitio web del Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (<http://www.ecgi.org>), el cual listaba, para septiembre de 2015, como se detalla en la Figura 2, así como también, 444 versiones de códigos de gobierno, recomendaciones y reportes desarrollados por 94 países y ocho entidades multilaterales desde 1992.

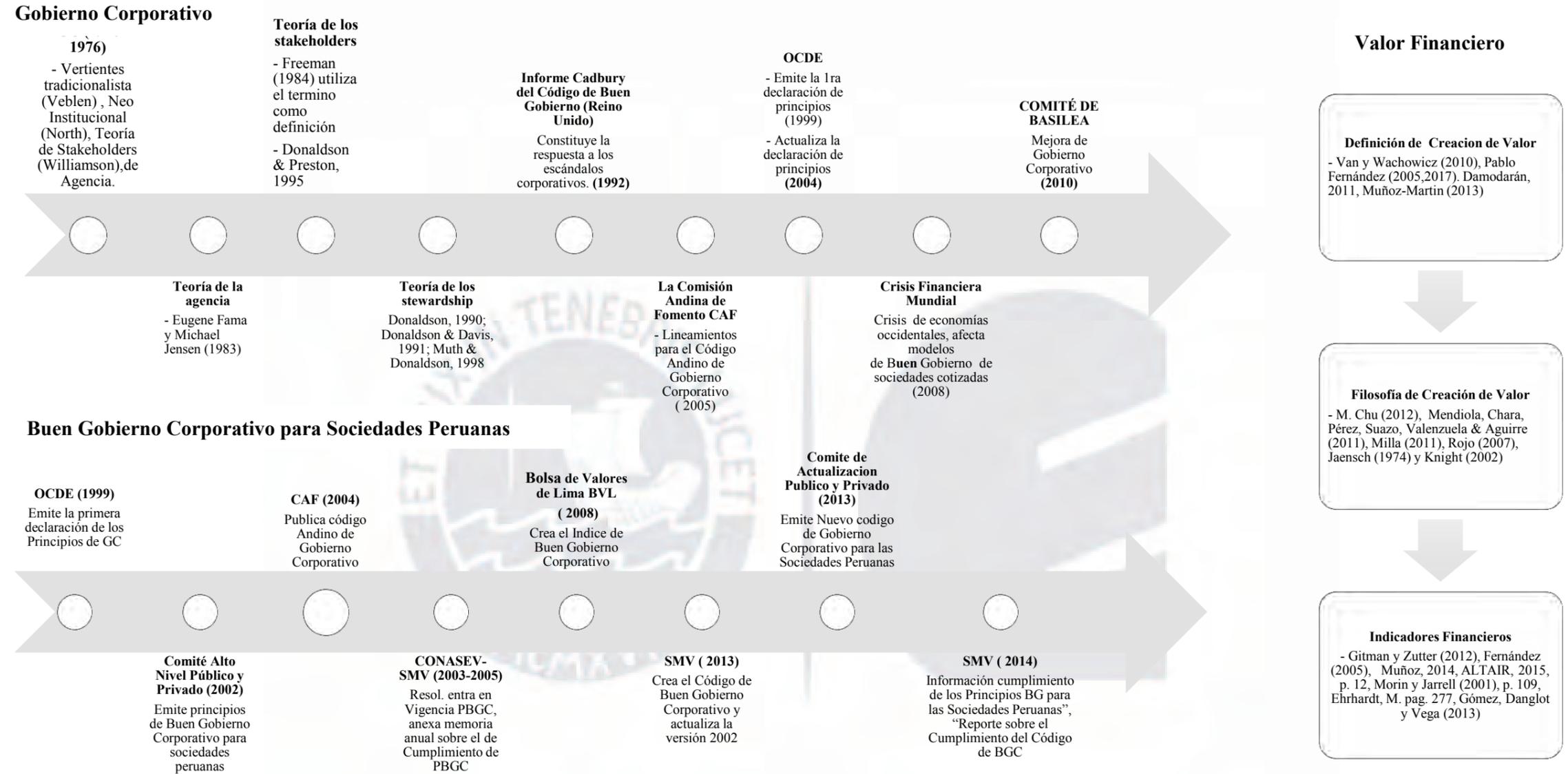


Figura 2. Mapa de Literatura

El año 2010 fue el de mayor actividad en esta materia, pues se emitieron 41 códigos y recomendaciones para diferentes tipos de empresas alrededor del mundo. Los reportes incluyeron guías para empresas que cotizaron en la bolsa (fundamentalmente), empresas cerradas, de familia, intermediarios financieros e incluso empresas estatales; y sobre características de los organismos y prácticas de control, como directores, la junta directiva, auditoría, e inversionistas institucionales.

2.1.2 Teorías del gobierno corporativo

Teoría institucional. Actualmente es frecuente utilizar la palabra “institucionalista” para citar los enfoques interesados en investigar las instituciones, sin embargo, el institucionalismo, desde sus inicios, no forma parte de una corriente de pensamiento homogénea, porque contiene una diversidad de puntos de vista en los cuales la convergencia reside en el cuidado por estudiar las instituciones a través de un análisis conductual y multidisciplinario. Esta variedad de pensamientos se vio representada en los aportes de Veblen, Coen, North y Williamson, quienes representaron respectivamente las corrientes de la primera generación (tradicionalistas), Neo institucionalistas y la Nueva Institución.

Los institucionalistas de la primera generación. Los tradicionalistas. La corriente de pensamiento institucionalista tradicional surgió en Estados Unidos a fines del siglo XIX. Se puede mencionar a los institucionalistas americanos como los primeros en resaltar la trascendencia económica de los hábitos de conducta y pensamiento en los grupos humanos, tratando así de analizar y entender la complejidad de las instituciones sociales.

Su fundador, Thorstein Bunde Veblen, se inspiró en buena parte en la antropología cultural. Según él, la economía es el estudio material de la cultura humana. En ese sentido, el sistema económico es un subproducto cultural sujeto a constante variación y desarrollo. Para Veblen, el accionar humano en la totalidad de sus facetas es el propio campo de la economía, no únicamente de su estructura y organización en la vida económica, sino de todo

el comportamiento social. Veblen fabricó su propio significado de desarrollo social e incluyó al pensamiento económico una teoría de cambio social y de las instituciones, con lo cual dio importancia a los estudios históricos y la investigación de los vínculos entre grupos sociales a través de la historia. Este autor fue el primero en afirmar que para el estudio de la economía se debe atribuir una visión holística, multidisciplinaria dinámica y no mecanicista.

El inicio de la perspectiva institucional de Veblen fue la noción del instinto y definió a las instituciones como hábitos mentales predominantes, formas de hacer las cosas, modos de pensar sobre las relaciones y funciones de las personas y la comunidad, y consideró que es necesario incluir las instituciones junto con instintos, hábitos, costumbres y normas como eje central para comprender el desempeño económico. El declive del pensamiento institucional vebleniano comenzó durante la Gran Depresión de 1929. Sus opositores estimaron que su teoría no aportaba una perspectiva sistemática y viable de la teoría económica, por su particularidad anti teórico y descriptivo. Además, la depresión de los años treinta realzó el análisis económico-matemático de la corriente neoclásica, considerando con ello al institucionalismo tradicional como elucidación inferior y de menor precisión en términos técnicos (Hodgson, 2003). Incluso, en la actualidad, los detractores del enfoque argumentaron que es un planteamiento no económico, meramente empírico, ateorico y superficial acerca del conducir económico (Gandlgruber, 2010). No obstante, su principal contribución radicó en la incorporación de las instituciones al análisis económico y su tratamiento en términos evolutivos e históricos, lo cual más adelante fue retomado por Schumpeter con la finalidad de constituir la corriente del “evolucionismo económico”, y por Douglas North para establecer su perspectiva institucional-histórica.

Los neoinstitucionalistas. Formaron parte, entre otros, Clarence Ayres, Gunnar Myrdal y John Galbraith. Estos tres economistas se orientaron también hacia la política, y se centraron en la problemática del capitalismo dirigido. Para ellos, el desarrollo de la

economía hizo posible pensar en una planificación eficaz, y consideraron además el problema de los valores. Creyeron que aquello que guía la economía no son los precios del mercado, sino el sistema de valores de la cultura. Por otro lado, North (1990) en su enfoque neoinstitucionalista definió las instituciones, en su obra "Institution, Institutional Change and Economic Performance", como las reglas del juego de una sociedad o, más determinadamente, como las limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana. North distinguió entre instituciones formales e informales y analizó el modo en que estas se aplican y evolucionan.

Así, las instituciones formales abarcan las leyes, los reglamentos y los procedimientos gubernamentales, tanto que las informales implican las ideas, las creencias, las actitudes y los valores de las personas, es decir, la cultura de una sociedad determinada. Se utilizó un marco analítico, que “es una transformación de la teoría neoclásica, conservando el supuesto básico de escasez, y por consiguiente de la competencia, al igual que las herramientas analíticas de la teoría microeconómica. Pero a su vez añade la dimensión del tiempo” (North, 1993b, p. 2). North partió de una teoría de conducta humana combinada con la teoría de costes de transacción. Al combinar ambas teorías intentó explicar el motivo de existencia de las instituciones, cómo evolucionan, y qué papel desempeñan en el funcionamiento de las sociedades. Además, al agregar una teoría de la producción, se pudo analizar la función de las instituciones en el desempeño de las economías (North, 1993a).

Para North (1993a), el cambio institucional consistió en ajustes marginales al conjunto de limitaciones formales e informales que constituyeron el marco institucional. La estabilidad general de una estructura institucional permitió el intercambio complejo a través del tiempo y del espacio, a razón que, una vez las normas formales e informales han pasado a formar parte de la conducta habitual, las personas automatizaron los intercambios sin tener

que pensar o medir cuáles son los términos y características de cada tipo concreto de intercambio. Así pues, “la interacción entre instituciones y organizaciones dará forma a la evolución institucional de una economía. Mientras que las instituciones son las reglas del juego, las organizaciones y sus empresarios son los jugadores” (North, 1993b, p. 3).

Las Organizaciones u organismos estarán constituidos:

Por grupos de individuos unidos por un propósito común con la finalidad de lograr ciertos objetivos. Entre las cuales se incluyen las políticas (por ejemplo, el senado, los partidos políticos, entes reguladores, etc.), las económicas (por ejemplo: empresas, sindicatos, organismos no gubernamentales [ONGs], etc.), las sociales (por ejemplo: clubes, iglesias, asociaciones deportivas) y las educativas (por ejemplo: universidades, escuelas, etc.) (North, 1993b, p. 3).

En el esquema de North, la interrelación que se dan entre instituciones (“reglas del juego”) y organizaciones (“jugadores”) dio forma a la evolución y al cambio institucional y, consecuentemente, éste influyó en el desempeño económico a largo plazo. En el presente planteamiento, las instituciones correspondieron a los factores formales e informales condicionantes de la creación de empresas y las organizaciones que tuvieron mayor interés fueron las empresas y los empresarios que las dirigieron, más concretamente los empresarios que las crearon, e intervinieron en el crecimiento económico de un país o región. También fueron relevantes otras organizaciones y sus agentes relacionados directa o indirectamente con la gestación de empresas, tales como los organismos de asistencia al nuevo empresario, en los que se incluyó administraciones o asociaciones de empresarios, sindicatos, patronales, universidades, etc. Así pues, el empresario como agente responsable y catalizador de la formación de empresas estuvo condicionado por los factores del entorno, tanto formales como informales, y fue el encargado de implementar las normativas y reglamentaciones, así como las normas informales, fruto de su aprendizaje y del proceso de

socialización, y contó además con la incidencia de las otras organizaciones políticas, económicas, sociales y educativas. En general, los autores neoinstitucionalistas de igual modo que los primeros institucionalistas, se preocuparon por obtener bienestar social, aunque en este caso, en referencia a problemas diferentes correspondientes obviamente a distintas épocas, por ejemplo, el desarrollo económico en el sentido del progreso regular y del bienestar creciente, así como los desequilibrios económicos y sociales, concretamente la pobreza de las zonas menos desarrolladas.

La nueva economía institucional. La tercera vertiente dentro de la escuela de la economía institucional abarcó gran variedad de corrientes que rastrearon distintas ramas de la economía, entre las cuales destacaron como más relevantes la economía del derecho que analizó los costes de transacción y los derechos de propiedad, y la nueva historia económica que contempló la historia en forma de un proceso de evolución de las instituciones. Entre los autores más representativos destacaron Oliver Williamson y Douglass North, pertenecientes respectivamente a estas escuelas.

Oliver Williamson, desde el campo de la economía de las organizaciones, habló de la teoría de los costes de transacción, la cual se entendió en este contexto como la cesión de determinados derechos de uso de un bien o de un servicio de un individuo a otro como unidad de análisis, y planteó que las transacciones pueden producirse a través del mercado o dentro de la propia empresa, y que esto dependió de la combinación específica de factores humanos y factores del entorno. Asimismo, estas operaciones implicaron unos costes determinados relativos tanto a la especificación del intercambio, como a los costes por hacer cumplir los acuerdos efectuados. La principal contribución de Williamson (1981; 1985) fue señalar que cualquier problema que sea formulado en términos contractuales puede ser estudiado mediante el uso del concepto de costes de transacción. Aunque Williamson enfatizó en analizar las estructuras organizacionales, los costes de transacción han sido

utilizados en una gran diversidad de áreas. En este sentido, el mismo Williamson aplicó el enfoque del coste de transacción al estudio de distintas instituciones económicas, y exploró sus implicaciones en las reglamentaciones y las políticas gubernamentales. En su análisis institucional, integró la economía con la teoría de la organización y el derecho contractual.

Teoría de los stakeholders. Supone una nueva visión empresarial, en la que el supuesto de la maximización del beneficio del accionista deja paso a una gestión basada en la relación con otros grupos de interés. En su estudio sobre gerencia estratégica “Strategic Management. A stakeholder approach”. Freeman (1984) definió a un stakeholder como “cualquier grupo o individuo que pueda impactar o ser impactado por el logro de los objetivos de la empresa”.

Esta teoría contiene muchos tipos de individuos y grupos que se involucran interna o externamente con la empresa, algunos con mayor interés económico, otros con interés social, unos apenas en defensa de sus derechos reales o para prevenir la afectación de su confort. A partir de esto, el modelo del stakeholder argumentó, sobre el sustento de ciertas normas, que el trabajo de la empresa debe beneficiar a la totalidad de los grupos que posean un interés legítimo en ella, por lo cual los beneficios deben ser repartidos entre todos.

(Donaldson & Preston, 1995).

El compromiso de la empresa es hacia todos sus grupos, y ha de tenerlos en cuenta en el momento de tomar sus decisiones. Desde esta perspectiva, el objetivo de la empresa es maximizar su valor que es definido por los intereses que poseen sus stakeholders. Así, esta teoría puede servir de nexo o puente entre la teoría a la práctica de una ética organizacional (Saiz, 2012). Phillips (2015) identificó a las partes legítimas (o normativas) de una empresa como aquellos grupos a los cuales la empresa debe una obligación basada en la participación de los mismos en el esquema cooperativo que constituye la organización y hace que sea una preocupación. Incluye clientes, comunidades en las que opera la empresa,

proveedores de capital, materiales, equipos y mano de obra. Las empresas pueden tener otras partes interesadas legítimas específicas de sus propias situaciones. En consecuencia, están estrechamente relacionados con la motivación de todas las partes intervinientes para cooperar en las actividades de creación de valor de la empresa. Es decir, cada categoría es importante a nivel individual, pero simultáneamente se relaciona con el valor que busca el grupo de actores asociados con la empresa, por ende, ayuda a establecer cómo y por qué cooperan exitosamente con el tiempo (por ejemplo, buscan estos particulares bienes y servicios, que valoran el sentido de la frialdad y las normas compartidas que la empresa ofrece, creen que obtienen el mejor trato de su asociación).

Con esta lógica, las empresas que tienden a mejorar el interés de sus grupos de interés han sido aquellas que pudieron mantener su apoyo y participación y prosperar con el tiempo. Las propias partes interesadas determinan sus propias funciones de utilidad basadas en las preferencias individuales, de acuerdo con Smith (2011) y Freeman, Harrison, Wicks, Parmar, y De Colle (2012). Sus preferencias provienen de las percepciones acerca de cómo las transacciones, las relaciones y las interacciones con la empresa influyen en la utilidad que reciben (Harrison & Wicks, 2013).

La literatura empírica existente, revisada por Freeman, Harrison, Wicks, Parmar y de Colle (2010) fue generalmente favorable a una relación positiva entre la gestión orientada a sus partes interesadas y el rendimiento de la empresa, que casi siempre se midió en términos de retornos financieros (Berman, Wicks, Kotha, & Jones, 1999; Choi & Wang, 2009; Hillman & Keim, 2001).

Por lo tanto, en casi la totalidad de los estudios empíricos orientados a las partes interesadas, la actuación de las mismas fue la variable independiente más que la variable dependiente. En consecuencia, la propia literatura empírica de los actores apoyó la idea de que los retornos financieros son la medida más relevante del valor creado por una empresa.

El desempeño financiero es importante para muchas de las partes intervinientes de una empresa, pero no es el único aspecto de valor que es importante para las partes interesadas. En consonancia con la idea fundamental de Freeman (1984), de que una empresa debe servir a múltiples partes interesadas, la actuación de la empresa puede definirse como el valor total creado por la empresa a través de sus actividades, que es el resultado de la utilidad creada para cada uno de los legítimos interesados de una empresa.

Teoría de la agencia. Eugene Fama y Michael Jensen (1983) concibieron a esta teoría como “la organización es un conjunto de contratos o reglas internas escritas y no escritas que especifican las etapas del proceso de la toma de decisiones dentro de la organización, la correspondencia, los derechos residuales y los mecanismos de control”.

Estas reglas definieron los derechos de cada contraparte dentro de la organización, los criterios de evaluación y la función de pagos de cada uno. A su vez, la estructura de contratos combinó la capacidad tecnológica de producción con los contratos externos para determinar la función del costo. Con estas mismas premisas funcionaron las empresas, con la diferencia de que estos contratos distinguieron entre los propietarios de los factores de producción, los agentes a cargo de dicha producción y los clientes. Así, si una firma proporciona un producto demandado a los más bajos precios y cubre sus costos (lo cual incluye la utilidad esperada por sus propietarios), puede sobrevivir.

Adicionalmente, estos contratos especificaron la naturaleza de los derechos residuales y el fraccionamiento de los procesos de decisión entre las contrapartes. Los derechos residuales mantuvieron sociedad con la contraparte que asumió el riesgo residual. Estos individuos, en contraprestación por el riesgo asumido, obtuvieron los derechos sobre los flujos de efectivo y fueron llamados portadores de riesgo residual. Además, redujeron su riesgo al asumir costos de monitoreo o diversificar sus derechos de propiedad con otros individuos. Por otra parte, el fraccionamiento de los procesos de decisión buscó controlar el

poder que se le otorgó al gestor de la organización. Es decir, el gestor debe seguir algunos lineamientos que no le permiten tomar decisiones con el total de recursos de la empresa. Algunos de estos protocolos incluyeron un monto límite donde se pueden hacer operaciones o procesos de supervisión mediante auditorías independientes que no son vigiladas por el gestor. Estas diferentes prácticas que buscaron la reducción de riesgos para los proveedores de capital se conocen como prácticas de Gobierno Corporativo [GC].

Es decir, la necesidad del GC nació del supuesto de la separación de la propiedad y el control. Al mismo tiempo, se evidenció la naturaleza del problema de agencia y cómo los contratos con incentivos apropiados pueden ser una solución a este problema. Esta teoría consideró a la empresa como la organización económica que basa su funcionamiento en un conjunto de contratos internos que regulan la conducta de sus integrantes, con la finalidad de obedecer con las expectativas de sus inversionistas (Jensen & Meckling, 1976).

En el ámbito del gobierno corporativo se puede observar la estrecha relación entre los dueños (accionistas) y la administración (agente) conformada por integrantes como gerentes, ejecutivos, directores, jefes; entre ellos se debe tener esclarecidas las formas de comunicación, información y funciones en la empresa. De esta manera, la teoría de la agencia soluciona las dificultades que se relacionan con el oportunismo del agente mediante un contrato perfecto que otorga a los accionistas la seguridad o certeza plena del cumplimiento de su labor, con el soporte de los estatutos de la empresa y el derecho común (Jensen & Meckling, 1976). Con relación al gobierno corporativo, la idea que transmite esta teoría es un sistema ideal de “*checks and balances*” entre inversores y los órganos de dirección, con la finalidad de lograr el funcionamiento eficiente entre la empresa y la producción consiguiente de valor a largo plazo. Así, las relaciones contractuales se aplican también al resto de integrantes de la empresa, como son los empleados, acreedores, clientes y demás integrantes (Jensen & Meckling, 1976).

Teoría de los *stewardship*. También denominada Teoría del Servidor, a su traducción al castellano, representó la alternativa a la teoría de la agencia, la cual buscó tener una mirada más sociológica y psicológica del agente, que es más confiable pues basa su toma de decisiones en los intereses de la compañía a la cual sirve, en vista que está comprometido con el éxito de la misma.

Así, los objetivos de administradores y de los accionistas de las empresas están alineados, bajo la perspectiva de que los administradores son confiables, que les preocupa su reputación y su utilidad, y se maximiza al actuar en beneficio de las organizaciones; estos hechos les impiden ir en contravía de los intereses de los accionistas. Incluso, si se presenta el caso en que los intereses de la organización chocan con los intereses del servidor, este último se puede inclinar hacia los intereses de la organización.

De esta manera, se confía que los administradores sean resistentes en desperdiciar recursos de los accionistas ya que actúan en la búsqueda de incrementar los intereses de la firma, por lo cual pueden tratar de alcanzar cada vez mejores utilidades y retornos para los accionistas. Así pues, este enfoque (servidor) no se enfocó en las motivaciones del administrador de los recursos, sino en las formas de facilitar y mejorar las estructuras de poder, lo cual aseguró que el ambiente laboral del gestor lo incentive a adoptar un comportamiento en pro de la organización y favorecer que el gestor ostente el doble cargo de pertenecer a la junta directiva y ser el administrador, pues puede implicar mejoras en la efectividad, y por tanto, mayores retornos para los accionistas (Donaldson, 1990; Donaldson & Davis, 1991; Muth & Donaldson, 1998). Esto se derivó por el motivo que los directores internos conocen más la empresa, ya que han trabajado mucho tiempo ahí y, por ende, pueden tomar mejores decisiones en comparación con directores externos, hecho que llevó a que ante una mayor participación de la administración en el control de la empresa se experimente un mejor desempeño financiero (Nicholson & Kiel, 2007).

Referente a este punto, incluso si hubiera costos de agencia que hicieran que el monitoreo sea relevante, los directores independientes carecen del conocimiento necesario para hacer un monitoreo efectivo (Nicholson & Kiel, 2007). Por otro lado, Nicholson y Kiel (2007), en un análisis que trata la relación entre el desempeño de la firma y los atributos de la junta directiva, encontraron que, si bien la teoría de agencia y la del servidor pueden explicar casos particulares, ninguna de estas teorías puede explicar los patrones generales de las relaciones encontradas entre la junta y el cumplimiento de las firmas. En este mismo sentido, Wasserman (2006) validó que las dos teorías mencionadas, más allá de presentar puntos de vista conflictivos, se pueden entender como complementarias al momento de explicar la remuneración de los altos ejecutivos en 528 nuevas empresas estadounidenses.

Por su parte, Kim y Gao (2013), al referirse a las empresas familiares en China, encontraron evidencia que soportó la teoría contingente, la cual indicó que en relación a ciertos factores situacionales y psicológicos que enfrenta una empresa, los administradores se pueden comportar como agentes o servidores (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997).

Investigaciones recientes han demostrado que los supuestos de esta teoría sólo aplicaron en contextos particulares y pudieron ser fortuitos en los factores de competitividad (Boyd, 1994; Boyd, 1995; Lee & O'Neill, 2003). Por ejemplo, Lane, Cannella y Lubatkin (1998) sugirieron que las predicciones de la teoría de la agencia no pueden ser soportadas en instancias en que los intereses gerenciales no estén en enfrentamiento con los de los stakeholders.

Por lo anterior, se ha propuesto la teoría del *stewardship* como un modelo opuesto al que establece la teoría de la agencia, el modelo sostuvo que los intereses de los directivos se encontraron alineados a los intereses del principal, en contraste a las motivaciones egoístas que sostuvo la teoría de la agencia. Según esta teoría, los directivos buscan equilibrar los intereses de los accionistas con los de los grupos de interés stakeholders, por lo cual tratan

de tomar decisiones en beneficios de todos (Fox & Hamilton, 1994). Se determinaron las particularidades de la conducta que deben tener los gerentes desde una perspectiva *stewards* (servidores), los cuales están motivados a actuar de manera proactiva y colectivista, lo cual tiene una alta utilidad en comparación con una actuación individualista y egoísta.

2.1.3 Evolución del gobierno corporativo

Se puede identificar tres fases de investigación en el gobierno corporativo: la primera surgió después de la integración del cuerpo de investigación desarrollado en EEUU, cuya investigación empírica ha intentado comprender el gobierno corporativo en términos de la teoría de la agencia y ha relacionado sus diferentes dimensiones con el desempeño y valor de la firma, principalmente para economías importantes como EEUU, Alemania y Reino Unido; la segunda etapa de investigación integró en sus estudios al sistema legal y su relación de éste con los mecanismos de gobernanza y la actuación de la firma, y se realizaron estudios comparativos entre países (Denis & McConnell, 2003). Y la tercera etapa amplió la investigación hacia economías emergentes, también se comenzaron a utilizar marcos teóricos diferentes a la teoría de la agencia, en donde los más frecuentes fueron la teoría institucional, la de los *stakeholders* y la del *stewardship*; e introdujeron aspectos menos tratados anteriormente, como las funciones del gobierno corporativo de fijación de estrategias o el asesoramiento.

De este modo se introdujo una mayor dinamicidad en el estudio del gobierno corporativo, que va más allá del control, o se contemplaron las diferencias que se producen de un país a otro o de una firma a otra, en relación al ámbito en el que se desenvuelven (Dedman & Filatotchev, 2008). Uno de los principales cambios que han afectado a las estructuras de gobierno corporativo se refirieron al consejo de administración, que se ha visto reforzado e impulsado últimamente y que hasta ese momento era una estructura que sólo figuraba en el papel y no ejercía en la realidad una función de control de la

organización de los directivos. En este sentido, la primera etapa se orientó a responder dos cuestiones fundamentales: por un lado, el análisis del impacto que tenía el gobierno corporativo, concretamente la existencia del consejo de administración, de acuerdo con Jensen y Meckling (1976); Fama (1980); Baysinger y Bulter (1985); Zahra y Pearce (1989); Hermalin y Weisbach (1991), sobre la actuación de la firma, medido primordialmente mediante indicadores de rentabilidad y de valor de mercado; por otro, se analizaba la incidencia de los mecanismos de gobierno sobre las decisiones realizadas por la firma, según Denis y McConnell (2003) y los mecanismos referidos a la estructura del consejo de administración, de acuerdo con Hermalin y Weisbach (1988); Rosenstein y Wyatt (1990); Pearce y Zahra (1992), a la compensación ejecutiva, a la concentración de la propiedad, según Prowse (1992); Edwards y Fischer (1994); Gorton y Schmid (1996) y a los mecanismos de control externo.

La segunda etapa de investigación surge cuando Jensen (1993) reconoció al sistema legal como un mecanismo de gobierno corporativo que se ocupa del problema de agencia entre directivos y accionistas, lo que da lugar a un amplio cuerpo de investigación centrado en estudios comparativos entre países. La tercera fase integró el estudio del gobierno corporativo también en economías emergentes. Surgieron diversas perspectivas teóricas, como los costes de transacción económica o la teoría basada en los recursos.

El concepto de gobierno corporativo surgió en un panorama económico en que los organismos nacionales e internacionales abogaron por la divulgación de información relacionada con el buen gobierno corporativo, y pusieron de manifiesto la gran importancia de la transparencia en los contenidos y en la difusión de la misma. Tal fue el caso de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE], la cual en el año 1999 emitió por primera vez unos “Principios de Gobierno Corporativo”, el mismo que se ha transformado en punto referencial para inversores, políticos, empresas y otras partes

interesadas de todo el mundo. El esfuerzo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE] ha sido fundamental para la difusión de los principios de GC, pues esta ha liderado diferentes grupos de trabajo que han producido lineamientos de GC de alta aceptación. Actualmente, en su tercera revisión (1999, 2004 y 2015), estos principios abarcaron temas relacionados con: (a) los derechos de los accionistas y su tratamiento equitativo, (b) el papel de los grupos de interés, (c) revelación de información y transparencia, y (d) las responsabilidades de la junta.

Estos principios, actualmente, han sido revisados con la finalidad de adaptarlos a los nuevos tiempos, en función que exista una mayor consciencia de los beneficios que conlleva mantener aplicado el buen gobierno corporativo y, por ende, la aplicación de buenas prácticas corporativas. En estos principios se encontraron los pilares básicos del concepto de gobierno corporativo, que es empleado tanto por los países conformantes de la OCDE como por los no miembros. El gobierno corporativo apareció como la estructura que permite asegurar un mayor control sobre la gestión y una mayor protección del interés de los inversores.

De este modo, se puede decir que la asimilación de mecanismos de gobierno corporativo aseguró en mayor medida la existencia y aplicación de buenas prácticas de gobierno, que contribuyen al incremento de credulidad por parte de los inversores, minimizar el costo de capital, garantizar la óptima marcha de los mercados financieros, y, por último, atraer medios de financiamiento con mayor estabilidad (OCDE, 2004).

Actualmente, las compañías líderes han comenzado a elaborar informes integrados donde proporcionaron, de manera conjunta y coordinada, información relativa, además de los resultados, perspectivas y estrategia empresarial, que mantienen relación con el gobierno corporativo (International Integrated Reporting Committee [IIRC], 2011). Esto mostró la importancia que adquirió el gobierno corporativo, en virtud de que se comienza a requerir

en las empresas información relativa al mismo, e información sobre la estrategia o los resultados. Empresas e inversores percibieron que un buen sistema de gobierno corporativo puede incidir en una mejora del rendimiento, proporciona una mejor gestión de riesgo, mejora la satisfacción de los inversores y proporciona un mejor acceso a los mercados de capital (Ramaswamy, Ueng, & Carl, 2008). Por tanto, ya sea por las ventajas derivadas de tener un buen gobierno, por la presión social que se ha generado a partir de los escándalos financieros o por exigencia del marco legal, el gobierno corporativo obtuvo una gran importancia y en las empresas se han establecido organizaciones estructuradas designadas a aseverar buenas prácticas corporativas, en ocasiones recogidas o plasmadas a través de códigos de buen gobierno o códigos éticos.

2.1.4 Tipos de gobierno corporativo

El gobierno corporativo depende en buena medida del entorno legal, reglamentario e institucional. El sistema de gobierno corporativo mantiene múltiples factores que origina el impacto en la función de la empresa. Sin embargo, existen diversas normas y principios comunes que pueden caracterizar, para determinar una serie de buenas prácticas de gobierno habituales para todos.

Los sistemas de gobierno corporativo son dependientes en mayor proporción al sistema legal del país. Así, se reconoce al sistema legal como un factor determinante en la protección de los derechos del inversor y el desarrollo de los mercados financieros (Jensen, 1993; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002). En la literatura pareció existir consenso en diferenciar dos modelos de gobierno corporativo. Por un lado, el modelo anglosajón o sistema del accionista, que estuvo basado en el mercado y cuyos principales representantes son EE. UU y Reino Unido. Por otro lado, el modelo europeo continental, que fue propio de países como Alemania, y en donde se encuentra a España (Ooghe & De Langhe, 2002).

El sistema anglosajón derivó del sistema de ley común (de origen inglés), con una legislación más flexible, con prácticas comunes e interpretaciones judiciales previas de la ley y unos estatutos aplicables en litigios. Asimismo, se caracterizó por tener un mejor sistema institucional, menores niveles de corrupción y costes más eficientes (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998).

La propiedad de las corporaciones se encuentra dispersa entre un gran número de accionistas, poseen estructuras de gobierno que buscan proteger los intereses de los inversores, mantienen mercados de capitales y financieros de gran evolución en donde la propiedad y sus derechos son negociados intensamente y donde son frecuentes las ofertas públicas de adquisición. Hay algunos ejemplos de los Códigos de Buen Gobierno más importantes en países con sistema anglosajón.

Además, el sistema continental surgió de la ley civil (cuyo origen es el derecho romano), en el que las leyes fueron dictadas por los parlamentos y las asambleas, y aplicadas por los jueces. Este sistema, asimismo, se dividió en tres grupos tradicionales de ley: (a) la francesa, (b) alemana, y (c) escandinava. La ley francesa fue la más débil en proteger los derechos del inversor, mientras que la alemana y escandinava se localizaron en un nivel medio (La Porta et al., 1998; 2000). La propiedad en los países con sistema continental estuvo más concentrada, se encontró en manos de familias o bancos, los mercados financieros estuvieron mucho menos desarrollados y existió una protección de los inversores también menor, como consecuencia principal de la subordinación de los intereses de los accionistas a los de los propios directivos.

Este último es el caso español, con un número considerable de medianas empresas, que en su mayoría, los grandes accionistas resultaron ser grupos de familias y los tres mayores accionistas llegaron a poseer el 50% de accionariado empresarial, con lo que la propiedad se encontró altamente concentrada (La Porta et al., 1999).

Junto a los sistemas anteriores ha surgido en los últimos tiempos un tercer modelo o sistema, propio de los mercados emergentes, según Krambia-Kapardis y Psaros (2006), denominado “modelo emergente o institucional”. Se basó en aspectos tales como el gobierno, los Bancos y otros tipos de instituciones, y su principal pilar es la transparencia institucional (Millar, Eldomiaty, Choi, & Hilton, 2005). Este sistema se caracterizó por una alta centralización de la propiedad y el control se encuentra en manos de corporaciones, Bancos o familias, y existió una alta probabilidad de conflicto de intereses con los accionistas controladores, la gerencia y los accionistas minoritarios (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997).

2.1.5 Principios de gobierno corporativo

Los principios de gobierno corporativo fueron originalmente desarrollados por la OCDE en 1999, y actualizados por última vez en el 2004. La revisión actual se ha llevado a cabo bajo los auspicios del Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE con todos los países del G20 invitados a intervenir en la revisión en pie de igualdad con los países Miembros de la OCDE. Expertos de instituciones internacionales clave, especialmente el Comité de Basilea, el FSB y el Grupo del Banco Mundial, también han participado activamente en la revisión (More, 2015, p. 12).

La OECD (2016) señaló que “los principios revisados mantienen muchas de las recomendaciones de versiones anteriores como componentes esenciales y continuos de un marco efectivo de gobierno corporativo” (p. 4). También introdujeron algunas nuevas cuestiones y dieron mayor énfasis o claridad adicional a los demás.

Si bien algunos de los principios pueden ser más apropiados para las empresas más grandes que para las pequeñas, se sugiere que los encargados de la formulación de políticas concienzen sobre el buen gobierno corporativo de todas las empresas, incluidas las más pequeñas y no cotizadas.

Los principios se presentaron en seis enfoques diferentes: (a) asegurar las bases para un marco de gobierno corporativo efectivo, (b) los derechos y trato equitativo de los accionistas y las principales funciones de propiedad; (c) inversionistas institucionales, mercados de valores y otros intermediarios; (d) el papel de las partes interesadas; (e) divulgación y transparencia, y (f) las responsabilidades del consejo.

Asegurar la base de un marco de gobierno corporativo efectivo. El marco de gobierno corporativo debe fomentar mercados con justicia y transparencia así como asignar eficientemente los recursos. Debe ser consistente con el Estado de derecho y apoyar una supervisión y un cumplimiento efectivos. Una gobernanza corporativa eficaz requiere un sólido marco jurídico, reglamentario e institucional donde los participantes del mercado puedan confiar cuando establezcan sus relaciones contractuales privadas.

Este marco de gobierno corporativo típicamente comprendió elementos de legislación, regulación, acuerdos de autorregulación, compromisos voluntarios y prácticas empresariales, los mismos que son resultantes de las circunstancias específicas, la historia y la tradición de un país. La mezcla deseable entre legislación, reglamentación, autorregulación, normas voluntarias, etc. puede variar, por lo tanto, de un país a otro (OECD, 2016, p. 13).

Es sustancial para este principio que: (a) la división de responsabilidades entre las autoridades esté claramente articulada y diseñada para el servicio público, (b) la regulación y mercados bursátiles sean el medio eficiente en los cuales los inversores puedan expresar interés o no en la gestión de un determinado emisor, (c) las autoridades de supervisión y reglamentación trabajen con eficiencia y responsabilidad; (d) un diálogo y cooperación internacional cada vez más fluido, al tener esto mayor importancia para el Gobierno Corporativo. Este análisis debe considerar una herramienta importante en el procedimiento a desarrollar el marco de gobierno corporativo efectivo. Con este fin, una consulta eficaz y

continúa con el público es un elemento esencial. En algunas jurisdicciones, esto puede necesitar ser complementado por iniciativas para informar a las compañías y a sus grupos de interés sobre las bondades de implementar buenas prácticas de gobierno corporativo.

Derechos y trato equitativo de los accionistas y funciones clave de propiedad. La OECD (2016) ha señalado que:

El marco de gobierno corporativo debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y garantizar el trato equitativo de todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y extranjeros. Todos los accionistas deben tener oportunidad de obtener una reparación efectiva por violación de sus derechos (p. 14).

Como derechos básicos que se debe introducir en este principio se tiene: (a) métodos seguros de registro de propiedad, en el caso de los inversores en renta variable que tienen ciertos derechos de propiedad con responsabilidad limitada a la totalidad de la inversión; (b) transmitir o transferir acciones; (c) obtención oportuna y regular de información; (d) aprobar o participar en las decisiones relativas a cambios corporativos fundamentales, (e) la oportunidad de intervenir efectivamente y votar en las asambleas generales de accionistas y estar informados de las reglas, (f) consultar entre sí y con los accionistas institucionales cuestiones relativas a sus derechos básicos a reserva de excepciones para evitar abusos, (g) a que la totalidad accionarial de una misma serie sean tratados por igual; (h) las transacciones con partes vinculadas deben ser aprobadas y conducidas, de este modo puede estar asegurada la óptima gestión de conflictos de intereses, protegiéndose además los intereses de la compañía y sus accionistas; (i) los accionistas minoritarios deben ser protegidos contra acciones abusivas por parte de los accionistas controladores que actúen directa o indirectamente, o en interés de estos, y deben disponer de medios de reparación eficaces; y (j) se debe permitir que los mercados de control corporativo funcione con eficiencia y

transparencia. Independientemente del derecho de los accionistas de participar en decisiones corporativas, la administración tiene la responsabilidad de tomar decisiones de negocios rápidamente.

Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios. La OECD (2016) indicó que “el marco de gobierno corporativo debe proporcionar incentivos sólidos durante toda la cadena de inversiones y proveer para que los mercados de valores funcionen de una manera que contribuya al buen gobierno corporativo” (p. 32).

La presencia de intermediarios que actúan como tomadores de decisiones independientes influye en los incentivos y la capacidad de involucrarse en el gobierno corporativo. La participación de los inversores institucionales, como los fondos de inversión, los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los hedge funds han aumentado significativamente, y muchos de sus activos son gestionados por ejecutivos de activos especializados. La capacidad y el interés de los inversores institucionales y los gestores de activos para participar en el gobierno corporativo varían ampliamente. Para algunos, la participación en el gobierno corporativo, incluido el ejercicio de los derechos de voto, es una parte natural de su modelo de negocio. Otros pueden ofrecer a sus beneficiarios y clientes una estrategia de inversión que no incluyen ni motivan a gastar recursos en la participación de los accionistas. Si la participación de los accionistas no forma parte del modelo de negocio y de la estrategia de inversión de la institución, los requisitos obligatorios para comprometerse, por ejemplo, mediante la votación, pueden ser ineficaces y llevar a un enfoque recíproco (OECD, 2016).

Para ser eficaz, el marco jurídico y reglamentario del gobierno corporativo debe desarrollarse y considerar analíticamente la realidad económica en la que se va a implementar. En muchas jurisdicciones, el mundo real del gobierno corporativo y la propiedad ya no se caracterizó por una relación directa y sin compromisos entre el actuar de

la compañía y los ingresos de los beneficiarios finales de las participaciones. En realidad, la cadena de inversiones suele ser larga y compleja, con numerosos intermediarios que se sitúan entre el beneficiario final y la empresa (OECD, 2016). Los principios recomiendan que: (a) los inversionistas institucionales divulguen sus políticas con respecto al gobierno corporativo y de voto con respecto a sus inversiones, asimismo los procedimientos que tienen para decidir sobre la utilidad de sus derechos de voto; (b) los votos deben ser emitidos por custodios o nominados según las instrucciones del beneficiario efectivo de las acciones; (c) los inversores institucionales que actúen en una capacidad fiduciaria deben revelar cómo manejan los conflictos de intereses materiales, los mismos que pueden afectar el ejercicio de los principales derechos de propiedad sobre sus inversionistas; (d) el marco de gobierno corporativo debe exigir que los asesores, analistas, corredores, agencias de calificación y otros que proporcionen análisis o asesoramiento relevantes para las decisiones de los inversionistas, revelen y minimicen los conflictos de intereses que puedan comprometer la integridad de su análisis o asesoramiento; (e) el uso de información privilegiada y la manipulación del mercado deben prohibirse y aplicarse las normas aplicables; (f) en las compañías que se enumeran en una jurisdicción que no sea su jurisdicción de incorporación, las leyes y regulaciones aplicables de gobierno corporativo deben ser claramente reveladas; y (g) los mercados de valores deben proporcionar un descubrimiento de precios justo y eficiente, como un medio para ayudar a promover un gobierno corporativo efectivo.

El papel de los Stakeholders en el gobierno corporativo. El marco de gobierno corporativo debe admitir los derechos de todas las partes conformantes y establecidas por ley o mediante acuerdos mutuos, y alentar la cooperación activa entre las corporaciones y los integrantes en la generación de riqueza, empleos y la sostenibilidad de empresas financieramente sólidas (OECD, 2016).

Un aspecto clave del gobierno corporativo se refirió a asegurar el flujo de capital externo a las empresas, tanto en forma de capital como de crédito. El gobierno corporativo también se ocupa de encontrar maneras de alentar a los diversos grupos de interés de la empresa a emprender niveles de inversión económicamente óptimos en el capital humano y físico específico de la empresa.

La competitividad y el éxito final de una corporación es el resultado del trabajo en equipo que incorpora las contribuciones de una gama de proveedores de recursos diferentes, lo cual incluye inversionistas, empleados, acreedores, clientes y proveedores, y otras partes interesadas.

Las empresas deben reconocer que las contribuciones de las partes conformantes constituyeron un recurso valioso para la creación de empresas competitivas y rentables. Por lo tanto, es en el interés a largo plazo de las corporaciones fomentar la cooperación generadora de riqueza entre las partes interesadas. El marco de gobernanza debe reconocer cuáles son los intereses que mantienen las partes interesadas y su contribución al éxito a largo plazo de la corporación (OECD, 2016).

Este principio se basó en: (a) los derechos de las partes interesadas regulados por ley o mediante acuerdos mutuos deben ser respetados; (b) cuando los intereses de las partes interesadas están protegidos por la ley, los interesados deben tener la opción de obtener una reparación efectiva por la violación de sus derechos, además, el marco legal y el proceso deben ser transparentes y no impedir a las partes interesadas comunicarse y obtener reparación por la violación de los derechos; (c) se debe permitir el desarrollo de procesos a fin de conseguir implicación por parte de los empleados; (d) cuando los interesados participen del desarrollo de gobierno corporativo, deben poseer acercamiento a información pertinente, suficiente y confiable de manera oportuna y regular, y cuando las leyes y la práctica de los marcos de gobierno corporativo prevén la participación de las partes

interesadas, es importante que las partes interesadas tengan acceso a la información requerida a fin de consumir sus responsabilidades; (e) las partes interesadas, incluidos los empleados individuales y sus órganos representativos, deben poder comunicar libremente sus preocupaciones sobre prácticas ilegales o no éticas al consejo y a las autoridades públicas competentes, y sus derechos no deben verse comprometidos por ello; las prácticas no éticas e ilegales de los directivos corporativos pueden no solo violar los derechos de los interesados, sino también en detrimento de la compañía y sus accionistas en términos de efectos de reputación y un riesgo creciente de pasivos financieros futuros; y (f) el marco de gobierno corporativo debe complementarse con un marco de efectividad y eficacia de insolvencia, y con la aplicación efectiva de los derechos de los acreedores. Las compañías con un buen historial de gobierno corporativo suelen ser capaces de pedir préstamos de mayores sumas y en condiciones más favorables que las que tienen registros deficientes o que operan en mercados menos transparentes.

Divulgación y transparencia. El marco de gobierno corporativo debe aseverar que se realice una divulgación oportuna y precisa en todos los asuntos materiales relacionados con la corporación, lo cual incluye la situación financiera, el desempeño, la propiedad y el gobierno de la empresa. Casi en todos los países se recopiló una gran cantidad de información, tanto obligatoria como voluntaria, sobre las compañías que cotizan en bolsa y las grandes empresas no cotizadas, y posteriormente se difundió a una amplia gama de usuarios (OECD, 2016).

La divulgación al público suele requerirse, como mínimo, sobre una base anual, aunque algunos países requieren divulgación periódica semestral o trimestral, o incluso con alta continuidad para el desarrollo de materiales que afectan a la compañía. A menudo, las empresas hicieron revelaciones voluntarias que van más allá de los requisitos mínimos de divulgación en contestación por la demanda del mercado. Los principios apoyan la

divulgación oportuna de todos los desarrollos materiales que surgen entre los informes periódicos. También apoyan la notificación simultánea de material o información requerida a todos los accionistas para asegurar su trato equitativo. Al mantener cercanos vínculos con los inversores y los participantes en el mercado, las empresas deben tener cuidado de no violar este principio fundamental del trato equitativo. No existe la expectativa de que los requisitos de divulgación impongan cargas administrativas o de costos excesivos a las empresas. Tampoco se espera que las empresas divulguen información que pueda poner en peligro su posición competitiva, a menos que la divulgación sea necesaria para informar plenamente la determinación de inversión y evitar engañar al inversor.

A fin de determinar qué información debe divulgarse como mínimo, muchos países aplican el concepto de materialidad. La información material puede definirse como información cuya omisión o representación errónea puede influenciar en las decisiones económicas tomadas por los usuarios de la información. La información material también puede definirse como información que un inversionista razonable considera importante para tomar una decisión de inversión o voto (OECD, 2016).

La divulgación también ayuda a mejorar la comprensión pública de las actividades y estructura de las empresas, las políticas corporativas y el desempeño en relación a las normas ambientales y éticas y las relaciones de las compañías con las comunidades en las que operan. En muchas jurisdicciones, las Directrices de la OCDE para las Empresas Multinacionales pueden ser pertinentes para las empresas nacionales.

Este principio se basó fundamentalmente en: (a) la divulgación debe incluir, pero no limitarse a, información importante sobre los resultados financieros y operativos de la empresa, las metas de la compañía e información no financiera, mayor participación accionaria, incluidos los beneficiarios efectivos y derechos de voto, remuneración de los miembros del consejo y de los ejecutivos clave, la información sobre los miembros del

consejo, y debe incluir sus calificaciones, el proceso de selección, otros cargos directivos de la compañía y si son considerados independientes por el consejo, factores de riesgo previsible, temas concernientes a los empleados y otras partes interesadas, políticas y estructuras de gobierno corporativo, lo cual incluye el contenido de cualquier código o política de gobierno corporativo y el proceso por el cual se implementa; (b) la información debe ser preparada y divulgada de acuerdo con altos estándares de calidad de la contabilidad y la información financiera y no financiera; (c) una auditoría anual que precise realizarla por un auditor independiente, competente y calificado, según con las normas de auditoría de alta calidad, para proporcionar una garantía externa y objetiva al directorio y a los accionistas de que los estados financieros representan adecuadamente la posición financiera y la función de la compañía en todos sus aspectos materiales; (d) los auditores externos deben rendir cuentas a los accionistas y deben a la empresa el ejercicio del debido cuidado profesional en la ejecución de la auditoría; (e) los canales de difusión de la información deben permitir un acceso igual, oportuno y rentable a la información pertinente de los usuarios.

Las responsabilidades del consejo. El marco de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa, el monitoreo efectivo de la administración por parte de la junta y la responsabilidad del consejo ante la compañía y los accionistas (OECD, 2016). Las estructuras y procedimientos de la junta varían entre los países. Algunos países cuentan con consejos de dos niveles que separan la función de supervisión y de gestión en diferentes órganos.

Tales sistemas suelen tener un "consejo de supervisión", compuesto por miembros del consejo no ejecutivo y un "consejo de administración", compuesto exclusivamente por ejecutivos. Otros países tienen juntas "unitarias", que reúnen a miembros ejecutivos y no ejecutivos. En algunos países, existe también un órgano estatutario adicional para fines de auditoría. Los principios tienen la intención de aplicarse a cualquier estructura de la junta

que se encargue de las funciones de gobernar la compañía y monitorear la administración. Junto con la estrategia corporativa, el directorio es el principal responsable de supervisar el desempeño gerencial y lograr un retorno adecuado para los accionistas, evitar conflictos de intereses y equilibrar las demandas competitivas de la corporación. Para que los consejos puedan cumplir eficazmente sus responsabilidades, deben ser capaces de ejercer un juicio objetivo e independiente.

Otra importante responsabilidad de la junta es inspeccionar el sistema de gestión de riesgos y los sistemas diseñados, para asegurar que la corporación obedece las leyes aplicables, lo cual incluye impuestos, competencia, trabajo, medio ambiente, igualdad de oportunidades, salud y leyes de seguridad. En algunos países, las empresas han considerado útil articular explícitamente las responsabilidades que asume el consejo y aquellas para las cuales la administración es responsable (OECD, 2016).

El directorio no sólo es responsable ante la compañía y sus accionistas, sino que también tiene el deber de actuar en su mejor interés. Además, se espera que las juntas tomen debidamente en cuenta y traten de manera justa con otros intereses de los conformantes, lo cual incluye los de empleados, acreedores, clientes, proveedores y comunidades locales. La observancia de las normas ambientales y sociales es relevante en este contexto.

Los fundamentos en que se basó este principio fueron: (a) los miembros del consejo deben actuar con plena información, de buena fe, con la debida diligencia y el interés de la compañía y de los accionistas; (b) cuando los dictámenes de la junta directiva pueden afectar a diferentes grupos de accionistas de manera diferente, el consejo debe tratar a todos los accionistas equitativamente; (c) el consejo debe aplicar altos estándares éticos basados en los intereses de largo plazo de la empresa; (d) el consejo debe cumplir ciertas funciones clave, lo cual incluye, entre otros, la revisión y orientación de la estrategia corporativa, planes de acción principales, políticas y procedimientos de gestión de riesgos, presupuestos

anuales y planes de negocios, establecimiento de objetivos de rendimiento, seguimiento de la implementación y desempeño corporativo, y supervisar los principales gastos de capital, adquisiciones y desinversiones; (e) monitorear la efectividad de las prácticas de gobierno corporativo y realizar cambios según sea necesario; (f) seleccionar, compensar, monitorear y, cuando sea necesario, reemplazar a ejecutivos clave y supervisar la planificación de la sucesión; (g) alinear la retribución clave de los ejecutivos y los consejeros con los intereses a largo plazo de la compañía y sus accionistas; (h) asegurar una nominación y un proceso electoral formal y transparente; (i) supervisar y gestionar posibles conflictos de intereses de la administración, los miembros de la junta directiva y los accionistas, lo cual incluye el uso indebido de los activos corporativos y el abuso en las transacciones con partes relacionadas, (j) garantizar la integridad de los sistemas de contabilidad y de información financiera de la sociedad, incluida la auditoría independiente, y de que existan sistemas de control adecuados, en particular sistemas de gestión de riesgos, control financiero y operacional y cumplimiento de la legislación y las normas pertinentes; (k) supervisar el proceso de divulgación y comunicaciones; y (l) el consejo debe poder ejercer un juicio independiente y objetivo sobre asuntos corporativos.

2.1.6 Dimensiones de gobierno corporativo

En el caso peruano, y en virtud de la aplicación del Buen Gobierno Corporativo para las sociedades de Bolsa, las dimensiones que se tomaron en cuenta son las siguientes:

1. Pilar I: Derechos de los accionistas: De acuerdo con la Superintendencia de Mercado de Valores [SMV] (2013), los principios que deben prevalecer son los siguientes: (a) principio 1: Paridad de trato; (b) principio 2: Participación de los accionistas; (c) principio 3: No dilución en la participación en el capital social; (d) principio 4: Información y comunicación a los accionistas; (e) principio 5:

Participación en dividendos de la sociedad; (f) principio 6: Cambio o toma de control; y (g) principio 7: Arbitraje para solución de controversias.

2. Pilar II: Junta General de Accionistas: Los principios que se aplicaron son los siguientes: (a) principio 8: Función y competencia; (b) principio 9: Reglamento de Junta General de Accionistas; (c) principio 10: Mecanismos de convocatoria; (d) principio 11: Propuestas de puntos de agenda; (e) principio 12: Procedimientos para el ejercicio del voto; (f) principio 13: Delegación de voto; y (g) principio 14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas (Superintendencia de Mercado de Valores [SMV], 2013).
3. Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia: Los principios que se tomaron en cuenta para esta dimensión son los siguientes: (a) principio 15: Conformación del Directorio; (b) principio 16: Funciones del Directorio; (c) principio 17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio; (d) principio 18: Reglamento de Directorio; (e) principio 19: Directores independientes, el Directorio, en el marco de sus facultad; (f) principio 20: Operatividad del Directorio; (g) principio 21: Comités especiales; (h) principio 22: Código de Ética y conflictos de interés; (i) principio 23: Operaciones con partes vinculadas; y (j) principio 24: Funciones de la Alta Gerencia (Superintendencia de Mercado de Valores [SMV], 2013).
4. Pilar V: Transparencia de la información: Los principios que se tomaron en cuenta para esta dimensión son los siguientes: (a) principio 28: Política de información; (b) principio 29: Estados financieros y memoria anual; (c) principio 30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas; y (c) principio 31: Informe de gobierno corporativo (Superintendencia de Mercado de Valores [SMV], 2013).

2.1.7 Evolución del mercado bursátil en los últimos diez años

En los primeros días del mes de diciembre del 2011, el mercado mantuvo cierta estabilidad –leves alzas y bajas– ante la expectativa de los inversionistas por la celebración de la cumbre de mandatarios europeos en Bruselas y la posibilidad de que se aprobara una mayor intervención del Banco Central Europeo, para aliviar la situación de la región y contener los rendimientos de los bonos soberanos (Bolsa de Valores de Lima [BVL], 2011). Sin embargo, en el anuncio del presidente del BCE (ocho de diciembre) se descartó un incremento masivo de la compra de bonos, lo cual produjo una corriente vendedora que logró hacer descender de manera significativa a los índices bursátiles. Si bien el nueve de diciembre se obtuvo un pacto a fin de implementar un sistema de supervisión presupuestario estricto en la zona euro –que inicialmente generó confianza–, las agencias calificadoras de riesgo advirtieron que las medidas eran insuficientes, y retomaron la incertidumbre el día 12 (BVL, 2011).

Ante esta situación, el día 14 se observó una caída significativa en los precios de los commodities, lo cual retroalimentó aún más el clima de desconfianza y la caída de las bolsas. La caída más baja se dio en diciembre 19, direccionando la crisis a la Banca norteamericana en donde sufrieron un fuerte descenso las acciones de mayor trascendencia, tal como son las acciones del Bank of América –el más grande de EEUU –, lo cual propició una nueva caída de todas las bolsas. En el caso del IGBVL, hasta dicha fecha el indicador del país presentó una tendencia de similar característica a los índices de Wall Street.

En el 2012, durante el mes de marzo, los movimientos que se observaron en los principales índices de cotizaciones de la BVL estuvieron sustentados por la evolución positiva de los precios internacionales de los commodities, así como por la coyuntura económica que se dio en Estados Unidos, Europa y China.

En este contexto, el IGBVL registró ganancias por tercer mes consecutivo al obtener un rendimiento mensual de 3.98%, seguido del Índice Selectivo con 5.72%, el Índice Nacional de Capitalización redituó en 4.83% y el Índice de Buen Gobierno Corporativo lo hizo en 6.78%. Con relación a los índices sectoriales, el único que se depreció fue el Agropecuario (-4.21%), mientras que los demás rubros reportaron desempeños en un rango de +2% y +12%. Entre los valores que contribuyeron con su comportamiento a la obtención de estos resultados, figuraron: GRAMONC1 (+19.86%), CORAREI1 (+15.18%), CREDITC1 (+11.61%), FERREYC1 (+9.18%), ALICORC1 (+7.04%), CONTINC1 (+6.25%), EDEGELC1 (+6.13%), VOLCABC1 (+4.23%), LUSURC1 (+3.97%), y MINSURI1 (+3.59%).

Con referencia a la negociación en la BVL, en este mes el volumen transado fue de 603.50 millones de dólares –mayor importe desde junio del 2011–, debido a los importantes montos de las acciones de Credicorp, Ferreyros, Volcan “B”, así como la realización de una operación atípica: la Bolsa de Valores de Lima efectuó una Oferta Pública de Intercambio (OPI) de sus acciones clase “A” con derecho a voto por clase “B” por una suma de 44.14 millones de dólares (a un precio de 9.50 soles por acción) (Bolsa de Valores de Lima [BVL], 2012).

En lo referente a los principales indicadores de las bolsas extranjeras, en marzo se observaron rendimientos mixtos. En la región se reportaron alzas en la mayoría de índices, con excepción del Ibovespa de Sao Paulo, que cayó en -1.98%. En Europa, el Dax Index de Frankfurt se apreció en 1.32%; mientras que se obtuvieron pérdidas en el CAC 40 de París (- 0.83%), el FTSE 100 de Londres (-1.76%) y el Ibex 35 de Madrid (-5.41%). En Asia, los índices de Hong Kong y Shanghai retrocedieron -5.19% y -6.82%, respectivamente, en tanto el Nikkei 225 de Japón subió en 3.71% (Bolsa de Valores de Lima [BVL], 2012).

En relación con el comportamiento de la Bolsa de Valores de Lima en el año 2013, el índice de la BVL retrocedió cerca de un 30%. En tanto, el precio del oro cayó aproximadamente 25%, el descenso del oro tuvo alta correlación con nuestra plaza bursátil. Sin embargo, para el año 2014, la BVL recuperó su potencial de apreciación entre 15 y 17%, según los fundamentos de las empresas (Montero, 2013). Desde mayo 2015, la Bolsa de Valores de Lima [BVL] presentó una variación en sus índices. Antes de esa fecha se denotaba tres principales índices: el Índice General de la BVL (IGBVL), el Índice Selectivo de la BVL (ISBVL) y el Índice Nacional de Capitalización (INCA) (Arispe, 2015). Los dos primeros eran índices de liquidez, mientras que el INCA era un índice de capitalización. Era preciso estar entre las acciones más líquidas del mercado peruano a fin de que una acción ingrese a formar parte de cualquiera de los índices anteriormente mencionados. El ISBVL y el INCA tenían un número fijo de acciones (15 y 20 respectivamente) y el IGBVL no tenía un número fijo (entre 30 y 38, lo cual dependió de varios factores). Se determinaba la liquidez según estas tres condiciones: (a) los volúmenes negociados en moneda local y/o extranjera, (b) el número de operaciones, y (c) la frecuencia de negociación. Entonces las acciones más líquidas entraban a estos índices (Arispe, 2015).

La diferencia radicó en cómo se calcularon los pesos de las acciones que integran el índice. Para el ISBVL y el IGBVL, el peso estaba, otra vez, según la funcionalidad de liquidez del papel. Así es que las acciones más líquidas tenían más peso en la canasta de acciones determinada. Sin embargo, el INCA determinaba el peso de las acciones en base al market cap del free float de las acciones seleccionadas. A mayor market cap del free float, mayor peso en el índice (Arispe, 2015).

Por ello, el único índice replicable era el INCA y, por ello, el INCA necesariamente debía ser el índice que los portafolios managers y el mercado en general debía tomar como benchmark. Por razones que no resultaron claras, ni la BVL ni el mercado en general le

dieron la importancia que debían al INCA, y muchas personas aún usaron el IGBVL como referencia (Arispe, 2015). La BVL se asoció con Standard & Poors y han lanzado nuevos índices al mercado. Se ven los tres más importantes. También está el S&P/BVL Lima 25 Index (Lima 25). El Lima 25 es un índice de liquidez. Similar al ISBVL, pero fueron ahora 25 acciones. Las 25 acciones más líquidas entran al índice y el peso de la acción se determina en base a la liquidez. No es un índice que seguir. Se consideró que no debe existir, pues confunde a las personas menos informadas sobre el tema (Arispe, 2015). Por otro lado, en el mes de julio del 2017, la Bolsa de Valores de Lima se caracterizó por un comportamiento divergente entre las cotizaciones de sus principales índices y la negociación del mercado. Por un lado, sus indicadores retomaron la tendencia alcista –en comparación a junio– apoyada principalmente en la recuperación generalizada de los precios internacionales de los commodities. Sin embargo, los montos transados y el número de operaciones en renta variable cayeron, y se posicionaron en niveles mínimos de inicios de 2016. Durante la primera semana, el mercado local desarrolló un movimiento lateral (SP/BVL Perú Select: -0.05%). Este escenario se atribuyó a que las pérdidas de importantes acciones mineras, como Volcan “B” (-2.4%) y Buenaventura (-1.1%), fueron compensadas por el avance los sectores financieros (SP/BVL Financials: +1.2%) y servicios (SP/BVL Services: +1.7%) (Bolsa de Valores de Lima [BVL], 2017) (ver Figura 3).

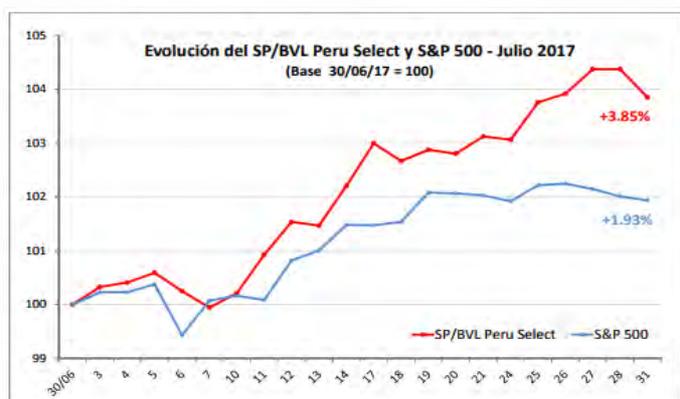


Figura 3. Evolución del SP/BVL Perú Select y S&P 500 - julio 2017.

Adaptado de *Informe Bursátil – BVL – Julio 2017*, por Bolsa de Valores de Lima, 2017, p. 3.

Asimismo, otros títulos mineros e industriales también se vieron favorecidos por el repunte de las cotizaciones internacionales de cobre (Comex: +9.5%; LME:+9.2%). Además de la debilidad del dólar, indicadores positivos de la economía china y posibles políticas de su gobierno generaron optimismo sobre la demanda futura del metal básico. Es así que en el mercado interno destacaron las ganancias de Southern (+13.2%).

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

En Perú, la Superintendencia de Mercados de Valores [SMV] promueve las buenas prácticas de gobierno corporativo mediante su Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. La finalidad es hacer que las compañías peruanas logren estándares internacionales y así poder ofrecer una mayor confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros (Bolsa de Valores de Lima [BVL], 2013). Sin embargo, solo las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima están obligadas a utilizarlas.

2.1.9 Tendencias y Perspectivas

En Perú se ha elaborado un Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, el cual comprende los mejores estándares de buen gobierno corporativo identificados a nivel global y local, que se ajustan a la realidad peruana, y en donde se resalta en especial la dinámica de la Junta General de Accionistas (propiedad), el Directorio (administración) y la Alta Gerencia (gestión ordinaria); así también, se da cumplimiento en la implementación de una gestión de riesgos adecuada (Superintendencia del Mercado de Valores [SMV], 2013). Se debe recordar que las prácticas de buen gobierno corporativo velan por la correcta asignación de poderes y responsabilidades entre el directorio, la alta gerencia, y los propietarios, y establecen un balance y equilibrio entre los tres grupos (Postigo, 2015). Según la Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2013), el Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas debe ser

visto como una guía para las empresas; y está dividido en cinco pilares fundamentales: (a) los derechos de los accionistas, (b) la junta general de accionistas, (c) el directorio y la alta gerencia, (d) los riesgos y cumplimiento, y (e) la transparencia de la información. A través de estos pilares se da cumplimiento a las buenas prácticas de gobierno corporativo y se pretende establecer una cultura que permita la autorregulación de las empresas, para lograr de este modo satisfacer a todos los grupos de interés y también lograr posicionarse dentro del mercado de capitales del país y del exterior. Para garantizar una óptima gestión en la administración de las empresas y evitar que estas puedan originar situaciones que vayan en contra del buen gobierno corporativo, se debe contar con adecuados mecanismos de control. Por ello, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] recomienda “revisar constantemente y adaptar los criterios del buen gobierno corporativo, para satisfacer las nuevas demandas y aprovechar las oportunidades actuales” (Superintendencia del Mercado de Valores [SMV], 2013, p. 4).

2.2 La Filosofía de Creación de Valor (Value Based Management)

Este concepto nació de la necesidad de gestionar valor y concentrarse más que nunca en el valor que crean, tanto las estrategias a nivel corporativo como en las unidades de negocios, como lo son las adquisiciones apalancadas, solicitudes de compras hostiles (OPAS), lucha por la inspección en la administración de las empresas, operaciones de fusión y adquisición, y recompra de acciones cuyo fin es el de lograr mayor valor para el accionista.

2.2.1 Método basado en las ganancias contables (ROE, ROA)

La práctica financiera brinda una serie de parámetros cuya finalidad es evaluar la calidad de la gestión y que, con más o menos intensidad se relacionan con la creación del valor el ROA y el ROE, que son indicadores que presentan una serie de deficiencias para medir la creación del valor, por medir actuaciones pasadas y omitir valor creado por los

cambios de expectativas. El ROE, también conocido como rendimiento sobre el patrimonio, según Gitman y Zutter (2012) es la relación entre la ganancia de la empresa dividido entre el monto aportado de los inversionistas. Intenta medir cuánto beneficio obtiene la empresa por el patrimonio del accionista.

El ROA, conocido como rendimiento sobre los activos totales (RSA) o rendimiento sobre la inversión (RSI), según Gitman y Zutter (2012) es la relación entre la ganancia de la empresa dividido entre el monto total de los activos de la empresa. Indica cómo de bien aprovecha una empresa su activo para generar beneficios.

Ambos indicadores significan rentabilidad y suministran vasta información acerca de la utilidad sobre los activos y de los fondos propios, respectivamente. Pero, además, si son combinados de manera adecuada, pueden proporcionar información adicional de la estructura de financiación más adecuada para la empresa.

Tanto con el ROE como con el ROA, que son indicadores financieros tradicionales sustentados en las utilidades, el compararlos se realiza con el fin de precisar la estructura financiera (o de pasivo) más adecuada para el crecimiento de la empresa. En finanzas, esta diferencia se denominó apalancamiento, cuyo efecto puede ser: (a) positivo, cuando el ROE es superior a ROA; (b) nulo, cuando ambas ratios coinciden a causa de que existe deuda cero; y (c) negativo, cuando el ROE es inferior al ROA, es decir, cuando el costo medio de la deuda es superior a la rentabilidad económica.

En tal sentido, Fernández (2005) afirmó que el ROE es la rentabilidad de las acciones, mas no la rentabilidad de los accionistas, más aún cuando se calcula mediante la división de la utilidad neta contable del año sobre el valor contable de las acciones. En resumen, la empresa puede incrementar su nivel de endeudamiento solo en el caso que mantenga capacidad para aumentar sus precios de venta y gestionar eficientemente el total de sus activos; es decir, cuando el incremento del ROA pueda compensar el incremento del

coste medio de la deuda. Por este motivo, la empresa debe apalancarse solo en ocasiones puntuales para lograr un crecimiento que le permita obtener una buena posición en el mercado, pero nunca como una constante de su región.

2.2.2 Limitaciones de las métricas basadas en los reportes contables

El valor contable de las acciones (también llamado valor en libros, patrimonio neto, recursos propios o fondos propios de la empresa) es el número que figura en los recursos propios del balance (capital y reservas). Este resultado es también el diferencial entre el activo total y el pasivo exigible.

Para Milla (2011) existieron dos perspectivas desde las cuales se puede medir la creación de valor: (a) una perspectiva interna, y (b) una perspectiva externa. Las medidas desde la perspectiva externa centraron su atención en el valor del mercado de las acciones y trataron de calcular la cantidad de riqueza creada para los accionistas durante un periodo de tiempo, en el cual se consideraron los flujos de caja netos percibidos; esta medida se utilizó en empresas cotizadas.

Entre las principales medidas destacaron: (a) el ratio Q de Tobin, (b) valor de mercado añadido (MVA), (c) el ratio precio-beneficio (PER), (d) el ratio valor de mercado de acciones entre el valor contable del patrimonio (MVE/BVE), (e) la rentabilidad anormal (AR), y (f) el exceso de rentabilidad (ER), entre otras.

2.2.3 Definición de creación de valor

Valor y creación de valor no son conceptos equivalentes. Es posible que una compañía pueda mostrar un valor elevado respecto a otras empresas del sector o respecto a sus valores contables y, sin embargo, destruir valor, y viceversa. Fernández (2005) definió que “una empresa crea valor para sus accionistas cuando la rentabilidad para sus accionistas supera el costo de oportunidad exigida a las acciones (el costo de las acciones)”. Una valoración puede servir para distintos propósitos: (a) para operaciones de compra venta; (b)

para valoraciones de empresas cotizadas en bolsa, y así relacionar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado; (c) para salidas a bolsa, en el sentido que la valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público; (d) para herencias y testamentos, para comparar el valor de las acciones con el de otros bienes; (e) para sistemas de remuneración basados en la creación de valor; (f) para identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers); (g) para planificación estratégica; (h) procesos de arbitraje y pleitos, en los que la valoración mejor sustentada suele ser la más próxima a la decisión de la corte de arbitraje.

No se debe confundir el valor con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y el comprador acuerdan realizar una operación de compra venta de una empresa. Dicha diferencia en el valor de una empresa concreta puede explicarse mediante múltiples razones, porque una empresa puede tener distinto valor para diferentes compradores, sea esta justificada por las percepciones sobre el futuro del sector y de la empresa, por distintas estrategias, economías de escala o de complementariedad (Fernández, 2017).

Otras definiciones conceptualizaron al valor de una empresa con base a su capacidad de generación de flujos de fondos de sus activos existentes, posibilitar la creación de un crecimiento futuro con base a la reinversión y asegurar que el costo de capital no sea alto comparado con el retorno (Damodarán, 2011).

Otras acepciones más alineadas con la creación de valor, como la de Martín y Petty (2000) vincularon la medición del desempeño gerencial cuando estas realizan inversiones que logran retornos que superan el costo de oportunidad de las empresas. Fernández (2017), en su investigación sobre métodos de valoración, definió a la valoración de una empresa como un ejercicio de sensatez que requiere unos pocos conocimientos técnicos, pero mejora con la experiencia, la misma que consiste no en el número de cosas que se han visto, sino en el número de cosas que se han reflexionado.

Fernández (2017) concluyó con que:

Sensatez y conocimientos técnicos son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está realizando la valoración de determinada manera? y ¿para quién y para qué se está haciendo la valoración? En su mayoría, los errores en valoración se originan por no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de sensatez, o a falta de conocimientos o a la falta de ambos. (p. 1)

Fernández (2017), en su estudio sobre métodos de valoración de empresas, mostró la creación de valor dentro de la clasificación de seis grupos (ver Tabla 1).

Tabla 1

Principales Métodos de Valoración

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Multiplos de:	Clásico Unión de expertos	Flujo para la deuda	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	contables europeos	Flujo para acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Renta abreviada	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Otros	APV	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos		Free cash flow		Usos alternativos

Nota. Tomado de *Métodos de Valoración de Empresas*, por Fernández, 2017.

La tabla indicada, así como la literatura sobre finanzas corporativas, resaltaron que la metodología mayormente empleada y aplicada en investigaciones sobre la medición de la creación de valor para sus accionistas son la de Valor Económico Agregado, o también denominada del inglés Economic Value Added [EVA], que permite medir la capacidad de la empresa de crear valor para sus accionistas durante un periodo y la de los flujos de caja descontados, la cual es usada como una medida del valor de la inversión con respecto a la toma de decisiones. Las utilidades de la metodología de flujos de caja descontados buscaron determinar el valor de la empresa mediante la proyección de los flujos de caja que se espera generar en el futuro para luego descontarlo a una tasa que manifieste el riesgo de dichos flujos.

Fernández (2017) afirmó que es el único método de valoración correcto. En estos métodos, se le consideró a la empresa como una generadora de flujo de caja y tuvieron como origen arraigado al método del valor neto. Según Nieto y Fernández (2004), la creación de valor en una empresa no solo describe a la creación de valor económico, sino que abarca una definición más amplia de creación de valor en el que las empresas pueden crear valor económico, medioambiental y social.

En el caso de Muñoz-Martin (2013) asoció el término creación de valor junto con la responsabilidad social corporativa, en el que definieron una creación de valor compartido de la empresa, social y económico, y una responsabilidad corporativa de la empresa, cuya finalidad sea que la empresa asuma la obligación de otorgar una mejoría en la sociedad.

Cuando se habla de valor de la empresa, se refiere a la valorización del conjunto de elementos por el que está integrada o constituida la compañía, y se refiere no solo al valor presente de las diversas obligaciones, bienes y derechos conformantes del patrimonio de la empresa, sino también a las expectativas acerca de los beneficios que se espera que la empresa genere en el futuro, su potencialidad o cualquier otra característica susceptible de ser valorada (Bonmatí, 2011).

2.2.4 Estado actual de la filosofía de creación de valor

Esta concepción de la filosofía de generación de valor consiste en la implementación de las estrategias correspondiente a la plana gerencial que tienen como objetivo maximizar el valor de los accionistas, el cual comprende estrategias corporativas, programas estructurados de compensación de los gerentes, control detallado interno y sistemas de recompensas (Chu, 2012, p. 34). Es así como el valor creado por la empresa está dado por su capacidad operativa de obtener beneficios y aportar a los accionistas atributos tangibles (por ejemplo, el dinero), así como atributos intangibles (por ejemplo, la imagen de la empresa y sus valores) (Mendiola, Chara, Pérez, Suazo, Valenzuela, & Aguirre, 2011).

Para Rojo (2007) el valor de una empresa se clasifica según el objetivo perseguido en el valor financiero y el valor económico. El valor económico de una empresa conforma el valor de la empresa desde un punto de vista de inversión y toma en cuenta los bienes tangibles e intangibles afectos a las actividades, sin considerar cómo éstos se hayan financiado. Mientras que el valor financiero de una empresa es el valor de la empresa para los propietarios o accionistas, y toma en consideración la forma en que la empresa se financia.

Desde el punto de vista económico-financiero, el valorar una empresa supone que la empresa es un bien duradero y del que se espera que genere ganancias, y considera el tiempo y el potencial valor residual del negocio. Sin embargo, el problema reside en la complejidad de la empresa, pues al estar formado por un conjunto de activos tangibles e intangibles, se hace muchas veces difícil de separarlos y hasta de valorarlos (Vallejo, 2013).

Para Jaensch (1974) y Knight (2002) solo tiene sentido estimar el valor de una empresa desde su perspectiva subjetiva, pues la objetiva es imposible de lograr desde un punto de vista real. Como el valor subjetivo puede cambiar entre un comprador y vendedor en una negociación, el valor subjetivo del vendedor simboliza el valor mínimo, y el valor subjetivo del comprador, el valor máximo. Aquí, el punto de acuerdo viene a ser un sustituto de valor, que es el precio (Medina, 2011).

Para determinar el valor se han expuesto múltiples métodos, pero ninguno universalmente aceptado, esto debido a que dicha valoración tiene un componente subjetivo. En una economía de mercado, el valor de las empresas refiere a lo que se está dispuesto a dar por ellas; sin embargo, debido a la heterogeneidad de las empresas (ya sea por el tamaño, el tipo de actividades, entre otras), a la falta de regularidad de los intercambios, y a la reducida existencia de vendedores y compradores, se hace difícil el fijar el valor de una empresa.

Por ello, se requiere usar ciertos indicadores, como son los de valor contable, valor de liquidación, valor de rendimiento, valor bursátil, entre otros; si estos son combinados, promediados o corregidos debidamente, permiten formular estimaciones razonables del verdadero valor de la empresa (Bonmatí, 2011).

Según Chu (2012), el objetivo de la teoría financiera moderna es la maximización del valor de la empresa, o sea, cualquier incremento del valor de la empresa es considerado “bueno” y, por el contrario, cualquiera que reduzca el valor de la empresa es considerado “malo”. Dado que la función de las finanzas corporativas es la maximización del valor de la empresa, esta debe estar ligada a tres de las decisiones importantes que se dan en finanzas: (a) inversión, (b) financiamiento, y (c) política de dividendos.

2.2.5 La teoría de eficiencia del mercado

Según Aragonés y Mascareñas (1998), un mercado eficiente es aquel en el que no existe arbitraje, en el que existe la competencia dentro del mercado al existir homogeneidad de los productos intercambiados, y al existir activos financieros homogéneos. Esto ayuda eficientemente a la competitividad entre los mercados financieros. Asimismo, los precios que se negocian en estos mercados eficientes reflejan toda la información disponible e incorporan de forma rápida la nueva información.

2.2.6 Métodos de medición de creación de valor

El valor económico agregado [EVA]. El EVA (Economic Value Added), conocido como el Valor Económico Agregado, es un índice financiero patentado por Stern Stewart & Co, y es utilizado para medir la creación de valor para los accionistas y es resultado de restar a las utilidades netas operacionales después de impuestos (NOPAT) el costo de los activos utilizados en la creación de dichas utilidades (Costo de Capital Invertido). La ecuación básica para el cálculo del EVA, según Gitman (1996) es:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Costo de Capital Invertido.}$$

Para Martín y Trujillo (2000), el EVA es: “el excedente generado por la compañía una vez que se han atendido todos los gastos y se ha satisfecho una rentabilidad mínima exigida por los accionistas” (p. 182). Para Ortiz (2003), el EVA “es un indicador que calcula la capacidad que tiene una empresa de generar riqueza, teniendo en cuenta la productividad y eficiencia de sus activos, así como la estructura de capital y el entorno dentro del cual se mueve” (p. 215). Si el EVA es positivo, se dice que se crea valor para los accionistas, pues la rentabilidad generada es mayor al costo de los recursos empleados. Por el contrario, si el EVA es negativo, se dice que se destruye valor para los accionistas, pues la rentabilidad no alcanza para cubrir el costo de los recursos empleados. La rentabilidad referida es en cuanto al retorno mínimo que los accionistas están dispuestos a obtener por una inversión al compararla con otras inversiones de similar riesgo. El EVA se calcula por lo general para un periodo anual, e incorpora dos principios: (a) la maximización de la ganancia de los accionistas (objetivo principal de una empresa), y (b) el grado en el cual los inversores esperan que las utilidades futuras excedan con respecto al costo del capital.

En tal sentido, el EVA es un indicador de corto plazo y que debe aumentar periodo a periodo, en que se pueden adoptar cinco tipos de acciones para lograr su incremento: (a) aumentar la utilidad operativa después de impuestos sin realizar inversión alguna para lograrlo, (b) invertir en proyectos que produzcan una rentabilidad en el activo neto superior al costo de capital, (c) liberar fondos ociosos; (d) desinvertir en actividades que rindan menos que el costo de capital; y (e) disminuir el costo de capital, y tener en cuenta el límite establecido por la capacidad de endeudamiento de la empresa en combinación con los costos de la deuda y los riesgos operativos del sector (Cubillos, 2006).

El market value added [MVA]. Conocido como valor añadido de mercado, es un término también patentado por Stern Stewart & Co. Es un indicador de tipo financiero y trata de medir la capacidad de una empresa para crear valor por encima del capital invertido

a través del tiempo. El MVA es equivalente al valor actual de los EVA futuros al descontar el costo de oportunidad del capital (WACC), y se calcula mediante la siguiente fórmula (Milla, 2003a; Cano, 2015):

$$MVA = \sum_1^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

El MVA muestra qué tan exitosa ha sido una empresa en invertir su capital y qué tan exitoso puede ser el nuevo capital invertido. En este sentido, el MVA, a diferencia del EVA, evidencia la probabilidad de la empresa para generar valor en el futuro. Es así que una empresa puede generar EVA negativos en el período de inversión, y crear valor si mejora sus flujos futuros (Muñoz, 2014).

El modelo de flujo de caja descontado [DCF]. El modelo de descuento de flujos de caja libre (DFCF) reemplaza los dividendos por los flujos de caja libre (FCF) bajo la aceptación de que dichos flujos de caja otorgan mejor aproximación del valor creado durante un cierto período de tiempo, dado que el modelo basado en el descuento de dividendos considera la distribución de la riqueza (dividendos) pero no la creación de la misma. La lógica que preside el modelo del DFCF (ver Figura 4).

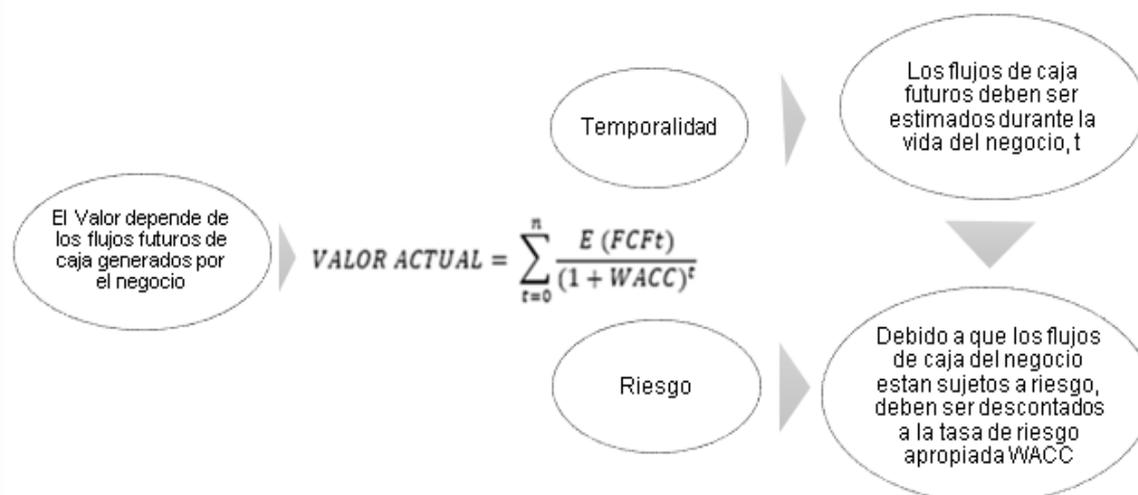


Figura 4. La lógica de la valoración por descuento de flujos de caja libre. Adaptado de *Driving shareholder value*, por Morin y Jarrell, 2001, p. 109.

De lo anterior, se desprende que el valor de cualquier activo es una función de la dimensión de los flujos de caja que genera, del tiempo durante el cual genera dichos flujos de caja y del nivel de riesgo asociado a la generación de los mismos, estos aspectos son de enorme importancia de cara a entender de forma adecuada el concepto de creación de valor para el accionista, tal y como se ha señalado (ALTAIR, 2015).

Así, el valor intrínseco de las acciones de una compañía puede expresarse en términos de FCF de la siguiente manera:

$$E = \sum \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + ECMS_o - D_o - PSo$$

En donde:

$$(1) = \sum \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} ; (2) ECMS_o; (3) D_o ; (4) PSo$$

En donde FCF son los flujos de caja libre, ECMS representa los valores líquidos y el exceso de caja sobre la tesorería mínima operativa, D es el valor de mercado de la deuda y PS es el valor de mercado de las acciones preferentes. La suma de los términos [1] y [2] de la expresión (1) anterior representa el valor intrínseco del capital invertido o de la empresa (V), también denominado “*enterprise value*” (ALTAIR, 2015).

El valor intrínseco de las acciones de una compañía puede expresarse a través de la fórmula (1) anterior, que utilizó los FCF a través de los flujos de caja de las acciones (ECF) [la relación existente entre FCF y ECF es que $FCF=ECF+DebtCF$, donde DebtCF son los flujos de caja de la deuda, consistentes en la toma y/o devolución de deuda y los pagos por intereses, netos del efecto fiscal], de acuerdo con Knight (1998), de la siguiente manera:

$$E_o = \sum_{t=0}^n \frac{ECF_t}{(1+Ke)^t}$$

Donde ECF representa el flujo de caja de las acciones y Ke es la tasa de rentabilidad exigida a las mismas.

2.2.7 La determinación del costo de capital

El costo del endeudamiento [Kd]. El coste de la deuda (Kd) es el coste que tiene una compañía para desarrollar un proyecto de inversión o sus funciones a través de su financiación en forma de créditos y préstamos o emisión de deuda. Las principales características: es un coste observable, cuenta con mayor facilidad de cálculo que el coste del capital, y se utiliza el coste efectivo de la deuda después de impuestos. Asimismo, si una compañía decide emitir deuda a fin de obtener financiamiento, debe prometer una rentabilidad atrayente a los inversores y con ello colocar en su totalidad de su emisión. La fórmula de cálculo del coste de la deuda es la siguiente:

$$Kd = i(1-t)$$

En donde:

i = La tasa de interés aplicada por la financiación obtenida (Kd).

t = Tipo de gravamen impositivo.

La determinación del coste de la deuda es fundamental para calcular el margen de beneficio y la eficiencia de la empresa en la inversión de un proyecto. Por ello, toda fórmula que consiga reducir el coste de la deuda y amortizarla en el menor plazo posible supone una forma de financiación adecuada para desarrollar cualquier proyecto de inversión. A ello se suma que se debe tener en cuenta el tipo de gravamen de impuestos de cada país, dado que afecta al coste de deuda de una inversión. Por otro lado, es fácil obtener el coste de la deuda una vez que es extraído del balance de una empresa, ya que en éste se tiene la información sobre los intereses pagados al ejercicio y el valor de mercado de la deuda y del coste de capital.

$$Kd(\text{ponderado}) = Kd \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{V}$$

En donde:

Kd = Coste de la deuda (i), es el tipo de interés al que la empresa obtiene financiación.

t = Tipo de gravamen impositivo.

D = Valor de mercado de la deuda.

V = Valor de mercado de la deuda + Valor de mercado del capital.

De este modo, al calcular el cociente entre estas variables, se puede saber el coste de la deuda ponderado, también conocido como K_d (ponderado). El coste de la deuda es una de las variables más transparentes que existen para valorar la situación de la empresa y analizar cómo se maneja su modelo de amortización en un periodo de tiempo razonable, con el objetivo de permitir valorar el coste total final una vez sea completado el período de amortización y el tipo de interés aplicado.

Es de importancia comentar que se excluye el financiamiento comercial donde se encuentra incluida los acreedores comerciales, efectos comerciales a pagar, impuestos devengados. La razón es que no suele tener coste, salvo cuando se incumple con el plazo comercial establecido.

El costo de patrimonio (Ks o COK): métodos de estimación. Es el costo de Capital es el rendimiento mínimo requerido por el inversionista. El Costo del Capital para el demandante de fondos es el rendimiento requerido por el Proveedor de fondos. El Costo de Capital para la empresa es la Tasa de Retorno (Rentabilidad) requerida por inversionistas (TIR). Se puede resumir que el costo económico del dinero invertido está representado por la tasa COK, la cual se entiende como la máxima tasa de ganancia o rentabilidad que puede obtener el inversionista si invierte su dinero en otra alternativa de inversión diferente de la que esta evaluando. Es decir, el COK se puede entender sencillamente como la Tasa Interna de Retorno (TIR) de su mejor alternativa. Según Chu, M (2012):

El retorno esperado de la inversión en el patrimonio de una empresa, dado su riesgo, tiene grandes implicancias tanto para los inversionistas del patrimonio como para los gerentes. Para los inversionistas, es la tasa que ellos reclaman para ser compensados

por el riesgo que ellos han tomado al invertir en el patrimonio de la empresa. Para los gerentes, el retorno de los inversionistas es su punto de equilibrio, es el costo de patrimonio de la empresa. (pag. 468)

El costo promedio ponderado de capital (WACC). El Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC), también conocido por su acrónimo en inglés de WACC, por Weighted Average Cost of Capital, es el costo de las fuentes de capital que se utilizaron en financiar los activos estructurales (permanentes o de largo plazo) de la firma. Se entendieron estas fuentes en su forma más amplia posible, esto es como deuda y equity (Lira, 2016).

Entonces, es de fácil comprensión que la creación de valor de la compañía está estrechamente ligada al WACC, pues la riqueza del accionista, la misma que está atada al valor de la firma, se incrementa si y solo si la rentabilidad que arroja esta es mayor a lo que costaron los recursos que se utilizaron para financiarla, es decir, si excede el WACC. En pocas palabras, esta es la valla de rentabilidad que la firma debe superar para crear valor para los accionistas.

Casi la totalidad de las empresas utilizan varios tipos de capital y debido a las diferencias de riesgo las tasas requeridas no son iguales. Se da el nombre de costo de componente a la tasa que se requiere a cada componente; el costo de capital con que se analizan las decisiones referentes a su presupuestación debe ser un promedio ponderado de los costos de los componentes. Y a esto se llama costo promedio ponderado de capital (CPPC) (Ehrhardt & Brigham, 2006, p. 277).

Algunos puntos importantes a destacar en relación al WACC:

Para el cálculo del WACC, solo se consideran a los activos permanentes, también conocidos como activos estructurales o de largo plazo (Lira, 2016). Como regla simple, se eliminan todos aquellos pasivos que no tengan costos financieros. Si existen diversos costos en la deuda, se obtiene un promedio ponderado para efectos del cálculo del componente tasa de

interés (i) del WACC. Se deben utilizar valores de mercado (lo que le quieren pagar) y no lo que vale en libros para la deuda y el equity. Los componentes del costo promedio de capital (WACC) son:

K = costo financiero de la deuda

$K_d(1-t)$ = costo financiero de la deuda después de impuestos

t = tasa de impuesto a las utilidades

K_p = costo de obtener recursos via emisión de las acciones preferentes

K_s = tasa requerida de rendimiento de las acciones comunes, utilidades retenidas (capital contable interno)

K_e = costo de la emisión de nuevas acciones de capital social. No es la emisión de las acciones producto de las utilidades retenidas (Chu M., 2012)

2.3 Resumen del Capítulo

En este capítulo se ha realizado una revisión teórica de las variables de estudio de buenas prácticas corporativas, así como una breve descripción de las experiencias de buenas prácticas de gobierno corporativo y creación de valor. Al referirse al gobierno corporativo, se hace referencia al sistema que utiliza una organización para dirigir y controlar sus actividades, lo cual involucra todas las prácticas formales e informales (leyes, normas, responsabilidades, entre otras) que establecen las relaciones de los diferentes niveles de gestión. Mientras que las buenas prácticas de gobierno corporativo son una serie de metodologías, sistemas, herramientas, y técnicas aplicadas, que han presentado tener resultados sobresalientes en las empresas (Instituto Mexicano Mejores Prácticas Corporativas [IMMPC], 2015). Estas buenas prácticas son resultado de hacer un conjunto de análisis por parte de los directivos, que hace comprender a las organizaciones el papel que ejercen y la necesidad de actuar de manera coherente con los grupos de interés (Kumar & Zattoni, 2013). En este contexto, y por la preocupación de registrar estas prácticas, es que

surgen los códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo. Compañías y organizaciones del mundo entero y América Latina, tales como: el Foro Global de Gobierno Corporativo [GCGF], la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE] y la Corporación Financiera Internacional [IFC], se han encargado de difundir conocimientos, crear capacidad en instituciones y desarrollar foros de discusión, en los cuales se analizan las políticas y estándares a seguir en la región en cuanto buenas prácticas de gobierno corporativo.

Cuando se habla de creación de valor económico, se refiere al incremento de valor de un negocio en un periodo estratégico, a consecuencia de las decisiones tomadas por la Dirección (Rojo, 2007). En ese sentido, Escobar (2000) citado por Estrada (2012) señaló que una empresa crea valor para sus accionistas o propietarios cuando el retorno logrado por la empresa es superior a las expectativas.

El problema radica en determinar el valor de la empresa debido a la heterogeneidad de las empresas, a la falta de regularidad de los intercambios, entre otros, por lo que se hace uso de indicadores que miden bajo dos perspectivas: (a) externa, e (b) interna. Las medidas desde la perspectiva externa centraron su atención en el valor del mercado de las acciones, y trataron de medir la cantidad de riqueza creada para los accionistas, durante un periodo de tiempo, en el que se consideraron los flujos de caja netos percibidos; y se utilizan en empresas cotizadas. Entre las principales medidas destacan: (a) el valor de mercado añadido (MVA), (b) el ratio precio-beneficio (PER), (c) el ratio valor de mercado de acciones entre el valor contable (MVE/BVE), (d) la rentabilidad anormal (AR), y (e) el exceso de rentabilidad (ER), entre otros. Las medidas desde la perspectiva interna centran su atención en los resultados de las operaciones de la empresa y se obtuvieron de la información financiera y contable interna de la compañía. Entre las principales medidas destacaron: (a) la Rentabilidad sobre activos (ROA), (b) el retorno de capital del propietario (ROE), (c) el

Valor Económico Agregado (EVA), y (d) el resultado empresarial antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA), entre otros. En el Perú, instituciones como la Superintendencia de Mercados de Valores [SMV], promovieron las buenas prácticas de gobierno corporativo a través de su Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, el cual se dividió en cinco pilares: (a) los derechos de los accionistas, (b) la junta general de accionistas, (c) el directorio y la alta gerencia, (d) los riesgos y cumplimiento, y (e) la transparencia y relevación de la información. La finalidad fue hacer que las empresas peruanas alcancen estándares internacionales y así ofrecer una mayor confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros según la Bolsa de Valores de Lima (2013), al minimizar el riesgo de fraude, contribuir al crecimiento competitivo, generar confianza de los mercados y asegurar una buena administración de los recursos de la empresa, además de mejorar la calidad de servicio y proteger los derechos de los inversionistas como de otros grupos de interés (Rodríguez, 2013). En este sentido, la creación de valor para los propietarios constituyó uno de los objetivos principales de los administradores y de todos los empleados que laboraron en la empresa, y por lo tanto, de un gobierno corporativo.

Capítulo III: Metodología de la Investigación

Luego de la presentación en los capítulos previos respecto a las características generales de la investigación, del marco conceptual y las preguntas de investigación, en el presente capítulo se ha descrito el diseño de la metodología de investigación, se ha definido la población o muestra objeto de estudio según conveniencia, además de la recolección de la información y procedimientos de análisis para dar respuestas a las preguntas de investigación.

3.1 Diseño de la Investigación

El diseño de la investigación, es descriptiva porque se detalla y describe el comportamiento de las empresas seleccionadas sin influir sobre ellas de ninguna manera, por otro lado, esta es de tipo no experimental, y de esta manera no se ha intentado manipular deliberadamente las variables sino describirlas en su contexto natural, debido a que se utilizó información existente, que ocurrió en el pasado y que no fue provocada intencionalmente; y también es transversal, porque las mediciones e información materia de estudio correspondió a un periodo de tiempo dado, de acuerdo con Fernández y Baptista (2014), correspondiente al periodo 2012-2016.

Por otro lado, se debe aclarar que el presente trabajo de investigación no tuvo hipótesis, ya que solo se ha servido de la estadística descriptiva para responder a las preguntas de investigación, para este caso se tomó los reportes de cumplimiento oficiales sobre buen gobierno corporativo aplicadas en base al cumplimiento bajo un esquema de preguntas si o no, en línea con el principio de cumple o explica aceptados internacionalmente y la información de los estados financieros auditados presentados por las empresas ante los órganos supervisores como es la SMV, por otra parte, se resalta que los modelos de reportes de buen gobierno corporativo son distintos desde el periodo 2009 al 2013, presentando un formato distinto, y que a partir del 2014 queda la información la

que se tiene a la fecha, motivo por el cual se adaptaron los anteriores en base a un número de respuestas afirmativas o negativas coincidiendo estos en base a sus cinco pilares.

3.2 Población del Estudio de Investigación

En Perú, la Bolsa de Valores de Lima [BVL] tiene por objeto principal facilitar la negociación de valores inscritos, y proveer los servicios y valores de oferta pública, conforme a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y sus normas complementarias y/o reglamentarias de Perú. Según Hernández (2014) “la población o universo es el conjunto de todos los casos que concuerdan con determinadas especificaciones” (p. 174).

En la presente investigación, la población seleccionada corresponde a las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009 al 2016, las cuales al periodo 2016 fueron un total de 270 empresas distribuidas en nueve sectores destacando por los índices bursátiles, índice general e índice de buen gobierno corporativo; tales como: las Administradoras de Fondo de Pensiones, con cuatro empresas; Agrario, con 18 empresas; Bancos y Financieras, con 36 empresas; Diversas, con 84 empresas; Fondos de Inversión, con ocho empresas; Industriales, con 43 empresas; Mineras, con 30 empresas; Seguros, con 22 empresas; y Servicios Públicos, con 25 empresas. Estas empresas compusieron la población inicial objeto de estudio. Así también, Fernández y Baptista (2014) señalaron que esta muestra debe ser en lo posible un sub conjunto representativo de la población, de esta forma, en la materia del presente estudio, los elementos que conformaron la muestra se precisaron de manera no probabilísticamente, los que fueron elegidos por conveniencia en razones y propósitos relacionados al problema y objetivo de investigación.

3.3 Proceso de Selección de Variables

Según Hernández (2014), una variable es “una propiedad que tiene variación, que puede fluctuar y cuya variación es susceptible de medirse u observarse. Las variables adquieren valor para la investigación científica cuando llegan a relacionarse con otras

variables, es decir, si forman parte de una hipótesis o una teoría” (p. 105). Esta selección de variables de la investigación la conforman dos grupos, la primera variable sirve para medir las buenas prácticas de gobierno corporativo, realizando un análisis de la fuente confiable como son los Reportes de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades peruanas. presentados por las empresas ante la SMV, donde se toma como referencia los puntajes de relevancia en aplicación al cumplimiento de buenas prácticas bajo un esquema de preguntas si o no, en línea con el principio de cumple o explica que tiene cada principio que permite conocer su nivel de cumplimiento de manera general, detalladas más adelante.

Por otro lado, el segundo grupo de variables están relacionadas a la creación de valor financiero, según Fernández (2017), en su estudio sobre métodos de valoración de empresas, mostró la creación de valor dentro de la clasificación de seis grupos, como se observa en la Tabla 1, para ello en el análisis de acuerdo a los métodos de valorización cada uno de ellos fueron dejando de lado aquellos que no tienen representatividad para la presente investigación. Para la información financiera de las empresas seleccionadas se tomó en cuenta las fuentes más confiables y con una validez oficial publicadas en los portales de la SMV, BVL y Bloomberg.

3.4 Marco Muestral

En cuanto a la muestra, según Hernández (2014) es el “Subgrupo del universo o población del cual se recolectan datos y que debe ser representativo de ésta” (p. 173). Según este mismo autor la muestra de esta investigación es no probabilística, dado que no depende de la probabilidad, sino de las características de la investigación (p. 176).

Según Hernández (2014), las muestras no probabilísticas, también llamadas dirigidas, suponen un procedimiento de selección orientado por las características de la investigación, más que por un criterio estadístico de generalización. Entre las desventajas que significan las muestras dirigidas es que, al no ser probabilísticas, no es posible calcular

con precisión el error estándar. No se puede determinar con qué nivel de confianza se realiza la estimación. En las muestras de este tipo, la elección de los casos no depende de que todos tengan la misma posibilidad de ser elegidos, sino de la decisión del investigador que recolectan los datos (p. 189).

En la presente investigación se ha encontrado una necesidad básica en determinar qué parte de una población de estudio debe analizarse con la posibilidad de luego poder generalizar los resultados y hacer inferencias sobre dicha población. Es decir primero se tiene que delimitar cuál es la población meta de la investigación y cuál es el propósito de la investigación, especificada previamente en el planteamiento del problema bajo un esquema no aleatorio que justamente es el caso de la performance de aquellas empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima.

De acuerdo a lo enumerado previamente, la población en estudio consiste en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, y que de acuerdo al análisis de la presente investigación cumplen con los parámetros seleccionados con buen gobierno corporativo en el periodo indicado reflejados en reportes de buen gobierno corporativo, por otra parte, la muestra o subgrupo de elementos de muestreo de la población han permitido analizar el suceso que se está investigando, y para ello se ha determinado tomar la muestra en forma no probabilístico según las las características de la presente investigación. El presente trabajo de investigación no pretendió ser un análisis exhaustivo ni establecer una teoría determinante, sino preparar el terreno para estudios futuros.

3.5 Procedimiento de la Muestra

Considerando la existencia de muchas empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, las mismas que se ajustan a la definición de la población descrita para la presente investigación y que además pertenecen a diversos sectores económicos; se optó por tomar solo aquellas empresas al 2016 que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, siendo un

total de 270 empresas listadas. En este sentido, La ventaja de una muestra no probabilística de tipo cualitativa por conveniencia cumple con las características planteadas y seleccionadas bajo el mismo contexto. Para ello, la selección de criterios de la muestra son los siguientes:

1. Empresas que cumplieron con la correcta aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo, cuya información está plasmada en la presentación de reportes de cumplimiento del cual son variables prioritarios en el sentido de la materia de estudio, evidenciando la validez de la información de cada empresa en los portales web oficiales, y en el caso de no cumplimiento se apartan de la muestra del total de la población.
2. Empresas con un mayor índice de capitalización y mayores requerimientos de liquidez, estos indicadores están diseñados como bechmark internacional del mercado financiero peruano, el cual reflejan una tendencia promedio de las principales acciones más líquidas del mercado en la BVL pero no cuenta con un número fijo de acciones, su índice de capitalización del free floa cuyos promedios tienden topes del 25% en el peso de cada constituyente, siendo este del 1% si la empresa deriva menos del 50% de sus ingresos procedentes de Perú
3. Empresas cuyas acciones tuvieron una mayor frecuencia de negociación en el periodo de evaluación (S&P/BVL Perú Select). Este índice de capitalización en el análisis aporta mayores requerimientos de liquidez y de tamaño de capitalización del free float, de forma que pueda ser invertible y fácilmente replicable, para ello las acciones de la empresa deben tener una frecuencia de haber negociado en el 80% del periodo previo a la evaluación y una capitalización del free float no inferior a US\$ 45 millones. Con promedio diario de negociación igual o mayor a US\$ 100,000.

4. Empresas listadas con el indicador del IBGC que adoptaron buenas prácticas de gobierno corporativo, mediante este indicador del Índice de Buen Gobierno Corporativo se evalúa el comportamiento de los precios de la cartera compuesta por las acciones más representativas de las empresas emisoras que cumplan con los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades peruanas y que, asimismo, posean niveles mínimos de liquidez establecido por la BVL. Dentro de ellos que los pesos de las acciones en la cartera bursátil sean de manera free-float, y ajustados por el nivel de buen gobierno corporativo obtenido.
5. Empresas que aun cuando cumplieron con presentar sus reportes de cumplimiento ante la BVL no clasificaron en el buen gobierno corporativo, de ello se desprende que, según el Principio 22 de Código de ética y conflicto de intereses del Pilar III: El Directorio y la alta Gerencia del BGC, hayan sido responsables ante la comunidad por actos de corrupción.

De esta manera se tomó los parámetros y razones de criterios para llegar a la muestra en la presente investigación resumida en la Tabla 7, 9 y 12

3.5.1 Descripción de la determinación de la muestra

La determinación de la población en estudio son las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, conformadas por 270 empresas. En ese contexto, en cumplimiento con los objetivos en poder encontrar la existencia alguna relación entre el buen gobierno corporativo y la creación de valor de las empresas, se considera tomar a los diversos sectores económicos sometidos bajo los siguientes criterios.

Muestreo 1. Se optó por tomar solo las empresas que cumplen al 2016 con presentar los Reportes de Buen Gobierno Corporativo ante la SMV, y este punto es uno de los importantes ya que las buenas prácticas de acuerdo a la teoría, conducen a la búsqueda de mercados transparentes que garanticen la protección del inversionista y sin lugar a duda es el principal objetivo en el cual se enfoca los órganos reguladores y supervisores de los

mercados financieros a nivel mundial. Dado que en la medida que existe una mayor transparencia de información mayor es la confianza que adquieren los inversionistas y los mercados. Pudiendo así ayudar a mitigar las posibles fallas que existen en los mercados financieros a causa de la falta de información.

Por ello el método definido para la recolección de información correspondió al análisis documental obtenido en las páginas web de la BVL y de la SMV; en el periodo 2012 a 2016, quedando 209 empresas de diversos sectores económicos (ver Tabla 2). A continuación, se detallan en las siguientes tablas por pilar y el detalle del principio, identificador de variable, así como la pregunta en referencia, y las opciones de respuesta (ver Tablas 3, 4, 5, 6 y 7).

Tabla 2

Resumen de Empresas de la BVL y su Cumplimiento con GBC

Empresas de la Bolsa de Valores de Lima por sector	N°
Administradoras de Fondos de pensiones	4
Agrario	11
Bancos Financieras	36
Diversas	65
Industriales	21
Mineras	30
Seguros	21
Servicios Públicos	21
Total de Empresas con Reportes de BGC	209

Nota. Tomado de *Reporte de Cumplimiento de las empresas*, por la Bolsa de Valores de Lima [BVL].

Tabla 3

Preguntas Asociadas al Pilar Derecho de los Accionistas

Pilares	Var.	Principio	Promueve /Valor
I: Derechos de los accionistas	V1	P1: Paridad de Trato	Si = 1 No = 0
	V2	P2: Participación de los accionistas	Si = 1 No = 0
	V3	P3: No dilución en la participación en el capital social	Si = 1 No = 0
	V4	P4: Información y comunicación a los accionistas	Si = 1 No = 0
	V5	P5: Participación en dividendos de la Sociedad	Si = 1 No = 0
	V6	P6: Cambio o toma de control	Si = 1 No = 0
	V7	P7: Arbitraje para solución de controversias	Si = 1 No = 0

Nota. Tomado de *Reporte de Cumplimiento de las empresas*, por la Bolsa de Valores de Lima [BVL].

Tabla 4

Preguntas Asociadas al Pilar Junta General de Accionistas

Pilares	Var.	Principio	Promueve /Valor
II: Junta General de Accionistas	V8	P8: Función y competencia	Si = 1 No = 0
	V9	P9: Reglamento de Junta General de Accionistas	Si = 1 No = 0
	V10	P10: Mecanismos de convocatoria	Si = 1 No = 0
	V11	P11: Propuestas de puntos de agenda	Si = 1 No = 0
	V12	P12: Procedimientos para el ejercicio del voto	Si = 1 No = 0
	V13	P13: Delegación de voto	Si = 1 No = 0
	V14	P14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	Si = 1 No = 0

Nota. Tomado de *Reporte de Cumplimiento de las empresas*, por la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 5

Preguntas Asociadas al Pilar El Directorio y la Alta Gerencia

Pilares	Var.	Principio	Promueve /Valor
III: El Directorio y la Alta Gerencia	V15	P15: Conformación del Directorio	Si = 1 No = 0
	V16	P16: Funciones del Directorio	Si = 1 No = 0
	V17	P17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	Si = 1 No = 0
	V18	P18: Reglamento de Directorio	Si = 1 No = 0
	V19	P19: Directores Independientes	Si = 1 No = 0
	V20	P20: Operatividad del Directorio	Si = 1 No = 0
	V21	P21: Comités especiales	Si = 1 No = 0
	V22	P22: Código de Ética y conflictos de interés	Si = 1 No = 0
	V23	P23: Operaciones con partes vinculadas	Si = 1 No = 0
	V24	P24: Funciones de la Alta Gerencia	Si = 1 No = 0

Nota. Tomado de *Reporte de Cumplimiento de las empresas*, por la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 6

Preguntas Asociadas al Pilar Riesgo y Cumplimiento

Pilares	Var.	Principio	Promueve /Valor
IV: Riesgo y Cumplimiento	V25	P25: Entorno del sistema de gestión de riesgos	Si = 1 No = 0
	V26	P26: Auditoría interna	Si = 1 No = 0
	V27	P27: Auditores externos	Si = 1 No = 0

Nota. Tomado de *Reporte de Cumplimiento de las empresas*, por la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 7

Preguntas Asociadas al Pilar Transparencia de la Información

Pilares	Var.	Principio	Promueve /Valor		
V: Transparencia de la información	V28	P28: Política de información	Si =	1	No = 0
	V29	P29: Estados Financieros y Memoria Anual	Si =	1	No = 0
	V30	P30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	Si =	1	No = 0
	V31	P31: Informe de gobierno corporativo	Si =	1	No = 0

Nota. Tomado de *Reporte de Cumplimiento de las empresas*, por la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Muestreo 2. En esta muestra, se consideró los criterios de aquellas empresas que posean un mayor índice de capitalización en el mercado bursátil, donde sus acciones tengan una mayor frecuencia de negociación en el periodo, a esto según S&P/BVL Perú General Index, este índice como bechmark internacional para el mercado peruano refleja una tendencia promedio respecto a las principales acciones cotizadas en Bolsa.

Para ello se agrupó a aquellas empresas más líquidas sin considerar un número fijo de acciones pero que si tuvieron una capitalización de free float no menor a US\$10 millones, con un tope del 25% en el peso de cada constituyente, con un 1% si la empresa derivó menos del 50% de sus ingresos procedentes de Perú.

Como resumen, en la siguiente evaluación la muestra se redujo a siete sectores, como se puede observar, la mayor parte de empresas que las componen son empresas mineras 12, seguido por las empresas del sector diversas seis, y cuatro del sector servicio público, reduciendo la muestra a 32 empresas (ver Tabla 8).

Muestreo 3. En esta muestra, se consideró los criterios de aquellas empresas que posean como el anterior, con un índice de capitalización considerando mayores requerimientos de liquidez y de tamaño de capitalización del free float, las empresas que pertenecen a este índice sus acciones deben tener una frecuencia de haber negociado en el 80% del periodo previo a la evaluación y una capitalización del free float no inferior a US\$

45 millones. Con un promedio diario de negociación igual o mayor a US\$ 100,000. A las 32 empresas anteriores les reducimos los parámetros establecidos en S&P/BVL Perú Select Index, de tal manera que nuestra muestra por sectores cumpla con los criterios de liquidez. De esta manera, el número de empresas por sector de nuestra muestra quedaría con seis sectores y diez empresas (ver Tabla 9).

Tabla 8

Empresa Listada en el S&P/BVL Perú General

Sector	Nombre
Agrario	Empresa Agro Indl Casa Grande
Bancos Financieras	BBVA Continental
	Andino Investment Holdings SA
	Credicorp Limited
	Ferreycorp S.A.A.
	Grana y Montero
	InRetail Peru Corp
	Inversiones Centenario
	Alicorp SA
	Austral Grupo SA
	Cementos Pacasmayo S.A.A.
Industriales	Corporación Aceros Arequipa S.A.
	Refinería La Pampilla S.A.A A.
	UCP Backus & Johnston S.A.A. B
	Union Andina de Cementos S.A.A.
	Candente Cooper Corp.
	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.
	Compañía Minera Atacocha S.A.A. B.
	Minera Milpo
	Minsur S.A. Inv
	Panoro Minerals Ltd.
Mineras	PPX Mining Corp
	Sociedad Minera Cerro Verde SA
	Sociedad Minera El Brocal S.A.A
	Southern Copper Corp.
	Trevali Mining Corporation
	Volcan Compañía Minera S.A.A. A
	RIMAC Seguros y Reaseguros
Seguros	Edegel SA
	Enel Distribución Perú
Servicios Publicos	Engie Energia Perú SA
	Luz del Sur SA

Tabla 9

Empresa Listada en el S&P/BVL Perú Select Index

N°	Ticker	Nombre	%
Finanzas			
1	BAP UN Equity	Credicorp Ltd	712%
2	CONTINC1 PE Equity	Banco Continental SA	5%
Industrial			
3	GRAM UN Equity	Grana y Montero SA	32%
4	FERREYC1 PE Equity	Ferreyros SA	2%
Materiales			
5	CPACASC1 PE Equity	Cementos Pacasmayo SAA	8%
6	BVN UN Equity	Compañía de Minas Buenaventura SA	51%
Productos de primera necesidad			
7	ALICORC1 PE Equity	Alicorp SA	10%

Nota. Tomado de *S&P/BVL Peru Select Index*.

Muestreo 4 y 5. Al grupo de empresas listada en el S&P/BVL Perú Select Index restantes se le aplicó un filtro múltiple considerando los criterios de pertenecer al Índice de Buen Gobierno Corporativo [IBGC], y otro indicador respecto a un tema de responsabilidad social corporativa, que según el Principio 22 de Código de ética y conflicto de intereses del BGC, estas empresas aun de presentar sus reportes de buen gobierno corporativo no deben haber sido responsables ante la comunidad por actos de corrupción.

De esta manera, solo se procedió a descartar a una empresa del sector de Diversas como es Graña y Montero porque aun habiendo cumplido con todos los parámetros y criterios establecidos de gobierno corporativo, no cumplió con dicho principio de ética, esto comprobado antes los escándalos de actos de corrupción de las fuentes secundarias. Reduciendo la muestra a solo seis empresas de diversos sectores económicos (ver Tabla 10).

Tabla 10

Proceso de Obtención de la Muestra Según Aproximación de Criterios de Empresas Listada en la BVL. S&P/BVL Perú Select Index, Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), Principio 22 de Código de ética y conflicto de intereses del PILAR III

Sectores	Nombre	S&P/BVL	IBGC	Etica P22
Industriales	Alicorp SA	Si	Si	Si
Bancos Financieras	Banco Continental SA	Si	Si	Si
Industriales	Cementos Pacasmayo SAA	Si	Si	Si
Mineras	Compañía de Minas Buenaventura SA	Si	Si	Si
	Minera Milpo	Si	No	Si
Diversas	Credicorp Ltd	Si	Si	Si
	Ferreycorp S.A.A.	Si	Si	Si
	Grana y Montero SA	Si	Si	No
Industriales	Refinería La Pampilla S.A.A A.	Si	No	Si
	UCP Backus & Johnston S.A.A. B	Si	No	Si

3.5.2 Validación de los criterios utilizados para la determinación de la muestra

El trabajo de investigación y su análisis documental provino de fuentes que en su mayoría fueron secundarias (Reporte de cumplimiento, Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, estados financieros auditados, memorias anuales, etc.). Por ello, se indicó que las seis empresas conformantes de la muestra contaron con sus respectivas plantillas de buen gobierno corporativo actualizadas y publicadas por cada año en las páginas web de la SMV y BVL. No se tuvo ninguna duda acerca de su veracidad por la posibilidad ante un posible sesgo en su favor.

En ese sentido, se revisó el buen gobierno corporativo de las empresas que conformaron la muestra y su cálculo de los indicadores de buen gobierno corporativo, según las características definidas anteriormente, que representaron a los cinco pilares y 31 principios del Código de Buen Gobierno Corporativo Peruano. Asimismo, los análisis de los estados financieros auditados consistieron en el cálculo de los indicadores financieros relacionados a la creación de valor financiero.

3.6 Procedimiento de la Recopilación de Información Financiera

Empresas seleccionadas de la muestra. Las empresas seleccionadas de acuerdo con la información estadística del Reporte sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades peruanas, se construyeron en base a los criterios de inclusión y exclusión, por lo cual quedaron seis empresas de diferentes sectores, según lo establecido en las características y los valores mínimos, y se procedió a tabular la información disponible de las empresas. Para este fin, se definió “1” en caso de que se cumplió con el valor mínimo (SI), y “0” en el caso de que no cumplió con lo establecido (No).

Limitaciones de la muestra. El presente análisis fue sobre una muestra conformada por empresas de varios sectores, como Bancos y Financieras, Industriales, Mineras, y Diversas, que cotizaron en la BVL, de las que operaron bajo la supervisión de la SMV. Por tal razón, los resultados de la investigación no debieron generalizarlos a los demás sectores considerando la poca información de manera individual y si consolidada como grupo económico, generando que la muestra sea no probabilística y no representativo del sector. Asimismo, poca información de estudios previos referidos a la relación del buen gobierno corporativo y la creación de valor financiero de varios sectores.

El análisis y diagnóstico se realizó sobre una muestra de seis empresas de distintos sectores, reconocidas con un Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima del año 2016. Asimismo, la presente investigación se vio limitada por las siguientes condiciones:

Se encontró dificultades en la uniformidad de información de gobierno corporativo debido a que desde su entrada en vigencia esta norma ha tenido varias adecuaciones tanto en la recopilación de información y su correcta aplicación por parte de las entidades reguladoras en Perú.

Se contó con un respectivo análisis estadístico, en el cual se puede observar claramente la tendencia. Por intermedio de los datos codificados y transferidos a una matriz dentro de los rangos del estudio establecido mediante un software MS Excel, para el análisis de los datos descriptivos de los resultados por cada variable, dentro de los indicadores se detalla a los siguientes:

1. Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE): según Rapallo (2002), la creación de valor depende de la rentabilidad esperada de los recursos propios, (ROE), y el mínimo riesgo de la inversión (K_e) sobre los recurso o acciones. Es evidente que la condición necesaria para la creación de valor es que la rentabilidad esperada de la inversión sea superior al costo de su financiación.
2. El retorno sobre el capital invertido (ROIC): Damodaran (2007) definió el ROIC como el retorno sobre el capital o la inversión de capital en un negocio y la evaluación del regreso de la ganancia, por lo cual calculó la rentabilidad que han obtenido los inversionistas (accionistas y acreedores), por el capital asignado para financiar los proyectos de inversión ejecutados por la empresa.
3. Valor económico agregado (EVA): Amat (2002) definió el EVA como un método de desempeño financiero para calcular el verdadero beneficio económico de una empresa.
4. Índice de lucratividad (IL): según Chu (2012), el Índice de lucratividad es “el indicador de rendimiento, que se calcula para cada acción negociada en Bolsa, considerando la ganancia de capital y la entrega de utilidades (acciones liberadas, dividendos en efectivo y suscripciones preferentes)” (p. 73).
5. Índice costo promedio ponderado de capital (WACC). El Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC), también conocido por su acrónimo en inglés de WACC, es el costo de las fuentes de capital que se utilizaron en financiar los

activos estructurales (permanentes o de largo plazo) de la firma.

En pocas palabras, esta es la valla de rentabilidad que la firma debe superar para crear valor para los accionistas. Para el análisis e interpretación de los datos se aplicó un software que manejó la información, como es el programa estadístico en software MS Excel. Inicialmente, se calculó a través del uso de tablas de frecuencia el promedio de nivel de cumplimiento de los factores del BGC. Posteriormente, se empleó estadística descriptiva para las pruebas de tendencia, para elegir la prueba estadística adecuada, porque las mediciones e información materia de estudio correspondió a un periodo de tiempo dado, de acuerdo con Fernández y Baptista (2014), correspondiente al periodo 2012-2016, aclarando que la presente investigación no tuvo hipótesis, ya que solo se ha servido de la estadística descriptiva para responder a las preguntas de investigación (ver Tabla 12).

3.8. Resumen de Capítulo

La presente investigación se resume según el método de investigación empleado con un diseño no experimental descriptivo transversal, el cual permitió recolectar información y poder especificar las características de las empresas que cotizan en la BVL que practican el buen gobierno corporativo; asimismo, poder analizar la relación entre el Buen Gobierno Corporativo en empresas que cotizan en la BVL, a partir de los criterios establecidos como IBGC, S&P/BVL y la creación de valor financiero, a partir de los indicadores financieros EVA, ROA y ROE, Índice de Lucratividad, para de esta manera poder determinar la relación entre las variables.

La población de análisis de nuestro trabajo de investigación, está conformada por las empresas que cotizan en la BVL, con sus reportes de cumplimiento de buen gobierno corporativo de carácter público, siendo un total de 270 empresas como muestra inicial quedando solo a 6 empresas que cumplen con un buen gobierno corporativo del periodo 2012-2016.

Tabla 12

Flujograma para Elegir la Prueba Estadística Adecuada

Número de muestras	Características	Pruebas paramétricas (distribución normal)	Pruebas no paramétricas (distribución no normal)	Pruebas no paramétricas (binomial)
Uno	Comparación con un valor hipotético	T de Student para una muestra	Wilcoxon	Chi cuadrado o Prueba binomial
Dos	Muestras independientes (Comprobar diferencias)	Prueba T de Student	U de Mann Withney	Prueba exacta de Fisher
	Muestras relacionadas (Comprobar diferencias)	Prueba T para muestras relacionadas	Wilcoxon	Mc Nemar
Tres o más	Muestras independientes (Comprobar diferencias)	ANOVA de un factor	Kruskal-Wallis (Anova de bloques)	Chi cuadrado
	Muestras relacionadas (Comprobar diferencias)	ANOVA Medidas repetidas	Friedman	Q Cochran
	Cuantificar la asociación entre dos variables	Coefficiente de correlación de Pearson	R de Spearman	Coefficiente C de contingencia
	Predecir el valor de otra variable	Regresión lineal o no lineal	Regresión no paramétrica	Regresión logística simple
	Predecir el valor de varias medias o de variables binomiales	Regresión lineal o no lineal múltiple		Regresión logística múltiple

Nota. Adaptado de “Cómo Seleccionar una Prueba Estadística (Segunda Parte),” por M. Gómez, C. Danglot, y L. Vega, 2013, *Revista Mexicana de Pediatría*, 80, p. 83 (<http://www.medigraphic.com/pdfs/pediat/sp-2013/sp132g.pdf>).

Las buenas prácticas de gobierno corporativo se basaron en los cinco pilares de buen gobierno corporativo: accionistas, junta general de accionistas, directorio, riesgos y cumplimientos, y transparencia y revelación de información; además las preguntas relacionadas a cada pilar fueron escogidas por su importancia e impacto dentro del gobierno corporativo; sustentadas por estudios y recomendaciones realizados por autores y organizaciones. Para poder determinar la creación de valor, las preguntas se basaron en los indicadores financieros seleccionados: ROA Rentabilidad sobre activos, ROE Rentabilidad

sobre el patrimonio, ROIC retorno sobre el capital invertido, WACC, EVA Valor económico agregado, IL Índice de lucratividad

Cabe indicar que para el análisis de la información se ha seguido un proceso metodológico de selección de empresas en base a criterios, recopilación de información, selección de características de gobierno corporativo, definición de valores mínimos de cumplimiento en base al Buen Gobierno Corporativo.



Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados

Luego del trabajo de campo efectuado, se procedió a realizar la organización de los datos obtenidos en los cuestionarios y posteriormente se efectuó el análisis de acuerdo con las variables de estudio consideradas. Esto con el objetivo de identificar y medir las buenas prácticas corporativas, y la creación de valor financiero; así como determinar si existe algún indicio de una posible relación entre estas variables. Para ello, se realizó un análisis estadístico descriptivo y de frecuencia de los datos, se efectuaron las comparaciones respectivas entre las variables con la finalidad de encontrar algunas posibles relaciones que pueda vincularlas.

4.1 Introducción

4.1.1 Resumen de Buen Gobierno Corporativo de las empresas seleccionadas

En esta parte de la investigación se analizó, con las características y los parámetros establecidos para evaluar el nivel de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo que están recopiladas en las preguntas de la ficha de información de los Reportes de cumplimiento para empresas de las sociedades peruanas, calculadas de acuerdo a la metodología planteada, expresado mediante la calificación corporativa en base al cumplimiento bajo un esquema de preguntas si o no, en línea con el principio de cumple y su equivalente uno (Si promueven) o si no lo hace cero (No promueven) de ello se ha podido analizar el grado de cumplimiento por cada empresa seleccionada en el periodo de tiempo 2012 al 2016 a nivel porcentual sobre el total de respuestas afirmativas y negativas.

La información utilizada se aplicó para observar la evolución para cada empresa año a año dentro del periodo de estudio de acuerdo a los 31 principios contenidos en sus cinco pilares del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (ver Tablas 13 a 18). En el presente análisis de información se empleó el reporte de cumplimiento de los principios de buen gobierno para las Sociedades de Perú, vigentes para

el periodo 2012 al 2013, y el reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades de Perú, vigente para el periodo 2014 al 2016, con los siguientes resultados en la recopilación de información: En los años 2012 al 2016 las empresas seleccionadas cumplieron en promedio con un porcentaje máximo del 84% de buenas prácticas de gobierno corporativo, quienes algunas de ellas se ubicaron por debajo del porcentaje promedio por razones en puntuación de respuestas negativas en base al criterio de responde o explica; para ello a nivel global se puede observar que la empresa que obtuvo un mayor nivel de porcentaje en la puntuación de cumplimiento es Cementos Pacasmayo con un 93% por encima del promedio, de otro lado, se presentaron resultados negativos por debajo del promedio con pequeñas fluctuaciones, con niveles de recuperación y mejor cumplimiento como es el caso de la empresa Alicorp, pasando de tener un 73% de puntuación en el año 2015 y obteniendo mejores puntuaciones en el siguiente año (ver Tabla 14 y Figura 5).

Tabla 13

Análisis de Cumplimiento de Gobierno Corporativo de las Empresas Peruanas Seleccionadas

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016	PROM
1 BBVA Banco Continental	91%	90%	83%	88%	87%	88%
2 Cementos Pacasmayo	96%	94%	92%	91%	92%	93%
3 Compañía Minera Buenaventura	86%	86%	77%	90%	91%	86%
4 Credicorp LTD	82%	82%	82%	52%	52%	70%
5 Ferreycorp SAA	89%	89%	85%	92%	97%	90%
6 Alicorp SA	73%	73%	73%	73%	84%	75%

Nota. Tomado de Información remitida por emisores como parte de la Memoria Anual a la SMV.

Tabla 17

Resumen del Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas BGC-2013

Valor	Puntuación	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
1	Si promueven	76	81	76	68	75	63
0	No promueven	8	5	12	15	9	23
	Total	84	86	88	83	84	86
	% Part	90.5%	94.2%	86.4%	81.9%	89.3%	73.3%
		10%	6%	14%	18%	11%	27%
		100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 18

Resumen del Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas BGC-2012

Valor	Puntuación	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
1	Si promueven	79	82	76	70	75	63
0	No promueven	8	3	12	15	9	23
	Total	87	85	88	85	84	86
	% Part	90.8%	96.5%	86.4%	82.4%	89.3%	73.3%
		9%	4%	14%	18%	11%	27%
		100%	100%	100%	100%	100%	100%

4.1.2. Resumen de los indicadores financieros de las empresas seleccionadas

El presente análisis financiero proviene de fuentes secundarias (memorias anuales, publicaciones web por los entes reguladores, Bloomberg, entre otros). Se indica que las seis empresas seleccionadas en la muestra son publicadas en forma anual en las páginas web de la SMV y BVL. Confirmada la veracidad de la información según la gestión por los periodos comprendidos contenidas en los presentes indicadores financieros por cada empresa seleccionada. Son empresas seleccionadas que cumplieron los requisitos expuestos en el capítulo III, las cuales tiene información financiera publicada en la Bolsa de Valores de su respectivo país que operan (ver Tablas 19, 20 y 21 y Figuras 6 al 8).

Tabla 19

Resumen de Indicadores Financieros de las Empresas BBV Continental y Cementos

Pacasmayo SAA

RATIOS	BBV Continental					Cementos Pacasmayo SAA							
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016			
ROA	2.51%	2.31%	2.14%	1.69%	1.70%	6.67%	5.00%	5.95%	6.31%	3.50%			
ROE	29.46%	26.67%	24.09%	21.92%	19.15%	8.39%	7.75%	9.31%	10.53%	5.87%			
ROIC	2.64%	2.45%	2.33%	1.79%	1.76%	49.65%	17.10%	18.44%	17.08%	11.29%			
WACC	12.00%	11.40%	11.60%	12.30%	13.00%	9.40%	8.50%	9.50%	9.70%	9.63%			
IL	31.69	39.96	25.28	14.42	10.98	46.90	40.80	32.26	23.21	32.13			
EVA	4,288,274.24	4,674,845.82	5,412,850.50	8,083,702.93	8,445,838.54	-	8,025.46	-	49,967.65	-	44,544.02	-	142,922.99

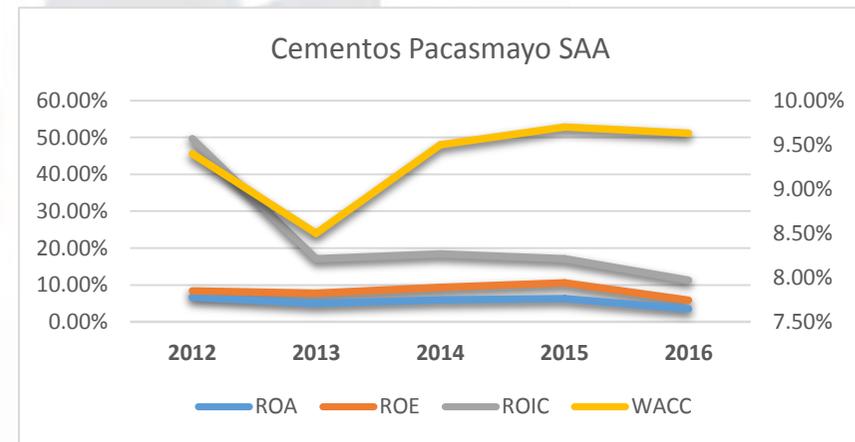
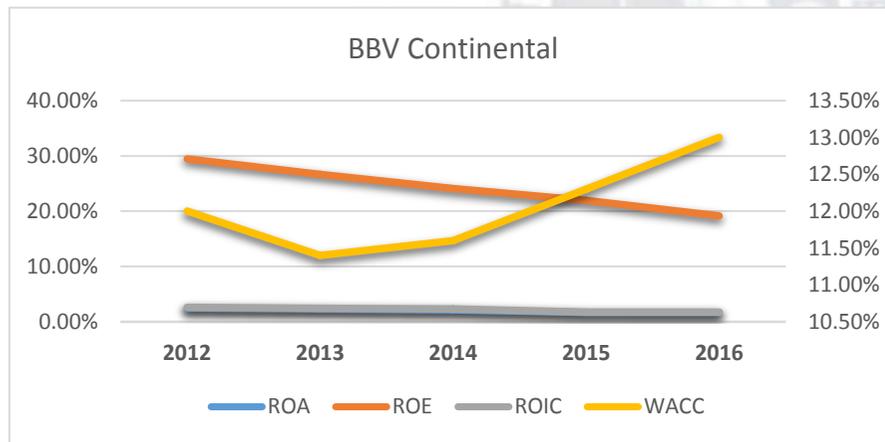


Figura 6. Resumen de indicadores financieros BBVA y Cemento Pacasmayo.

Empresas seleccionadas que cumplieron los requisitos expuestos en el capítulo III. a) Tener información financiera publicada en la Bolsa de Valores de su respectivo país que operan.

Tabla 20

Resumen de Indicadores Financieros de la Compañía Minera Buenaventura y la Empresa

Credicorp

RATIOS	Compañía Minera Buenaventura						Credicorp LTD						
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014					
ROA	15.21%	-2.36%	-1.63%	-6.98%	-7.58%	2.00%	1.35%	1.77%					
ROE	17.59%	-2.79%	-2.02%	-9.36%	-10.62%	18.67%	12.46%	16.33%					
ROIC	215.87%	14.65%	-2.50%	-25.54%	-18.89%	2.13%	1.63%	2.02%					
WACC	11.00%	11.40%	11.50%	12.10%	12.07%	8.00%	8.20%	7.90%					
IL				182.47	2914.56	1002.67	474.19	516.60	19.43	19.43	19.00	9.68	5.95
EVA	157,484.03	446,047.32	564,961.51	890,757.90	770,193.29	7,270,961.11	8,495,797.04	7,262,336.39	8,077,822.36	7,656,390.80			

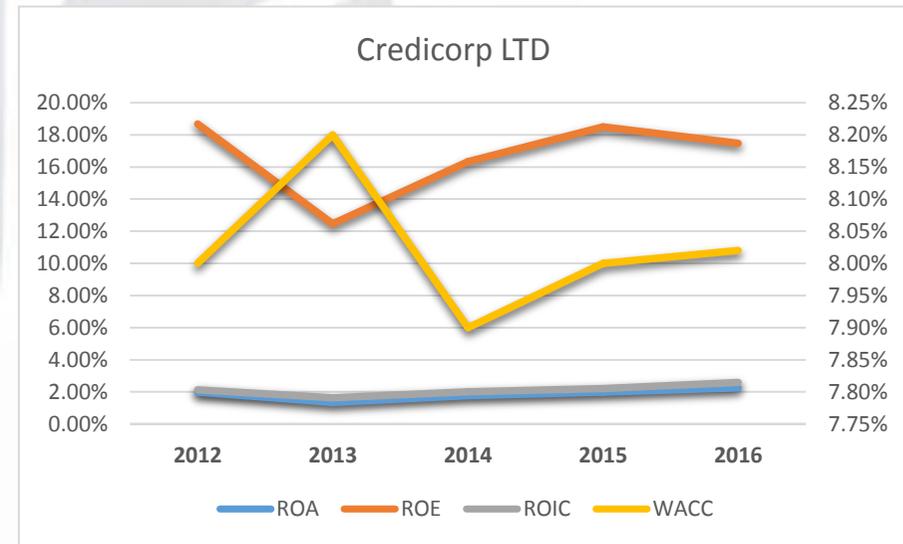
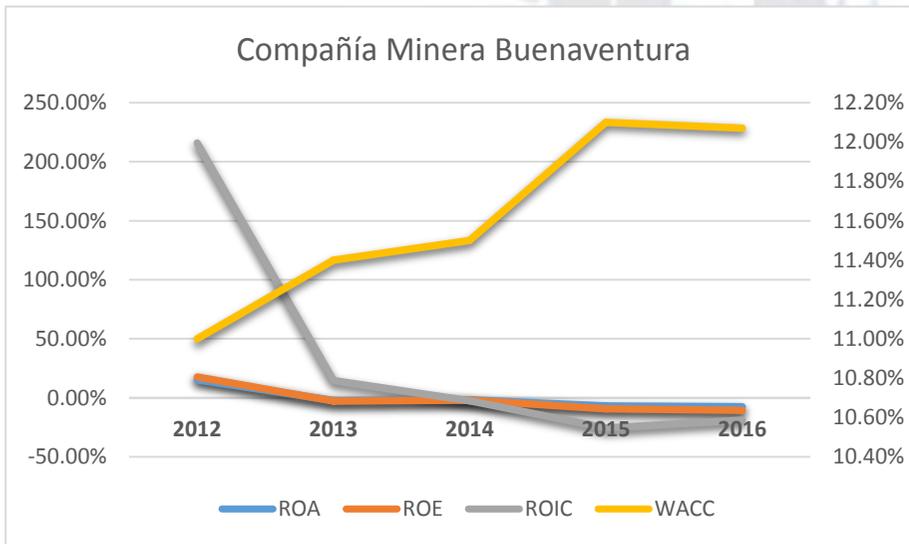


Figura 7. Resumen de indicadores financieros de la empresa Buenaventura y Credicorp. Empresas seleccionadas que cumplieron los requisitos expuestos en el capítulo III. a) Tener información financiera publicada en la Bolsa de Valores de su respectivo país que operan.

Tabla 21

Resumen de Indicadores Financieros de las Empresas Ferreycorp SAA y Alicorp

RATIOS	Ferreycorp SAA					Alicorp				
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	5.41%	2.27%	2.04%	3.27%	4.79%	8.23%	5.63%	0.15%	2.47%	4.93%
ROE	15.49%	6.49%	5.76%	8.80%	11.86%	16.70%	14.61%	0.50%	6.91%	11.73%
ROIC	8.37%	4.05%	4.01%	5.86%	8.17%	18.91%	8.79%	0.96%	4.53%	10.45%
WACC	8.50%	8.60%	9.00%	8.90%	9.02%	12.30%	13.00%	12.40%	13.40%	13.50%
IL	2.29	3.92	3.09	2.46	2.14	71.30	77.24	57.28	26.55	42.57
EVA	- 8,733,329.37	- 9,710,603.92	- 12,045,407.48	- 13,681,506.31	- 13,877,350.02	- 118,920.67	- 497,488.06	- 818,266.66	- 653,293.24	- 419,552.59

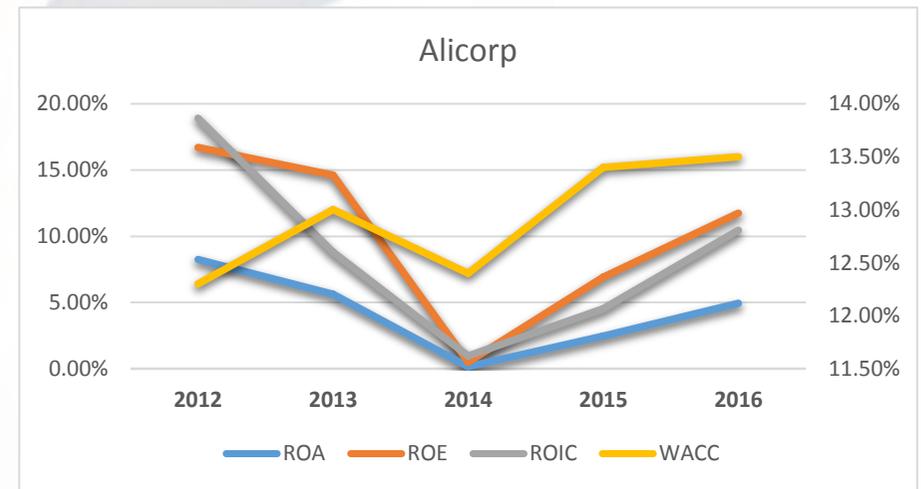
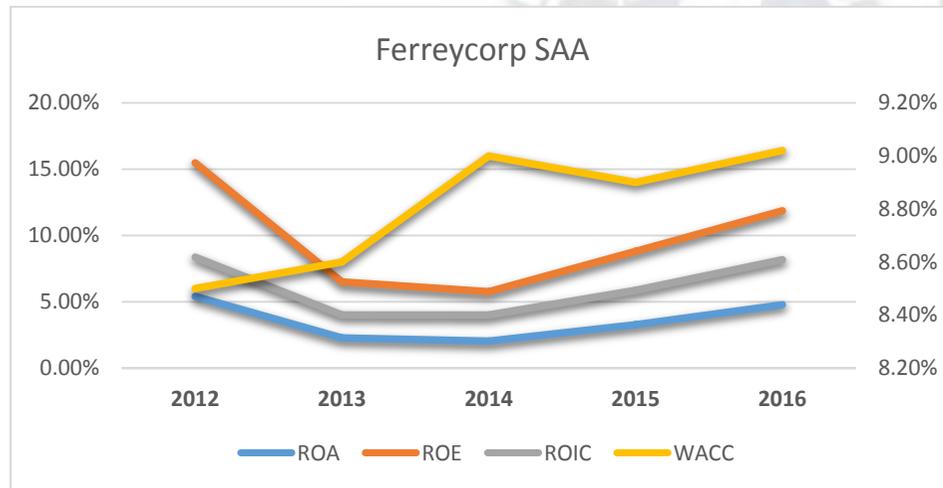


Figura 8. Resumen de indicadores financieros de la empresa Ferreycorp y Alicorp. Empresas seleccionadas que cumplieron los requisitos expuestos en el capítulo III. a) Tener información financiera publicada en la Bolsa de Valores de su respectivo país que operan.

4.2 Resultados

Empresa BBVA. La Tabla 22 contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa BBVA Continental. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROI, EVA, IL y WACC) e índices de buen gobierno corporativo. Se verifica, que el índice financiero ROE, presentó una tendencia decreciente en los años 2012 al 2016, debido al entorno competitivo.

Tabla 22

Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo BBVA

Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016
Margen de utilidad neta	36.88%	34.24%	34.71%	26.33%	37.85%
Rotación de activos totales	0.07	0.07	0.06	0.06	0.04
Multiplicador financiero	11.75	11.56	11.27	12.96	11.25
ROA	2.51%	2.31%	2.14%	1.69%	1.70%
ROE	29.46%	26.67%	24.09%	21.92%	19.15%
ROIC	2.64%	2.45%	2.33%	1.79%	1.76%
WACC	12.00%	11.40%	11.60%	12.30%	13.00%
EVA	4,288,274.24	4,674,845.82	5,412,850.50	8,083,702.93	8,445,838.54
IL	31.69	39.96	25.28	14.42	10.98
IBGC	91%	90%	83%	88%	87%

Nota. Adaptado de *Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa BBVA.* (Base 100%)

En el período 2012 – 2016, el índice financiero ROE, presentó una tendencia decreciente en el periodo de estudio. En el año 2012 el ROE se ubicó en 29.46%, en el período 2015 cayó a 21.92% y para el período 2016 descendió aún más en 19.15%. El índice financiero ROIC presentó una tendencia decreciente en el periodo de tiempo de estudio; en el año 2012 al 2016 presentó un valor de 2.47% en promedio con respecto al valor del año 2016, debido a una reducción en el desempeño de las diferentes operaciones de inversión realizadas. El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presentó pequeñas variaciones entre los años 2012 al 2016, y debido a factores de riesgos de coyuntura este indicador se ha reducido. El índice financiero EVA ha presentado una tendencia creciente entre el 2012 al 2016, aun ante una disminución del valor del ROIC y un equilibrio del valor de WACC, originado por el buen desempeño de las operaciones de la

empresa y un costo de financiamiento adecuado. El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presentó una tendencia decreciente, en el periodo de análisis obteniendo 10.98 en el año 2016. Para la empresa BBVA Continental, la relación entre el índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el ROA es positiva. Comparando el índice de gobierno corporativo junto con el ROE se ve que la relación también es positiva por lo que se puede decir que para la empresa BBVA Continental el índice de Buen gobierno corporativo (BGC) se vio influenciado por el desempeño del ROE y del ROA de esta empresa. En la Figura 9 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, Roa, Roe, Roic, Wacc, Eva y el índice de lucratividad.

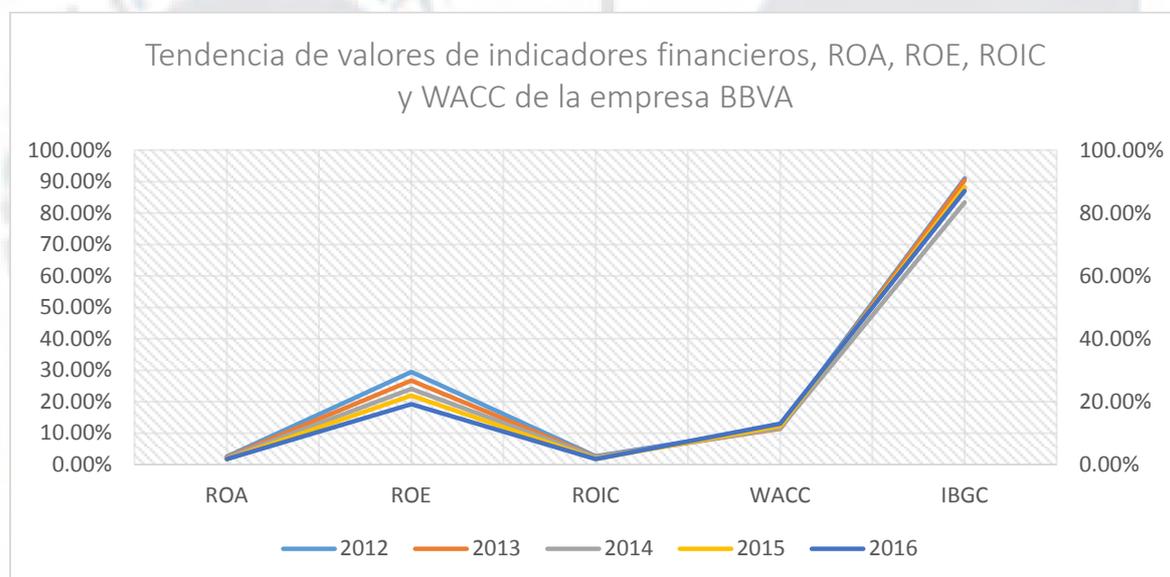


Figura 9. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de la Empresa BBVA Continental.

El índice financiero EVA ha presentado una tendencia creciente entre el 2012 al 2016, debido al aumento del valor del WACC y una probable creación de valor frente a las inversiones, originado por el buen desempeño de las operaciones de la empresa y un menor costo de financiamiento. El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presentó una tendencia creciente sostenida en global, en el periodo de análisis obteniendo 3.13 menos del valor de la acción del año 2015 con respecto al año 2016 que se ubicó en 10.98 (ver Figura 10).

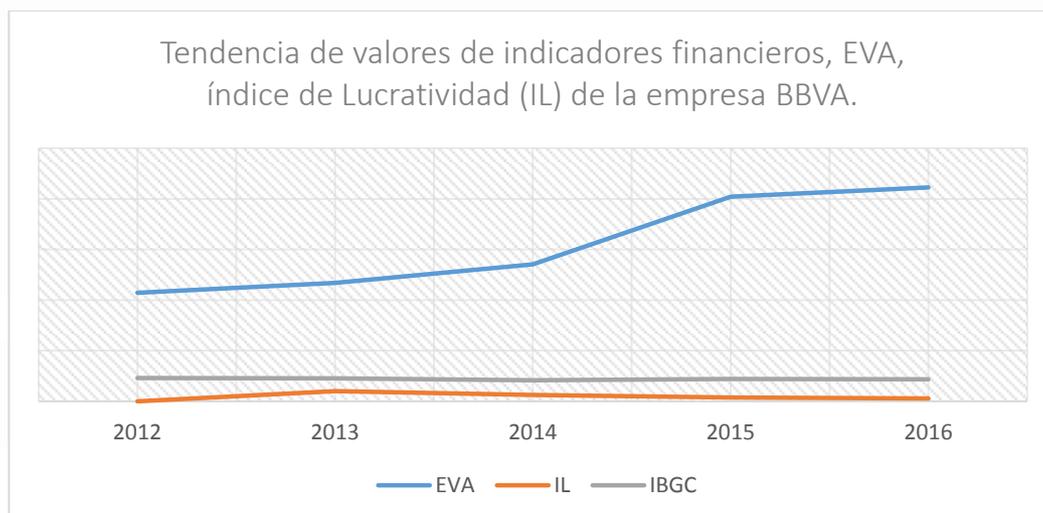


Figura 10. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Empresa BBVA Continental.

Empresa Cementos Pacasmayo. La Tabla 23 contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Cementos Pacasmayo. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROI, EVA, IL y WACC) e índices de buen gobierno corporativo.

Tabla 23

Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Cementos Pacasmayo

Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016
Margen de utilidad neta	13.59%	12.55%	15.52%	17.51%	9.37%
Rotacion de activos totales	0.49	0.40	0.38	0.36	0.37
Multiplicador financiero	1.26	1.55	1.57	1.67	1.68
ROA	6.67%	5.00%	5.95%	6.31%	3.50%
ROE	8.39%	7.75%	9.31%	10.53%	5.87%
ROIC	49.65%	17.10%	18.44%	17.08%	11.29%
WACC	9.40%	8.50%	9.50%	9.70%	9.63%
EVA	- 8,025.46	- 49,967.65	- 49,717.88	- 44,544.02	- 142,922.99
IL	46.90	40.80	32.26	23.21	32.13
IBGC	96%	94%	92%	91%	93%

Nota. Adaptado de *Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Cementos Pacasmayo*. (Base 100%).

ROE, presenta una tendencia volátil pero decreciente en el periodo de estudio. En el año 2012 el ROE se ubicó en 8.39%, mientras que en el último periodo de 2016 descendió a 5.87%. El índice financiero ROIC presentó una tendencia decreciente en el periodo de tiempo de estudio; en el periodo 2012 al 2016 presentó un valor de 49.65% en el año 2012, debido al mejor desempeño de las diferentes operaciones de inversión realizadas. Sin embargo, para el 2016 descendió a 11.29%.

En la Figura 11, se puede apreciar que el índice financiero WACC, en el periodo de estudio presentó pequeñas variaciones entre los años 2012 al 2016, y debido a factores de riesgos de coyuntura este indicador se ha reducido. En la Figura 14 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, Roa, Roe, Roic, Wacc, Eva y el índice de lucratividad.

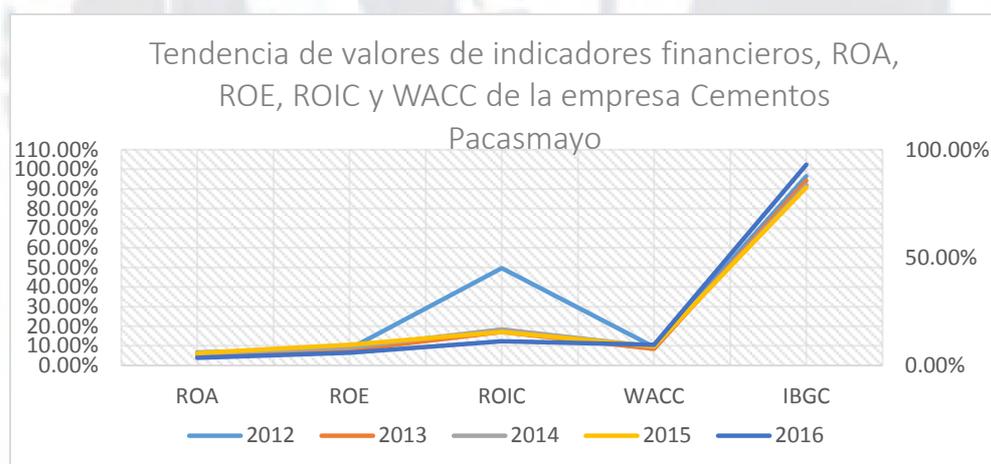


Figura 11. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Cementos Pacasmayo SA.

El índice financiero EVA ha presentado una tendencia negativa entre el 2012 al 2016, la reducción del valor del ROIC y un equilibrio del valor de WACC, han originado un desempeño negativo de las operaciones de la empresa y a un costo de financiamiento que si bien no se ha incrementado puede haber influido mediante otras variables del sector. El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presentó una tendencia decreciente ligera, en el periodo de análisis obteniendo 32.13 en el año 2016; sin embargo, en el 2015 se ubicó en 23.21 (ver Figura 12).

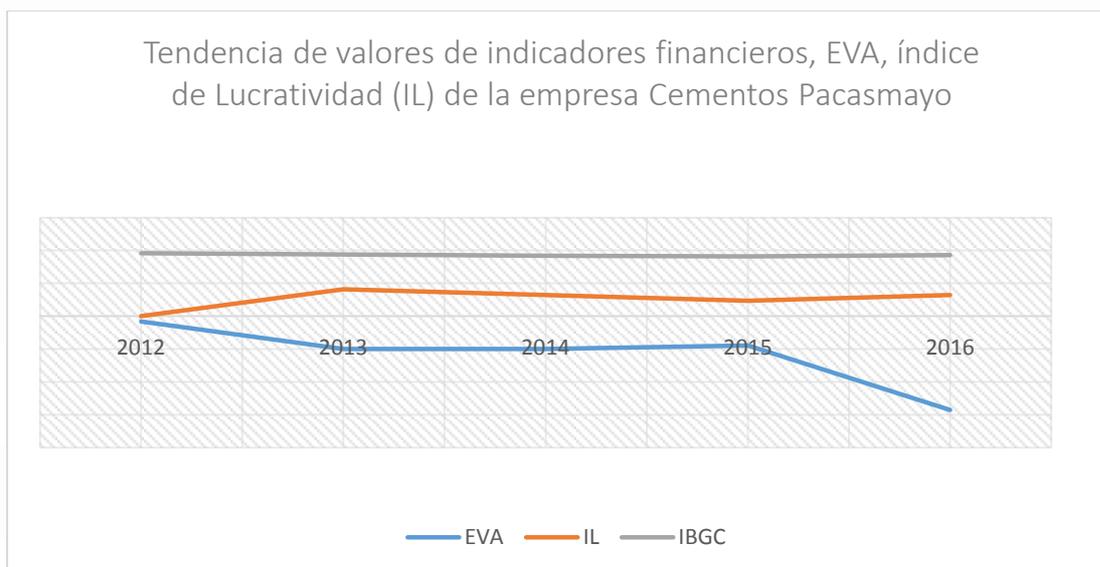


Figura 12. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Empresa Cementos Pacasmayo SA.

A diferencia de la empresa BBVA, en la empresa Pacasmayo se ve que la relación entre el ROE y el índice de Buen Gobierno Corporativo (BGC) es negativa. Mientras el ROE ha subido entre los años 2012 al 2015, el índice de buen gobierno corporativo disminuyó en esos mismos años, por lo que el ROE no tuvo mucho que ver con el desempeño del buen gobierno corporativo.

Compañía Minera Buenaventura. La Tabla 24 contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Compañía Minera Buenaventura. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROI y WACC) e índices de buen gobierno corporativo. En el período 2012 – 2016 en la Empresa Buenaventura, el índice financiero ROE, presentó una tendencia negativa en el periodo de estudio. En el año 2012 el ROE se ubicó en 17.59%, en el periodo 2013 se redujo en -2.79%; en el período 2015 se redujo aún más a -9.36% y para el período 2016 descendió aún más en -10.62%. El índice financiero ROIC también presentó una tendencia decreciente en el periodo de tiempo de estudio, existiendo una recuperación de las inversiones o de reducciones de deudas en el ejercicio 2015 – 2016, frente a ello se apreció un mejor comportamiento del ROIC de -25.54% (2015) a -18.89% en el 2016.

Tabla 24

Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Minera Buenaventura

Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016
Margen de utilidad neta	45.00%	-8.52%	-6.47%	-34.13%	-30.27%
Rotación de activos totales	0.34	0.28	0.25	0.20	0.25
Multiplicador financiero	1.16	1.19	1.24	1.34	1.40
ROA	15.21%	-2.36%	-1.63%	-6.98%	-7.58%
ROE	17.59%	-2.79%	-2.02%	-9.36%	-10.62%
ROIC	215.87%	14.65%	-2.50%	-25.54%	-18.89%
WACC	11.00%	11.40%	11.50%	12.10%	12.07%
EVA	- 157,484.03 -	446,047.32 -	564,961.51 -	890,757.90 -	770,193.29
IL	182.47	2914.56	1002.67	474.19	516.60
IBGC	86%	86%	77%	90%	91%

Nota. Adaptado de *Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo de Empresa Minera Buenaventura.* (Base 100%).

El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presentó pequeñas variaciones entre los años 2012 al 2016, debido a factores de riesgos de coyuntura este indicador se ha reducido. En la Figura 13 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROA, ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad.

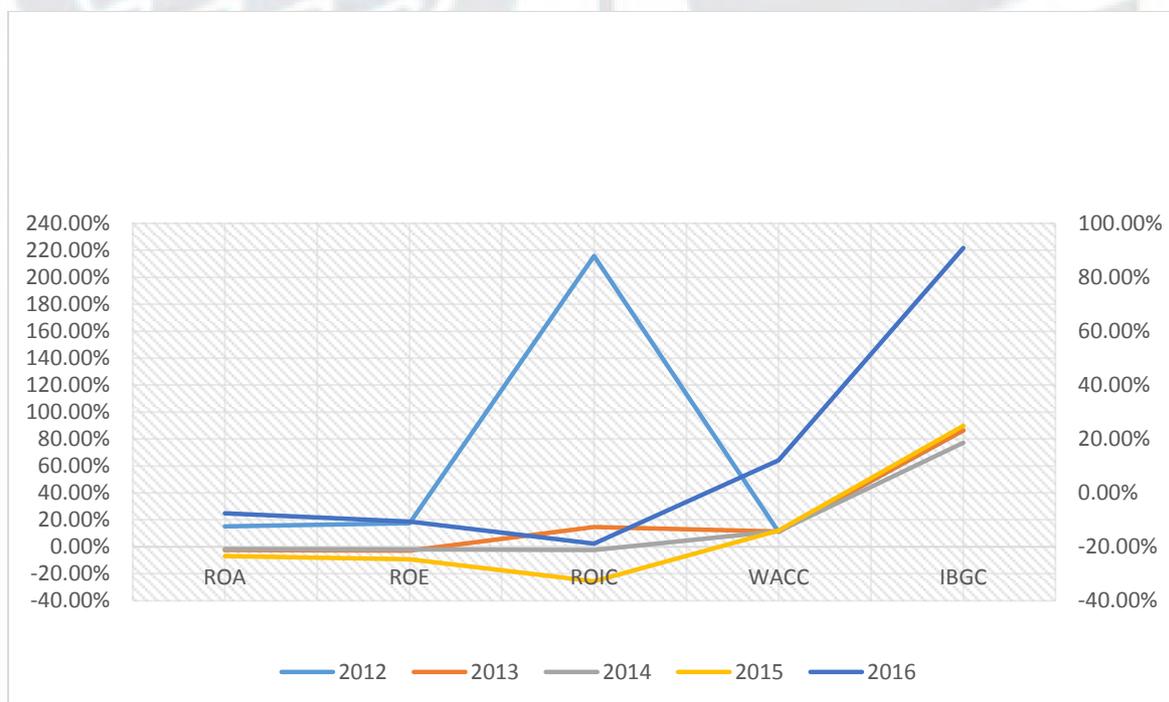


Figura 13. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de la Compañía Minera Buenaventura SA.

El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presentó una tendencia decreciente, en el periodo de análisis obteniendo 2914.56 en el año 2013 y en el 2016 el IL se posicionó en 516.60. Por otro lado, la relación que tiene el ROE con el índice de buen gobierno corporativo y la relación del ROA con este índice es negativa (ver Figura 14).

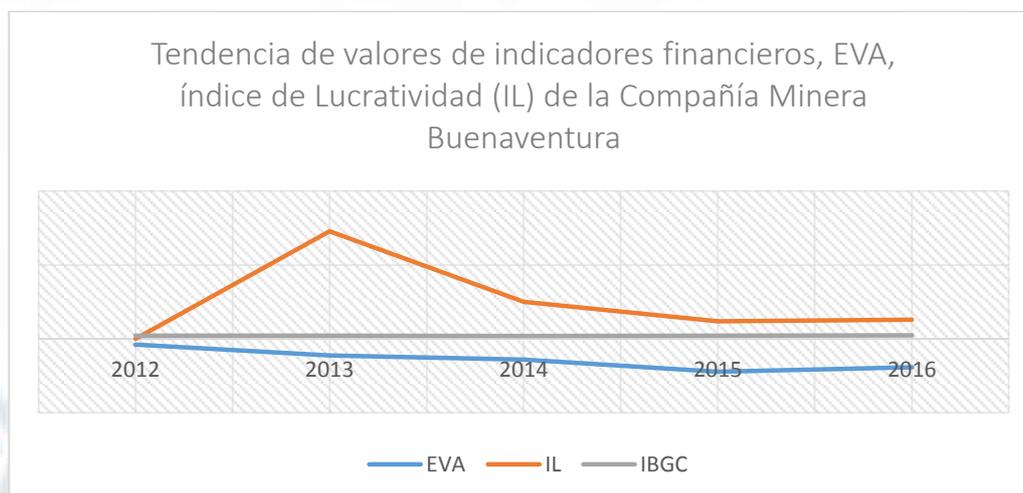


Figura 14. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Compañía Minera Buenaventura SA.

Empresa Credicorp LTDA. La Tabla 25 contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROI y WACC) e índices de buen gobierno corporativo.

Tabla 25

Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Credicorp LTDA

Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016
Margen de utilidad neta	22.92%	14.73%	19.21%	23.38%	25.32%
Rotación de activos totales	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
Multiplicador financiero	9.35	9.24	9.22	9.29	7.78
ROA	2.00%	1.35%	1.77%	1.99%	2.25%
ROE	18.67%	12.46%	16.33%	18.49%	17.47%
ROIC	2.13%	1.63%	2.02%	2.22%	2.58%
WACC	8.00%	8.20%	7.90%	8.00%	8.02%
EVA	-7,270,961.11	-8,495,797.04	-7,262,336.39	-8,077,822.36	-7,656,390.80
IL	19.43	19.43	19.00	9.68	5.95
IBGC	82%	82%	82%	52%	52%

Nota. Adaptado de *Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Credicorp LTDA.* (Base 100%).

En el período 2012 – 2016 en la Empresa Credicorp LTDA, el índice financiero ROE, presentó una tendencia volátil en el periodo de estudio. En el año 2012 el ROE se ubicó en 18.67%, en el período 2013 se redujo a 12.46%; en el periodo 2014 se recuperó a 16.33%, mientras que en el periodo 2015 aumentó a 18.49% y para el período 2016 descendió aún a 17.47%. El índice financiero ROIC presentó una tendencia volátil, en el año 2012 al 2016 tuvo un aumento de este indicador en 0.45%, debido al mejor desempeño de las diferentes operaciones de inversión realizadas en los años analizados. El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presentó ligeras variaciones entre los años 2012 al 2016, y debido a factores de riesgos de coyuntura este indicador se ha reducido. En la Figura 15 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROA, ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad.

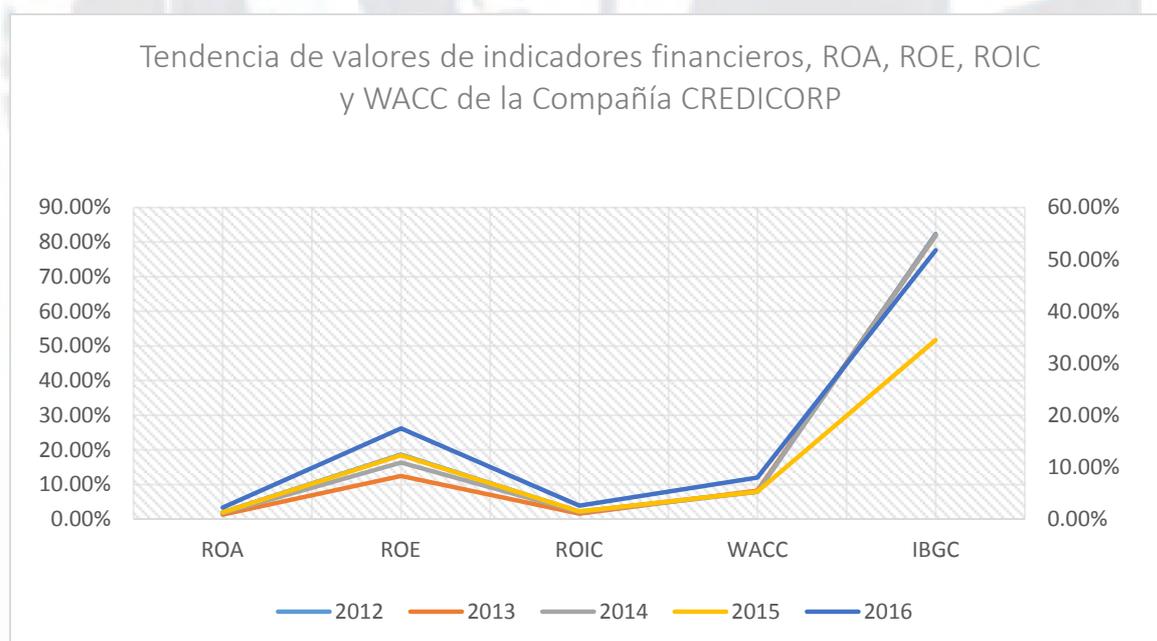


Figura 15. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de Credicorp LTDA.

El índice financiero EVA ha presentado una tendencia decreciente entre el 2012 al 2016, se aprecia una reducción considerable del valor del ROIC y un equilibrio del valor de WACC, originado por el buen desempeño de las operaciones de la empresa y un menor costo de financiamiento. El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presentó

una tendencia decreciente, en el periodo de análisis obteniendo 5.95 en el año 2016 /ver Figura 16). Para la empresa Credicorp, el ROE y el ROA tienen una relación negativa con respecto al índice de buen gobierno corporativo (GBC). Por lo que se puede decir que estos indicadores no tienen mucha relación con el índice que estamos analizando para Credicorp.

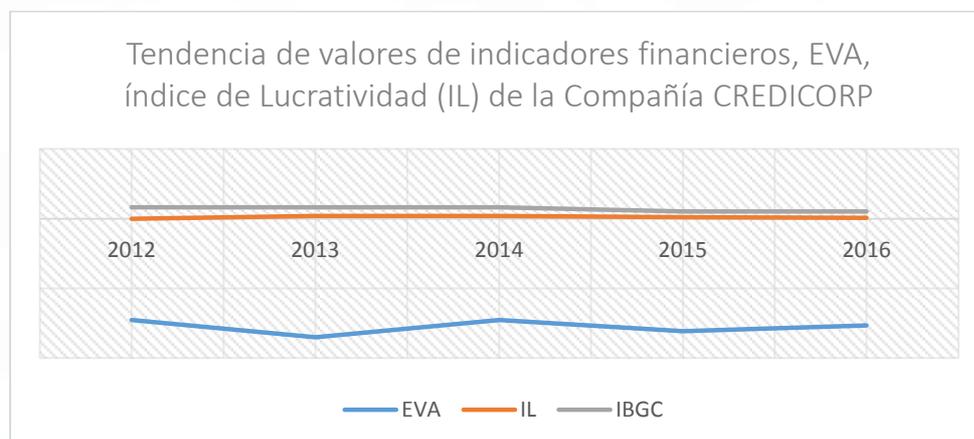


Figura 16. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Credicorp LTDA

Empresa Ferreycorp SAA. La Tabla 26 contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Ferreycorp SAA. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROI y WACC) e índices de buen gobierno corporativo.

Tabla 26

Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Ferreycorp SAA

Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016
Margen de utilidad neta	4.72%	1.99%	1.90%	3.10%	4.75%
Rotacion de activos totales	1.15	1.14	1.07	1.05	1.01
Multiplicador financiero	2.86	2.86	2.83	2.69	2.48
ROA	5.41%	2.27%	2.04%	3.27%	4.79%
ROE	15.49%	6.49%	5.76%	8.80%	11.86%
ROIC	8.37%	4.05%	4.01%	5.86%	8.17%
WACC	8.50%	8.60%	9.00%	8.90%	9.02%
EVA	-8,733,329.37	-9,710,603.92	-12,045,407.48	-13,681,506.31	-13,877,350.02
IL	2.29	3.92	3.09	2.46	2.14
IBGC	89%	89%	85%	92%	97%

Nota. Adaptado de *Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Ferreycorp SAA.* (Base 100%).

En el período 2012 – 2016 en la Empresa Ferreycorp SAA, el índice financiero ROE, presentó una tendencia decreciente en el periodo de estudio. En el año 2012 el ROE se ubicó en 15.49%, mientras que en el periodo 2016 bajó a 11.86%. A lo largo del periodo ha tenido ligeras fluctuaciones llegando a su mínimo ROE en el 2014 de 5.76%.

El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presentó pequeñas variaciones entre los años 2012 al 2016, debido a factores de riesgos de coyuntura este indicador se ha reducido. En la Figura 17 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROA, ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad.

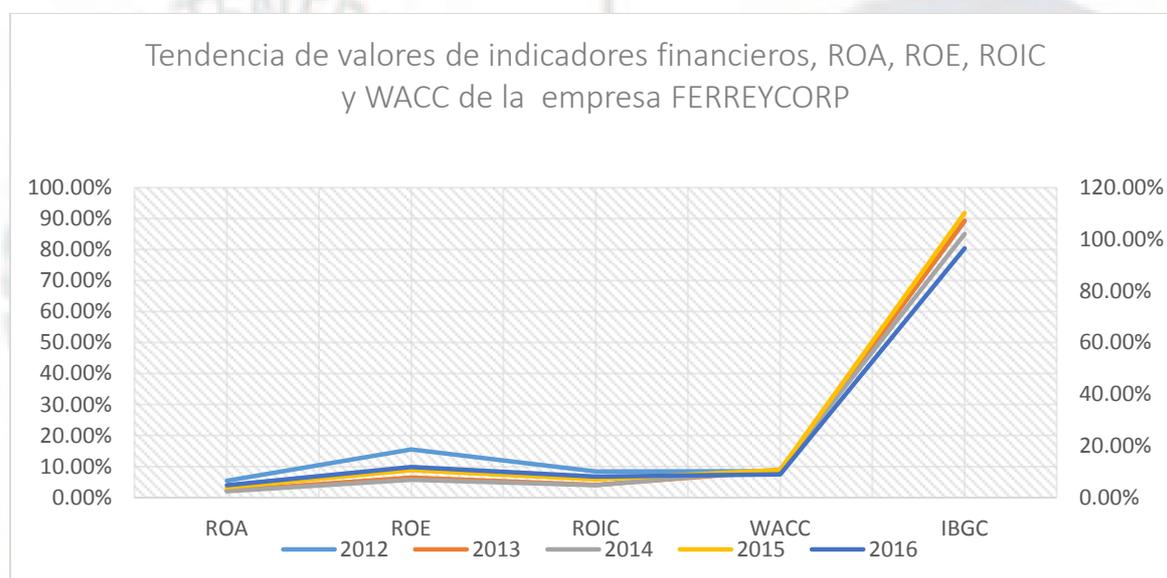


Figura 17. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de Ferreycorp SAA.

El índice financiero EVA ha presentado una tendencia decreciente entre el 2012 al 2016, debido a la reducción del valor del ROIC y un equilibrio del valor de WACC, originado por el bajo desempeño de las operaciones de la empresa y un menor costo de financiamiento. El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presentó una tendencia decreciente, en el periodo de análisis obteniendo 2.14 en el año 2016 (ver Figura 18).

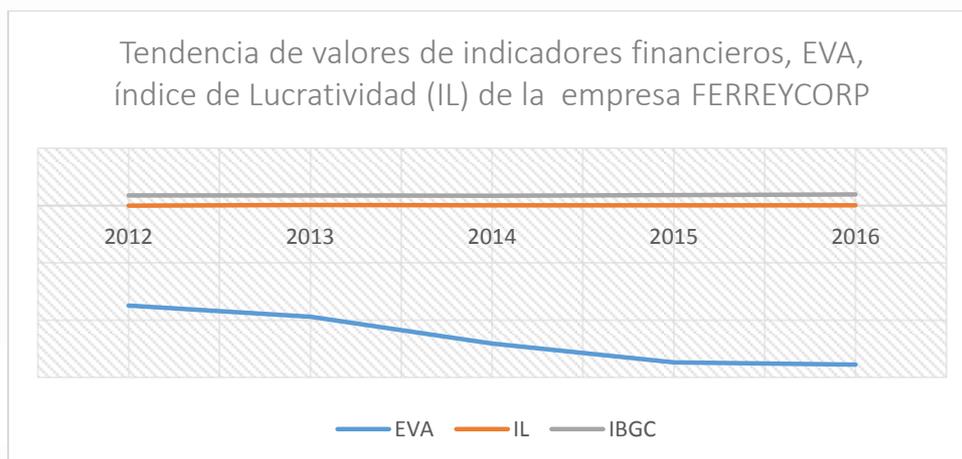


Figura 18. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Ferreycorp SAA.

Para la empresa Ferreycorp SAA, el ROA y el ROE tienen una relación positiva con respecto al índice de buen gobierno corporativo, a medida que el indicador de buen gobierno aumenta el ROA y el ROE también aumentan, y viceversa.

Alicorp. La Tabla 27 contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Alicorp. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROIC y WACC) e índices de buen gobierno corporativo.

Tabla 27

Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Alicorp

Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016
Margen de utilidad neta	7.87%	5.46%	0.17%	2.33%	4.56%
Rotacion de activos totales	1.05	1.03	0.92	1.06	1.08
Multiplicador financiero	2.03	2.60	3.26	2.80	2.38
ROA	8.23%	5.63%	0.15%	2.47%	4.93%
ROE	16.70%	14.61%	0.50%	6.91%	11.73%
ROIC	18.91%	8.79%	0.96%	4.53%	10.45%
WACC	12.30%	13.00%	12.40%	13.40%	13.50%
EVA	- 118,920.67 -	497,488.06 -	818,266.66 -	653,293.24 -	419,552.59
IL	71.30	77.24	57.28	26.55	42.57
IBGC	73%	73%	73%	73%	84%

Nota. Adaptado de *Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Alicorp.* (Base 100%).

En el período 2012 – 2016 en la Empresa Alicorp, el índice financiero ROE presentó una tendencia decreciente en el periodo 2012 a 2014, mientras que en el periodo de 2014 a 2016 tuvo una tendencia creciente. En el año 2012 el ROE se ubicó en 16.7%, en el período 2014 bajó a 0.5% y para el período 2016 se incrementó a 11.73%. Lo mismo ocurre con el índice financiero ROIC que presentó una tendencia decreciente en el periodo de 2012 a 2014 y en el periodo de 2014 a 2016 tuvo una tendencia creciente.

El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presentó pequeñas variaciones entre los años 2012 al 2016, debido a factores de riesgos de coyuntura este indicador se ha reducido. En la Figura 21 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROA, ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad.

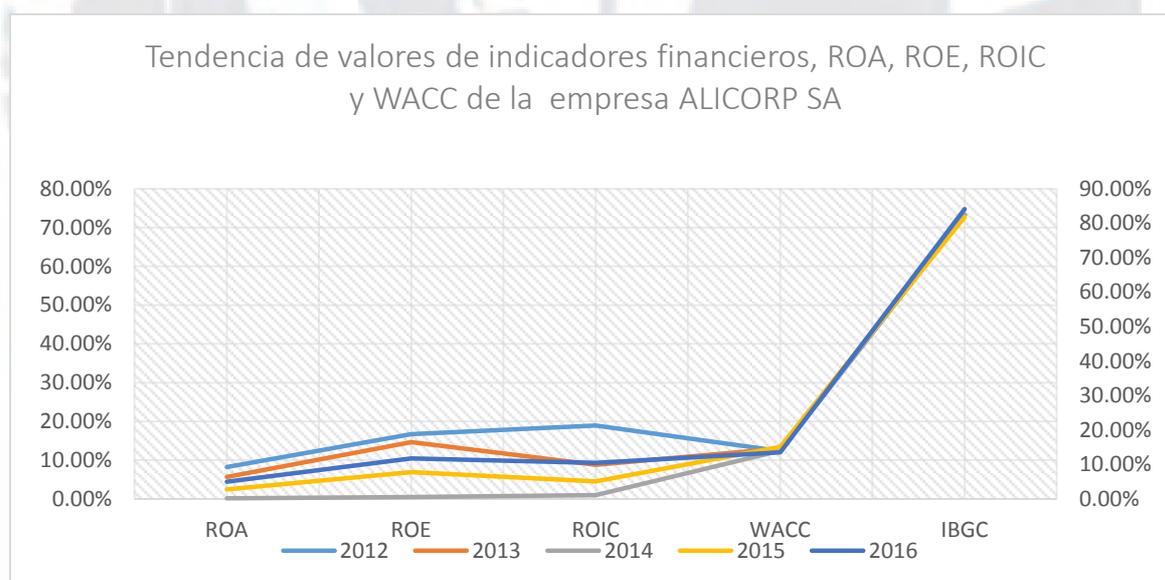


Figura 19. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROA, ROE, ROIC y WACC de Ferreycorp SAA.

El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presentó una tendencia decreciente, en el periodo de análisis obteniendo 42.57 en el año 2016. Para la Empresa Alicorp, el ROE y el ROA tiene una pequeña relación positiva con respecto al índice de gobierno corporativo (BGC).

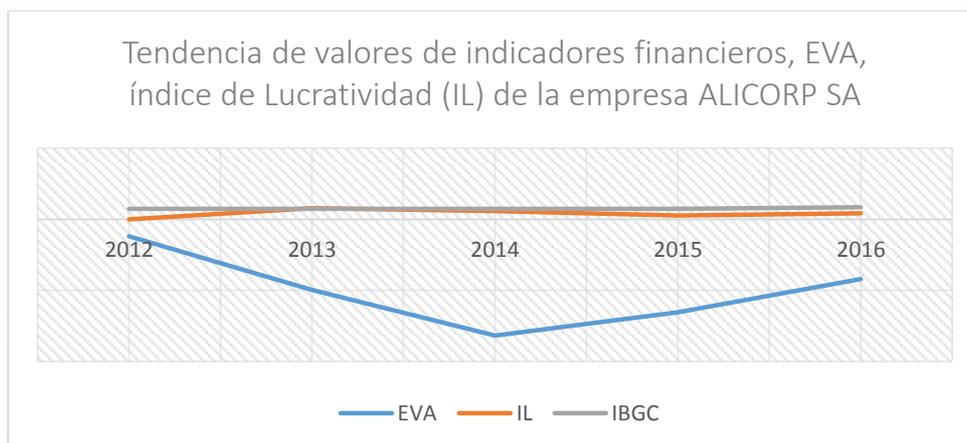


Figura 20. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) Alicorp.

4.3. Resultado Global

En las siguientes tablas contienen los valores obtenidos de las variables de estudio referente a los índices financieros. En la Tabla 27 se muestra los valores del índice financiero ROE del periodo de estudio del año 2012 al 2016.

En la Tabla 28 se muestra los valores del índice financiero ROA del periodo de estudio del año 2012 al 2016. En la Tabla 29 se muestra los valores del índice financiero ROIC del periodo de estudio del año 2012 al 2016. En la Tabla 30 se muestra los valores del EVA del periodo de estudio del año 2012 al 2016. En la Tabla 31 se muestra los valores del Índice de Lucratividad del periodo de estudio del año 2012 al 2016.

Tabla 28

Indicador Financiero ROE de Empresas Seleccionadas

Empresa	2012 %ROE	2013 %ROE	2014 %ROE	2015 %ROE	2016 %ROE
1 BBV Continental	29.46	26.67	24.09	21.92	19.15
2 Cementos Pacasmayo SAA	8.39	7.75	9.31	10.53	5.87
3 Compañía Minera Buenaventura	17.59	-2.79	-2.02	-9.36	-10.62
4 Credicorp LTD	18.67	12.46	16.33	18.49	17.47
5 Ferreycorp SAA	15.49	6.49	5.76	8.80	11.86
6 Alicorp	16.70	14.61	0.50	6.91	11.73

Nota. Adaptado de "Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo. (Base 100%).

Tabla 29

Indicador Financiero ROA de Empresas Seleccionadas

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016
	%ROA	%ROA	%ROA	%ROA	%ROA
1 BBV Continental	2.51	2.31	2.14	1.69	1.70
2 Cementos Pacasmayo SAA	6.67	5.00	5.95	6.31	3.50
3 Compañía Minera Buenaventura	15.21	-2.36	-1.63	-6.98	-7.58
4 Credicorp LTD	2.00	1.35	1.77	1.99	2.25
5 Ferreycorp SAA	5.41	2.27	2.04	3.27	4.79
6 Alicorp	8.23	5.63	0.15	2.47	4.93

Nota. Adaptado de "Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo. (Base 100%)

Tabla 30

Indicador Financiero ROIC de Empresas Seleccionadas

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016
	%ROIC	%ROIC	%ROIC	%ROIC	%ROIC
1 BBV Continental	2.64	2.45	2.33	1.79	1.76
2 Cementos Pacasmayo SAA	49.65	17.10	18.44	17.08	11.29
3 Compañía Minera Buenaventura	215.87	14.65	-2.50	-25.54	-18.89
4 Credicorp LTD	2.13	1.63	2.02	2.22	2.58
5 Ferreycorp SAA	8.37	4.05	4.01	5.86	8.17
6 Alicorp	18.91	8.79	0.96	4.53	10.4%

Nota. Adaptado de "Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo. (Base 100%).

Tabla 31

Indicador Financiero EVA de Empresas Seleccionadas

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016
	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA
1 BBV Continental	4,288,274	4'674,846	5'412,851	8'083,703	8'445,839
2 Cementos Pacasmayo SAA	8,025	49,968	49,718	44,544	142,923
3 Compañía Minera Buenaventura	157,484	446,047	564,962	890,758	770,193
4 Credicorp LTD	7'270,961	8'495,797	7'262,336	8'077,822	7'656,391
5 Ferreycorp SAA	8'733,329	9'710,604	12'045,407	13'681,506	13'877,350
6 Alicorp	118,921	497,488	818,267	653,293	419,553

Nota. Adaptado de "Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo. (Base 100%).

Tabla 32

Indicador Financiero Índice de Lucratividad (IL) de Empresas Seleccionadas

Empresa	2012 IL	2013 IL	2014 IL	2015 IL	2016 IL
1 BBV Continental	31.69	39.96	25.28	14.42	10.98
2 Cementos Pacasmayo SAA	46.90	40.80	32.26	23.21	32.13
3 Compañía Minera Buenaventura	182.47	2,914.56	1,002.67	474.19	516.60
4 Credicorp LTD	19.43	19.43	19.00	9.68	5.95
5 Ferreycorp SAA	2.29	3.92	3.09	2.46	2.14
6 Alicorp	71.30	77.24	57.28	26.55	42.57

Nota. Adaptado de "Ratios de rendimiento Bloomberg, Datos financiero y de gobierno corporativo. (Base 100%).



Capítulo V: Conclusiones y recomendaciones

5.1. Conclusiones

Mediante el desarrollo de la presente tesis se plantearon siguientes interrogantes, de las cuales se desprende la pregunta principal: ¿Cuál es el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor financiero de las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, durante el periodo 2012-2016?, así como las preguntas secundarias: ¿Cuáles son las empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima que practicaron buen gobierno corporativo durante el periodo 2012-2016? y ¿Qué empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que practicaron buen gobierno corporativo crearon valor financiero durante el periodo 2012-2016?

Para responder a las preguntas planteadas se utilizó la información de los resultados obtenidos en el Capítulo IV por cada empresa, de varios sectores, entre los indicadores financieros y el buen Gobierno Corporativo para cada año (ver Tablas 20 a 31 y Figuras 5 a 22); en base a lo cual, se analiza lo siguiente:

Con respecto a la pregunta principal, se concluye que la implementación de prácticas de buen gobierno corporativo a las empresas seleccionadas no permitió obtener mejores resultados financieros de manera uniforme. Vale decir que no se apreció un impacto o relación directa entre las prácticas de buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero debido a que en algunas se muestra una relación totalmente opuesta que con el resto de empresas.

En el caso de la empresa Minera Buenaventura, que según la puntuación del cumplimiento de gobierno corporativo subió de 86% (2012) al 91% (2016) con niveles por encima del promedio establecido, pero tuvo un impacto negativo debido a que la empresa perdió valor financiero en el período de estudio a pesar que cumplió con las prácticas de buen gobierno corporativo en 86% en promedio.

Otro caso inverso es la empresa BBVA Banco Continental que generó valor financiero sostenidamente mientras que tuvo una disminución a nivel de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo de 91% (2012) al 87% (2016) respectivamente.

Asimismo, se puede afirmar que las empresas que realizaron un buen gobierno corporativo dentro de los años 2012 al 2016 fueron seis empresas, entre ellas BBVA Continental, Cementos Pacasmayo, Compañía minera Buenaventura, Credicorp LTD, Ferreycorp y Alicorp por cumplir con los criterios mínimos de puntuación de acuerdo a nuestra metodología planteada en el tercer capítulo, en la descripción de la muestra, en concordancia con lo establecido para el Perú que señala la Bolsa de Valores de Lima para los años 2012 al 2016.

Otra de las respuestas obtenidas en la investigación es que no se puede confirmar que las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y tuvieron buenas prácticas de Buen Gobierno Corporativo crearon valor financiero entre los años 2012 al 2016, para ello, para toda la muestra se hizo un análisis según los criterios establecidos, determinándose que las seis empresas que mejor cumplen un gobierno corporativo generan necesariamente una mayor generación de valor financiero de manera significativa y uniforme, ya que según el estudio, se observó una clara destrucción de valor, en referencia a comparación a nivel de tendencia entre la puntuación de gobierno corporativo y los indicadores de rentabilidad y de costos. Dentro de los indicadores de rentabilidad se tiene al ROE Rentabilidad sobre el patrimonio, ROA Rentabilidad sobre activos y al ROIC retorno sobre el capital invertido, los cuales fueron comparados al costo promedio ponderado de capital de la empresa (WACC). Estos indicadores permitieron hallar el valor económico agregado (EVA), herramienta financiera.

5.2. Recomendaciones

De acuerdo a nuestra muestra del estudio solo la conformaron seis empresas de

diversos sectores (Bancos, Industriales, Mineras y otras), para ello se debería ser más significativa, de manera que se amplíen la cantidad de empresas, las cuales deben cotizar en la Bolsas de Valores y poder tener un enfoque más amplio de análisis en función a empresas que tienen un buen gobierno corporativo.

Otra recomendación para las empresas que cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima, es que la sola presentación de dichos reportes no necesariamente cumplen con buenas prácticas de gobierno corporativo en la empresa, por ello los órganos supervisores deberían tomar en cuenta los principios básicos de buenas prácticas y sustentar dichas respuestas en las preguntas de gobierno corporativo con resultados financieros crecientes como lo establece la teoría de la divulgación de la información de transparencia.

A los nuevos redactores de tesis sobre buen gobierno corporativo en Perú se recomienda utilizar en el análisis otros elementos estadísticos, por sectores de cada empresa, tamaño patrimonial u otros instrumentos de medición para poder tener un análisis más amplio de la que se plantea, pudiendo establecer más elementos de juicio y aprovechar los antecedentes y teoría aplicada, considerando que la aplicación de las buenas prácticas en el Perú son de carácter obligatoria a partir del 2014, siendo así relativamente nueva, lo recomendable sería esperar unos años más y efectuar este nuevo análisis.

Por último, la presente investigación no busca dar una respuesta absoluta o definitiva sobre el tema planteado, sin embargo se busca que sirva de aporte para los futuros investigadores, como punto de partida en esta metodología, o combinarla de manera mixta ajustada con la finalidad de enriquecer la investigación sobre este tema.

Referencias

- ALTAIR. (2015). *Valoración de Empresas por Flujos de Caja Descontados*. México: Prince.
- Andrade, E. (2017). *What to Do: Key Good Governance Practices*. New York: Practical Guide to Corporate Governance.
- Arispe, A. (3 de Junio de 2015). *Nuevos índices en la BVL... ¿cuál es cuál?* Recuperado de Semana Económica.com <http://semanaeconomica.com/viva-la-bolsa/2015/06/03/nuevos-indices-en-la-bvlcual-es-cual/>
- Aragónés, J. R., & Mascareñas, J. (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Análisis financiero*, 64, 76-89.
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2010). *Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana*. Revista Estudios Económicos N°19, 33-45.
- Barney, J. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage*. Upper Saddle River: Pearson Education, Inc.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101-124.
- Bernal, A., Oneto, A., Penfold, M., Scheider, L., & Wilcox, J. (2012). *Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal*. México: CAF.
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management journal*, 42(5), 488-506. <http://dx.doi.org/10.2307/256972>
- Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (31 de diciembre de 2011). *Informe Bursátil 2011*. Recuperado de http://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2011_12.pdf

Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (31 de marzo de 2012). *Informe Bursátil de la BVL 2012*.

Recuperado de http://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2012_03.pdf

Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2013). *Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas*. Lima, Perú: Autor. Recuperado de

<http://www.bvl.com.pe/mercempresas.html>.

Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2016). *Sobre el Índice de Buen Gobierno Corporativo*.

Recuperado de <https://espanol.spindices.com/indices/equity/sp-bvl-ibgc-index-pen>

Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2017). *Indíces en bolsa*. Recuperado de

<http://www.bvl.com.pe/estadist/mercindicesmercado.html>

Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (31 de Julio de 2017). *Informe Bursátil*. Recuperado de

http://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/Ultimo_IB.pdf

Bonmatí, J. (2011). El valor de una empresa y la creación de valor en las empresas.

Contable, 10-12.

Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic management*

journal, 15(5), 335-344.

Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic*

Management Journal, 16(4), 301-312.

Burneo, K., & Lizarzaburu, E. (2010). *Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes:*

Impacto en la Bolsa de Valores de Lima - BVL. Recuperado de

<https://gcg.universia.net/article/view/1926>

Cadbury, A. (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate*

governance (Vol. 1). Gee.

Cano, M. (2015). *Efectos contables y financieros de la gerencia basada en valor*. Semestre

Económico, 6(12). Recuperado de

<http://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/1363/1400>.

- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 1-36.
- Calabuig, P., & Rodríguez, J. (2011). *La Gestión del Riesgo Corporativo*. Bilbao: Boletín de Estudios Económicos. Recuperado de <https://search.proquest.com/docview/1314736318/78D23194A22847C4PQ/20?accountid=43860>
- Chu, M (2012). *Fundamentos de Finanzas: Un enfoque peruano*, 468-471
- Cubillos, C. (2006). *La generación de valor como desafío esencial de la gerencia financiera actual*. (Tesis de maestría, Universidad Nacional de Colombia, Bogotá, Colombia). Recuperado de <http://www.bdigital.unal.edu.co/1133/1/cubilloscalderoncarloshernan.2006.pdf>.
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic management journal*, 30(8), 895-907. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.759>.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of management review*, 28(3), 371-382.
- Damodaran, A. (2011). *Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications—the 2011 edition*.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). The distinctiveness of agency theory and stewardship theory. *The Academy of Management Review*, 22(3), 611-613. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/259407>
- Dedman, E., & Filatotchev, I. (2008). Corporate governance research: A contingency framework. *International Journal of Managerial Finance*, 4(4), 248-258.

- Donaldson, T., & Preston, L. (2012). *The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*. New York: Academy of Management Review.
- De Pablos, J. & González, T. (2007). Políticas educativas e innovación educativa apoyada en TIC: sus desarrollos en el ámbito autonómico. Comunicación presentada a las *II Jornadas Internacionales sobre políticas educativas para la sociedad del conocimiento*. Granada, 7-9 de marzo.
- http://www.juntadeandalucia.es/averroes/jornadas_internacionales/.
- Donaldson, L. (1990). A rational basis for criticisms of organizational economics: A reply to Barney. *Academy of Management Review*, 15(3), 394-401.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.
- Estrada, E. (2012). Modelo de creación de valor para la rentabilidad de la empresa Cementos Perú. Trujillo, Perú (tesis master). Recuperado de <https://blogs.funiber.org/blogproyectos/2016/04/26/funiber-tesis-modelo-rentabilidad-empresa-cemento>: Universidad Politecnica de Catalunya.
- Ehrhardt, M. & Brigham, E. (2006). Finanzas Corporativas, 276-278
- Edward, F. R. (1984). *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman, 46.
- Edwards, J. y Fischer, K. (1994). *Banks, finance and investment in Germany*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of financial Economics*, 14(1), 101-119.
- Fernández, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *Universia Business Review*, (6), 10-25.
- Fernandez, P. (2017). *Métodos de valoración de empresas* (Company Valuation Methods).
- Franco, J., & Montalvan, S. (2010). *Governance codes: Facts or Fictions? A study of governance codes in Colombia*. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0123592310701352>.
- Fox, M. A., & Hamilton, R. T. (1994). Ownership and diversification: Agency theory or stewardship theory. *Journal of Management Studies*, 31(1), 69-81.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B., & de Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge: Cambridge University Press
- Freeman, R., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., & De Colle, S. (2012). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Freire, J., & Repullo, R. (21 de Junio de 2011). Good governance of publicly-produced health services: ideas for moving forward. *Ciência & Saúde Coletiva*, 733-2742.
Recuperado de <https://search.proquest.com/docview/1679410208/abstract/78D23194A22847C4PQ/2?accountid=43860>
- Gandlgruber, B. (2010). Instituciones, coordinación y empresas. *Análisis económico más allá de mercado y Estado*.
- Gitman, L. (1996). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: HARLA.
- Lawrence, J. Gitman & Chad J., Zutter. (2012). *Principios de Administración Financiera*.

- González Ramírez, T. & Rodríguez López, M. (2010). *El valor añadido de las buenas prácticas con tic en los centros educativos*. Teoría de la Educación. Educación y Cultura en la Sociedad de la Información. 11 (1), 262-282.
- Gorton, G., & Schmid, F. (1996). *Universal banking and the performance of German corporations*. NBER working paper, 5453.
- Harrison, J., & Wicks, A. (2013). *Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance*. New York: Business Ethics Quarterly.
- Hernández, R., Fernández, C. & Baptista, P. (2006). *Metodología de la Investigación* (4th ed.). México: McGraw-Hill.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). *The determinants of board composition*. The RAND Journal of Economics, 589-606.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). *The effects of board composition and direct incentives on firm performance*. Financial management, 101-112.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic management journal*, 125-139. [http://dx.doi.org/10.1002/1097-0266\(200101\)22:23.0.CO;2-H](http://dx.doi.org/10.1002/1097-0266(200101)22:23.0.CO;2-H).
- Hodgson, G. (2003). El enfoque de la economía institucional. *Revista Comercio Exterior*, 53(10), 895-916.
- Hormaza León, D. (s/f). *La prevención de insolvencia de las empresas a través de la implementación de modelo matemático, un adecuado gobierno corporativo y la aplicación de la función del Estado* (Doctoral dissertation, Universidad Nacional de Colombia).
- Instituto Mexicano de Mejores Prácticas Corporativas [IMMPC]. (2015) *¿Qué son las mejores prácticas corporativas?* Recuperado de <http://www.immpc.org.mx/mejoresprácticas-corporativas>

- Jaensch, G. (1974). *Valoración de la empresa*. Barcelona: Ariel.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Kaen, F. R. (2003). *A blueprint for Corporate Governance: Strategy, accountability, and the preservation of shareholder value*. AMACOM Div American Mgmt Assn.
- Kim, Y., & Gao, F. Y. (2013). Does family involvement increase business performance? Family-longevity goals' moderating role in Chinese family firms. *Journal of Business Research*, 66(2), 265-274
- Knight, J. (2002). *La administración integral basada en el valor*. Bogotá: McGraw Hill.
- Kumar, P., & Zattoni, A. (2013). Corporate governance, board of directors, and firm performance. *Corporate Governance*, 21(4), 311-313.
- Krambia-Kapardis, M. & Psaros, J. (2006). The implementation of corporate governance principles in an emerging economy: A critique of the situation in Cyprus. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 126-139.
- Lefort, F. (2003). Gobierno Corporativo: ¿Qué Es? Y ¿Cómo Andamos Por Casa? *Cuadernos de economía*, 40(120), 207-237. <https://dx.doi.org/10.4067/S0717-68212003012000002>
- Levine, R. (2013). *Stock markets, banks and economic growth*. New York: American Economic Review.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. (1997). Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52, 1131–1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. (1998). Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 57, 1147–1170.

- Lane, P. J., Cannella Jr, A. A., & Lubatkin, M. H. (1998). Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered. *Strategic Management Journal*, 555-578.
- Lee, P. M., & O'Neill, H. M. (2003). Ownership structures and R&D investments of US and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives. *Academy of Management Journal*, 46(2), 212-225.
- Lira, P. (12 de Febrero de 2016). *El Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)*. Recuperado de [p://blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2016/02/el-costo-promedio-ponderado-de-capital-wacc.html](http://blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2016/02/el-costo-promedio-ponderado-de-capital-wacc.html)
- Markwei, E. (2014). El Impacto de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo en la Satisfacción de las Partes Interesadas en las Sociedades Cotizadas de Ghana. *International Knowledge Sharing Platform*, 2(1), 2. Recuperado el 28 de Agosto de 2017, de <http://www.iiste.org/Journals/index.php/JEPER/article/view/17002>
- Martín, J., & Trujillo, A. (2000). *Manual de valoración de empresas*. Barcelona, España: Ariel.
- Martin, J. D., & Petty, J. W. (2001). *La gestión basada en el valor: la respuesta de la empresa a la revolución del accionista*. Grupo Planeta (GBS).
- Mathiesen, H. (2013). Managerial Ownership and Financial Performance. Denmark: h.D. dissertation, series 18.2002, Copenhagen Business School.
- Medina, A. (2011). Valor económico de la empresa: alcances y consideraciones. *Contabilidad y negocios*, 6(12), 36-49.
- Mendiola, A., Chara, J., Pérez, M., Suazo, J., Valenzuela, H., & Aguirre, C. (2011). *Estrategia de generación de valor en una empresa de distribución eléctrica*. Lima: Universidad ESAN.

- Millar, C. C., Eldomiaty, T. I., Choi, C. J. y Hilton, B. (2005). Corporate governance and institutional transparency in emerging markets. *Journal of Business Ethics*, 59(1-2), 163–174.
- Ministerio de Economía y Finanzas [MEF]. (2014). Recuperado de <https://www.mef.gob.pe/es/comunicados-y-notas-de-prensa/100-notas-de-prensa-y-comunicados/3239-castilla-queremos-promover-un-crecimiento-sano-del-mercado-de-capitales-peruano>
- Morin, R. A., & Jarrell, S. L. (2001). *Driving shareholder value. Value Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*/Morin RA, Jarrell SL–S. 1.: McGraw-Hill.
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5-28.
- Muñoz, G. (2014). *De la creación de valor y sus aplicaciones: el EVA, MVA, BSC, cash flow y otros indicadores*. Trabajos académicos en finanzas de mercado y finanzas corporativas, (10). Recuperado de <http://hdl.handle.net/10906/77405>.
- Muñoz-Martín, J. (2013). Ética empresarial, responsabilidad social corporativa (RSC) y creación de valor compartido (CVC). *Journal of Globalization, Competitiveness & Governability/Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad/Revista de Globalização, Competitividade e Governabilidade*, 7(3).
- Nieto, M., & Fernández, R. (2004). *Responsabilidad social corporativa: la última innovación en management*. *Universia Business Review*, primer trimestre, 28-39.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case- based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 585-608.
- North, D. (1990a). *Institutions, institutional Change, and Economic Performance*, Nueva York, Cambridge University Press.

- North, D. (1990b). "A Transaction Cost Theory of Politics", *Journal of Theoretical Politics*, 2(4), octubre, pp. 355-367.
- North, D. y Robert P. Thomas (1973). *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge, Cambridge University Press
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Mathiesen, V. (2011). *Para una discusión acerca de los diferentes aspectos del gobierno corporativo*. Santiago: Cuadernos de Economía.
- Ministerio de Economía y Finanzas [MEF]. (18 de junio de 2014). *Resolución SMV N° 012-2014-SMV/01*. Recuperado de [http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/RSMV_012-2014_\(Reporte_BGC\).pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/RSMV_012-2014_(Reporte_BGC).pdf)
- Milla, A. (2003a). El EVA (Economic Value Added): ¿Un indicador de gestión o un indicador de creación de valor? *Análisis Financiero*, 92, 58-73. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=1225931>
- Milla, A. (2003b). Indicadores relacionados con la creación de valor. *Economía*3, 96-97.
- Milla, A. (2011). *Creación de valor para el accionista*. Madrid, España: Díaz de Santos.
- Montero, R. (11 de diciembre de 2013). *La Bolsa de Valores de Lima crecería entre 15 y 17% el próximo año*. Recuperado de <http://gestion.pe/mercados/bolsa-valores-lima-creceria-entre-15-y-17-proximo-ano-2083306>
- More, L. (2015). *Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. New York: Business Roundtable.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE]. (10 de octubre de 2004). *White Paper" sobre Gobierno Corporativo en América Latina, 25. Rio de Janeiro, Brasil*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf>

- OECD. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Paris: Éditions OCDE
- OECD. (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Paris: Éditions OCDE
- Ooghe, H., & De Langhe, T. (2002). The Anglo-American versus the Continental European corporate governance model: empirical evidence of board composition in Belgium. *European Business Review*, 14(6), 437-449.
- Ortiz, H. (2003). *Análisis financiero aplicado*. Bogotá, Colombia: Universidad Externado de Colombia.
- Paz-Ares, C. (2003). *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*. *InDret*, (4).
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of management studies*, 29(4), 411-438.
- Postigo, R. (2015). Gobierno corporativo: Una oportunidad para el crecimiento de las microfinanzas. *El Microfinanciero* 25(6), 8. Recuperado de http://www.fpcmac.org.pe/files/el_microfinanciero25.pdf
- Phillips, R. (2015). *Stakeholder theory and organizational ethics*. San Francisco: Berrett-Koehler.
- Prowse, S. D. (1992). The structure of corporate ownership in Japan. *The Journal of Finance*, 47(3), 1121-1140.
- Barbosa Ramírez, D., Piñeros, R., & Noguera, Á. (2013). Retos actuales del gobierno corporativo en torno a la creación de valor. *Revista Criterio Libre*, 11(19).
- Ramaswamy, V., Ueng, C. y Carl, L. (2008). Corporate governance characteristics of growth companies: An empirical study. *Academy of Strategic Management Journal*, 7(1), 21-33.

- Rodríguez, A. (2013). Gestión de Stakeholders. Gestión de grupos de interés. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, (75), 208-210.
- Rodríguez, A. (2013). *Gestión Stakeholders: gestión de grupos de interés*. Recuperado de: <http://hdl.handle.net/10882/1572>.
- Rodríguez, V. (2013). *Análisis de los lineamientos y principios de un gobierno corporativo que debe tener una empresa hotelera en la ciudad de Guayaquil*. Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, Ecuador.
- Rojo, S. (2007). *Valoración de empresas y gestión basada en valor*. Madrid: Paraninfo.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.
- Saiz, V. (2012). *Teoría de los Stakeholders*. Pontificia Universidad Católica Argentina, 7-8.
- Smith, A. (2011). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. . London: W. Strahan and T. Cadell.
- Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). (2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas*. Lima: SMV. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/uploads/codbgc2013%20_2_.pdf
- Vallejo, C. (2013). *Cómo valorar una empresa cotizada*. Madrid, España: Inversor Ediciones.
- Van, J. & Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera* (13th ed.). Estado de México, México: Pearson Educación. Recuperado de [https://scholar.google.com.pe/scholar?start=0&q=Van+y+Wachowicz+\(2010\)&hl=es&as_sdt=0,5](https://scholar.google.com.pe/scholar?start=0&q=Van+y+Wachowicz+(2010)&hl=es&as_sdt=0,5)
- Wasserman, N. (2006). *Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures*. *Academy of Management Journal*, 49(5), 960-976.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*.

New York, Free Press.

Williamson, O. E. (1979). Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics*, 22, p. 233- 261.

Williamson, O. E. (1981). The economics of Organizations. The Transaction Cost Approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), p. 548-577.

Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, Free Press.

Williamson, O. E. (1991). Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. *Administrative Science Quarterly*, 36, p. 269-296.

Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.

Apéndice A: Base de Datos de Código de Buen Gobierno Corporativo de las

Sociedades Peruanas

Pilar I: Derecho De Los Accionistas

Pilares	Principio	Var.	Pregunta	Respuesta	
I: Derechos de los accionistas	P1: Paridad de Trato	V1	I.1. ¿La sociedad reconoce en su actuación un trato igualitario a los accionistas de la misma clase y que mantienen las mismas condiciones(*)?	SI	NO
		V2	I.2. ¿La sociedad promueve únicamente la existencia de clases de acciones con derecho a voto?	SI	NO
		V3	I.3. 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?	SI	NO
	P2: Participación de los accionistas	V4	I.4.a. ¿La sociedad establece en sus documentos societarios la forma de representación de las acciones y el responsable del registro en la matrícula de acciones?	SI	NO
		V5	I.4.b. ¿La matrícula de acciones se mantiene permanentemente actualizada?	SI	NO
	P3: No dilución en la participación en el capital social	V6	I.5.a. ¿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?.	SI	NO
		V7	I.5.b. ¿La sociedad tiene como política poner los referidos informes a disposición de los accionistas?	SI	NO
	P4: Información y comunicación a los accionistas	V8	I.6. ¿La sociedad determina los responsables o medios para que los accionistas reciban y requieran información oportuna, confiable y veraz?	SI	NO
		V9	I.7. ¿La sociedad cuenta con mecanismos para que los accionistas expresen su opinión sobre el desarrollo de la misma?	SI	NO
	P5: Participación en dividendos de la Sociedad	V10	I.8.a. ¿El cumplimiento de la política de dividendos se encuentra sujeto a evaluaciones de periodicidad definida?	SI	NO
		V11	I.8.b. ¿La política de dividendos es puesta en conocimiento de los accionistas, entre otros medios, mediante su página web corporativa?	SI	NO
	P6: Cambio o toma de control	V12	I.9. ¿La sociedad mantiene políticas o acuerdos de no adopción de mecanismos anti-absorción?	SI	NO
			I.10.a. ¿El estatuto de la sociedad incluye un convenio arbitral que reconoce que se somete a arbitraje de derecho cualquier disputa entre accionistas, o entre accionistas y el Directorio; así como la impugnación de acuerdos de JGA y de Directorio por parte de los accionistas de la Sociedad?	SI	NO
	P7: Arbitraje para solución de controversias	V13	I.10.b. ¿Dicha cláusula facilita que un tercero independiente resuelva las controversias, salvo el caso de reserva legal expresa ante la justicia ordinaria?	SI	NO
V14			SI	NO	

Pilar II: Junta General De Accionistas

II: Junta General de Accionistas	P8: Función y competencia	V15	II.1.¿Es función exclusiva e indelegable de la JGA la aprobación de la política de retribución del Directorio?	SI	NO
	P9: Reglamento de Junta General de Accionistas	V16	II.2.¿La sociedad cuenta con un Reglamento de la JGA, el que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	SI	NO
		V17	II.3.Adicionalmente a los mecanismos de convocatoria establecidos por ley, ¿La sociedad cuenta con mecanismos de convocatoria que permiten establecer contacto con los accionistas, particularmente con aquellos que no tienen participación en el control o gestión de la sociedad?	SI	NO
		V18	II.4.¿La sociedad pone a disposición de los accionistas toda la información relativa a los puntos contenidos en la agenda de la JGA y las propuestas de los acuerdos que se plantean adoptar (mociones)?	SI	NO
	P10: Mecanismos de convocatoria	V19	II.5.¿El Reglamento de JGA incluye mecanismos que permiten a los accionistas ejercer el derecho de formular propuestas de puntos de agenda a discutir en la JGA y los procedimientos para aceptar o denegar tales propuestas?	SI	NO
		V20	II.6.¿La sociedad tiene habilitados los mecanismos que permiten al accionista el ejercicio del voto a distancia por medios seguros, electrónicos o postales, que garanticen que la persona que emite el voto es efectivamente el accionista?	SI	NO
	P11: Propuestas de puntos de agenda	V21	II.7.¿La sociedad cuenta con documentos societarios que especifican con claridad que los accionistas pueden votar separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, de tal forma que puedan ejercer separadamente sus preferencias de voto?	SI	NO
		V22	II.8.¿La sociedad permite, a quienes actúan por cuenta de varios accionistas, emitir votos diferenciados por cada accionista, de manera que cumplan con las instrucciones de cada representado?	SI	NO
	P12: Procedimientos para el ejercicio del voto	V23	II.9.¿El Estatuto de la sociedad permite a sus accionistas delegar su voto a favor de cualquier persona?	SI	NO
		V24	II.10.a. ¿La sociedad cuenta con procedimientos en los que se detallan las condiciones, los medios y las formalidades a cumplir en las situaciones de delegación de voto?	SI	NO
		V25	II.10.b. ¿La sociedad pone a disposición de los accionistas un modelo de carta de representación, donde se incluyen los datos de los representantes, los temas para los que el accionista delega su voto, y de ser el caso, el sentido de su voto para cada una de las propuestas?	SI	NO
	P13: Delegación de voto	V26	II.11.a. ¿La sociedad tiene como política establecer limitaciones al porcentaje de delegación de votos a favor de los miembros del Directorio o de la Alta Gerencia?	SI	NO
		V27	II.11.b. En los casos de delegación de votos a favor de miembros del Directorio o de la Alta Gerencia, ¿La sociedad tiene como política que los accionistas que deleguen sus votos dejen claramente establecido el sentido de estos?	SI	NO
	P14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	V28	II.12.a. ¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	SI	NO
V29		II.12.b. ¿La sociedad emite reportes periódicos al Directorio y son puestos a disposición de los accionistas?	SI	NO	

Pilar III: El Directorio Y La Alta Gerencia

III: El Directorio y la Alta Gerencia	P15: Conformación del Directorio	V30	III.1.¿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?	SI	NO	
		V31	III.2.¿La sociedad evita la designación de Directores suplentes o alternos, especialmente por razones de quórum?	SI	NO	
		V32	III.3.¿La sociedad divulga los nombres de los Directores, su calidad de independientes y sus hojas de vida?	SI	NO	
		V33	III.4.¿El Directorio tiene como función?: a. Aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad.	SI	NO	
	P16: Funciones del Directorio	V34	III.4.b. Establecer objetivos, metas y planes de acción incluidos los presupuestos anuales y los planes de negocios.	SI	NO	
		V35	III.4.c. Controlar y supervisar la gestión y encargarse del gobierno y administración de la sociedad.	SI	NO	
		V36	III.4.d. Supervisar las prácticas de buen gobierno corporativo y establecer las políticas y medidas necesarias para su mejor aplicación.	SI	NO	
	P17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	V37	III.5.¿Los miembros del Directorio tienen derecho a?: a. Solicitar al Directorio el apoyo o aporte de expertos.	SI	NO	
		V38	III.5.b. Participar en programas de inducción sobre sus facultades y responsabilidades y a ser informados oportunamente sobre la estructura organizativa de la sociedad.	SI	NO	
		V39	III.5.c. Percibir una retribución por la labor efectuada, que combina el reconocimiento a la experiencia profesional y dedicación hacia la sociedad con criterio de racionalidad.	SI	NO	
	P18: Reglamento de Directorio	V40	III.6.¿La sociedad cuenta con un Reglamento de Directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	SI	NO	
	P19: Directores Independientes	V41	III.7.¿Al menos un tercio del Directorio se encuentra constituido por Directores Independientes?	SI	NO	
		V42	III.8.a. ¿El Directorio declara que el candidato que propone es independiente sobre la base de las indagaciones que realice y de la declaración del candidato?	SI	NO	
		V43	III.8.b. ¿Los candidatos a Directores Independientes declaran su condición de independiente ante la sociedad, sus accionistas y directivos?	SI	NO	
		V44	III.9.¿El Directorio cuenta con un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	SI	NO	
	P20: Operatividad del Directorio	V45	III.10.¿La sociedad brinda a sus Directores los canales y procedimientos necesarios para que puedan participar eficazmente en las sesiones de Directorio, inclusive de manera no presencial?	SI	NO	
		V46	III.11.a. ¿El Directorio evalúa, al menos una vez al año, de manera objetiva, su desempeño como órgano colegiado y el de sus miembros?	SI	NO	
		V47	III.11.b. ¿Se alterna la metodología de la autoevaluación con la evaluación realizada por asesores externos?	SI	NO	
	P21: Comités especiales	V48	III.12.a. ¿El Directorio de la sociedad conforma comités especiales que se enfocan en el análisis de aquellos aspectos más relevantes para el desempeño de la sociedad?	SI	NO	
		V49	III.12.b. ¿El Directorio aprueba los reglamentos que rigen a cada uno de los comités especiales que constituye?	SI	NO	
		V50	III.12.c. ¿Los comités especiales están presididos por Directores Independientes?	SI	NO	
		V51	III.12.d. ¿Los comités especiales tienen asignado un presupuesto?	SI	NO	
		V52	III.13.¿La sociedad cuenta con un Comité de Nombramientos y Retribuciones que se encarga de nominar a los candidatos a miembro de Directorio, que son propuestos ante la JGA por el Directorio, así como de aprobar el sistema de remuneraciones e incentivos de la Alta Gerencia?	SI	NO	
		V53	III.14.¿La sociedad cuenta con un Comité de Auditoría que supervisa la eficacia e idoneidad del sistema de control interno y externo de la sociedad, el trabajo de la sociedad de auditoría o del auditor independiente, así como el cumplimiento de las normas de independencia legal y profesional?	SI	NO	
	III: El Directorio y la Alta Gerencia	P22: Código de Ética y conflictos de interés	V54	III.15.¿La sociedad adopta medidas para prevenir, detectar, manejar y revelar conflictos de interés que puedan presentarse?	SI	NO
			V55	III.16.a. ¿La sociedad cuenta con un Código de Ética (*) cuyo cumplimiento es exigible a sus Directores, gerentes, funcionarios y demás colaboradores (**) de la sociedad, el cual comprende criterios éticos y de responsabilidad profesional, incluyendo el manejo de potenciales casos de conflictos de interés?	SI	NO
			V56	III.16.b. ¿El Directorio o la Gerencia General aprueban programas de capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	SI	NO
			V57	III.17.a. ¿La sociedad dispone de mecanismos que permiten efectuar denuncias correspondientes a cualquier comportamiento ilegal o contrario a la ética, garantizando la confidencialidad del denunciante?	SI	NO

	V58	III.17.b. ¿Las denuncias se presentan directamente al Comité de Auditoría cuando están relacionadas con aspectos contables o cuando la Gerencia General o la Gerencia Financiera estén involucradas?	SI	NO
	V59	III.18.a. ¿El Directorio es responsable de realizar seguimiento y control de los posibles conflictos de interés que surjan en el Directorio?	SI	NO
	V60	III.18.b. En caso la sociedad no sea una institución financiera, ¿Tiene establecido como política que los miembros del Directorio se encuentran prohibidos de recibir préstamos de la sociedad o de cualquier empresa de su grupo económico, salvo que cuenten con la autorización previa del Directorio?	SI	NO
	V61	III.18.c. En caso la sociedad no sea una institución financiera, ¿Tiene establecido como política que los miembros de la Alta Gerencia se encuentran prohibidos de recibir préstamos de la sociedad o de cualquier empresa de su grupo económico, salvo que cuenten con autorización previa del Directorio?	SI	NO
P23: Operaciones con partes vinculadas	V62	III.19.a. ¿El Directorio cuenta con políticas y procedimientos para la valoración, aprobación y revelación de determinadas operaciones entre la sociedad y partes vinculadas, así como para conocer las relaciones comerciales o personales, directas o indirectas, que los Directores mantienen entre ellos, con la sociedad, con sus proveedores o clientes, y otros grupos de interés?	SI	NO
	V63	III.19.b. En el caso de operaciones de especial relevancia o complejidad, ¿Se contempla la intervención de asesores externos independientes para su valoración?	SI	NO
	V64	III.20.a. ¿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?	SI	NO
	V65	III.20.b. ¿Las designaciones de Gerente General y presidente de Directorio de la sociedad recaen en diferentes personas?	SI	NO
P24: Funciones de la Alta Gerencia	V66	III.20.c. ¿La Alta Gerencia cuenta con autonomía suficiente para el desarrollo de las funciones asignadas, dentro del marco de políticas y lineamientos definidos por el Directorio, y bajo su control?	SI	NO
	V67	III.20.d. ¿La Gerencia General es responsable de cumplir y hacer cumplir la política de entrega de información al Directorio y a sus Directores?	SI	NO
	V68	III.20.e. ¿El Directorio evalúa anualmente el desempeño de la Gerencia General en función de estándares bien definidos?	SI	NO
	V69	III.20.f. ¿La remuneración de la Alta Gerencia tiene un componente fijo y uno variable, que toman en consideración los resultados de la sociedad, basados en una asunción prudente y responsable de riesgos, y el cumplimiento de las metas trazadas en los planes respectivos?	SI	NO

Pilar IV: Riesgo Y Cumplimiento

Pilares	Principio	Var.	Pregunta	Respuesta	
IV: Riesgo y Cumplimiento	P25: Entorno del sistema de gestión de riesgos	V70	IV.1.a. ¿El Directorio aprueba una política de gestión integral de riesgos de acuerdo con su tamaño y complejidad, promoviendo una cultura de gestión de riesgos al interior de la sociedad, desde el Directorio y la Alta Gerencia hasta los propios colaboradores?	SI NO	
		V71	IV.1.b. ¿La política de gestión integral de riesgos alcanza a todas las sociedades integrantes del grupo y permite una visión global de los riesgos críticos?	SI NO	
		V72	IV.2.a. ¿La Gerencia General gestiona los riesgos a los que se encuentra expuesta la sociedad y los pone en conocimiento del Directorio?	SI NO	
		V73	IV.2.b. ¿La Gerencia General es responsable del sistema de gestión de riesgos, en caso no exista un Comité de Riesgos o una Gerencia de Riesgos?	SI NO	
		V74	IV.3. ¿La sociedad cuenta con un sistema de control interno y externo, cuya eficacia e idoneidad supervisa el Directorio de la Sociedad?	SI NO	
		V75	IV.4.a. ¿El auditor interno realiza labores de auditoría en forma exclusiva, cuenta con autonomía, experiencia y especialización en los temas bajo su evaluación, e independencia para el seguimiento y la evaluación de la eficacia del sistema de gestión de riesgos?	SI NO	
		V76	IV.4.b. ¿Son funciones del auditor interno la evaluación permanente de que toda la información financiera generada o registrada por la sociedad sea válida y confiable, así como verificar la eficacia del cumplimiento normativo?	SI NO	
	P26: Auditoría interna	V77	IV.4.c. ¿El auditor interno reporta directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas?	SI NO	
		V78	IV.5. ¿El nombramiento y cese del Auditor Interno corresponde al Directorio a propuesta del Comité de Auditoría?	SI NO	
		V79	IV.6. ¿La JGA, a propuesta del Directorio, designa a la sociedad de auditoría o al auditor independiente, los que mantienen una clara independencia con la sociedad?	SI NO	
		P27: Auditores externos	V80	IV.7.a. ¿La sociedad mantiene una política de renovación de su auditor independiente o de su sociedad de auditoría?	SI NO
			V81	IV.7.b. En caso dicha política establezca plazos mayores de renovación de la sociedad de auditoría, ¿El equipo de trabajo de la sociedad de auditoría rota como máximo cada cinco (5) años?	SI NO
			V82	IV.8. En caso de grupos económicos, ¿el auditor externo es el mismo para todo el grupo, incluidas las filiales off-shore?	SI NO

Pilar V: Transparencia de la Información

Pilares	Principio	Var.	Pregunta	Respuesta
V: Transparencia de la información	P28: Política de información	V83	V.1. ¿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?	SI NO
		V84	V.2. ¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	SI NO
	P29: Estados Financieros y Memoria Anual	V85	.En caso existan salvedades en el informe por parte del auditor externo, ¿dichas salvedades han sido explicadas y/o justificadas a los accionistas?	SI NO
		V86	V.3. ¿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?	SI NO
	P30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	V87	V.4. ¿La sociedad informa sobre los convenios o pactos entre accionistas?	SI NO
		V88	V.5. ¿La sociedad divulga los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo en un informe anual, de cuyo contenido es responsable el Directorio, previo informe del Comité de Auditoría, del Comité de Gobierno Corporativo, o de un consultor externo, de ser el caso?	SI NO

Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas
BGC-2016

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
I: Derechos de los accionistas	P1: Paridad de Trato	V1	1	1	1	1	1	1
		V2	1	0	1	1	1	0
		V3	-	0	1	-	-	0
	P2: Participación de los accionistas	V4	1	1	1	1	1	1
		V5	1	1	1	1	1	1
	P3: No dilución en la participación en el capital social	V6	1	1	1	1	1	1
		V7	1	1	1	1	1	1
	P4: Información y comunicación a los accionistas	V8	1	1	1	1	1	1
		V9	1	1	1	1	1	1
	P5: Participación en dividendos de la Sociedad	V10	0	1	1	0	1	1
		V11	1	1	1	1	1	1
	P6: Cambio o toma de control	V12	1	1	1	0	1	0
	P7: Arbitraje para solución de controversias	V13	1	1	1	1	1	0
		V14	1	1	1	1	1	0
	P8: Función y competencia	V15	1	1	1	1	1	1
	P9: Reglamento de Junta General de Accionistas	V16	1	1	1	0	1	1
	P10: Mecanismos de convocatoria	V17	1	1	1	0	1	0
		V18	1	1	1	1	1	1
	P11: Propuestas de puntos de agenda	V19	1	1	1	0	1	1
II: Junta General de Accionistas	P12: Procedimientos para el ejercicio del voto	V20	0	0	1	0	1	0
		V21	1	1	1	1	1	1
	V22	1	1	1	1	1	1	
	V23	1	1	1	1	1	1	
	V24	1	1	1	0	1	1	
P13: Delegación de voto	V25	1	1	1	0	1	1	
	V26	0	0	0	0	1	0	
	V27	1	1	0	0	1	1	
P14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	V28	1	1	1	1	1	1	
	V29	1	1	1	0	1	1	
P15: Conformación del Directorio	V30	1	1	1	1	1	1	
	V31	0	0	1	0	1	0	
	V32	1	1	1	1	1	1	
P16: Funciones del Directorio	V33	1	1	1	1	1	1	
	V34	1	1	1	1	1	1	
	V35	1	1	1	1	1	1	
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	V36	1	1	1	1	1	1
		V37	1	1	1	1	1	1
		V38	1	1	1	0	1	1
P18: Reglamento de Directorio	V39	1	1	1	0	1	1	
	V40	1	1	1	0	1	1	
P19: Directores Independientes	V41	0	1	1	0	1	1	
	V42	1	1	1	0	1	1	
	V43	1	1	1	0	0	1	

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
		V44	1	1	1	0	1	0
	P20: Operatividad del Directorio	V45	1	1	1	1	1	1
		V46	1	1	1	0	1	1
		V47	0	0	0	0	1	1
		V48	1	1	1	0	1	1
		V49	1	1	1	0	1	1
	P21: Comités especiales	V50	0	1	1	0	1	1
		V51	0	1	1	0	0	0
		V52	1	1	1	0	1	0
		V53	1	1	1	0	1	1
		V54	1	1	1	1	1	1
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P22: Código de Ética y conflictos de interés	V55	1	1	1	1	1	1
		V56	1	1	1	0	1	1
		V57	1	1	1	1	1	1
		V58	1	1	1	0	1	1
		V59	1	1	1	1	1	1
		V60	-	1	1	0	1	1
		V61	-	1	1	0	1	1
		V62	1	1	0	1	1	1
		V63	1	1	1	0	1	1
		V64	1	1	1	1	1	1
	P23: Operaciones con partes vinculadas	V65	1	1	1	1	1	1
V66		1	1	1	1	1	1	
V67		1	1	1	1	1	1	
V68		1	1	1	1	1	1	
V69		1	1	1	1	1	1	
	P24: Funciones de la Alta Gerencia	V70	1	1	0	1	1	1
V71		1	1	0	1	1	1	
V72		1	1	1	1	1	1	
V73		0	1	1	1	1	1	
V74		1	1	1	0	1	1	
	P25: Entorno del sistema de gestión de riesgos	V75	1	1	1	0	1	0
V76		1	1	1	0	1	1	
V77		1	1	1	0	1	1	
V78		1	1	1	0	1	1	
V79		1	1	1	1	1	1	
IV: Riesgo y Cumplimiento	P26: Auditoría interna	V80	1	1	0	1	1	1
		V81	1	1	1	1	1	1
		V82	1	1	1	1	1	1
		V83	1	1	1	1	1	1
		V84	1	1	1	0	1	1
	P27: Auditores externos	V85	0	-	0	0	-	1
		V86	1	1	1	0	1	1
		V87	0	1	1	0	0	1
		V88	1	1	1	0	1	0
		V89	1	1	1	0	1	1
V: Transparencia de la información	P28: Política de información	V83	1	1	1	1	1	1
	P29: Estados Financieros y Memoria Anual	V84	1	1	1	0	1	1
	P30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	V85	0	-	0	0	-	1
	P31: Informe de gobierno corporativo	V86	1	1	1	0	1	1
		V87	0	1	1	0	0	1

Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas BGC-2015

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
I: Derechos de los accionistas	P1: Paridad de Trato	V1	1	1	1	1	1	1
		V2	1	0	1	1	1	0
		V3	1	0	1	-	-	0
	P2: Participación de los accionistas	V4	1	1	1	1	1	1
		V5	1	1	1	1	1	1
	P3: No dilución en la participación en el capital social	V6	1	1	1	1	1	1
		V7	1	1	1	1	1	1
	P4: Información y comunicación a los accionistas	V8	1	1	1	1	1	1
		V9	1	1	1	1	1	1
	P5: Participación en dividendos de la Sociedad	V10	0	1	1	0	1	1
		V11	1	1	1	1	1	1
	P6: Cambio o toma de control	V12	0	1	1	0	1	0
		V13	1	0	1	1	0	0
	P7: Arbitraje para solución de controversias	V14	0	0	1	1	0	0
		V15	1	1	1	1	1	1
	P9: Reglamento de Junta General de Accionistas	V16	1	1	0	0	1	0
		V17	1	1	1	0	1	0
	P10: Mecanismos de convocatoria	V18	1	1	1	1	1	1
		V19	1	1	1	0	1	0
P11: Propuestas de puntos de agenda	V20	0	0	1	0	1	0	
	V21	1	1	1	1	1	0	
II: Junta General de Accionistas	P12: Procedimientos para el ejercicio del voto	V22	1	1	1	1	1	
		V23	1	1	1	1	1	
P13: Delegación de voto	V24	1	1	1	0	1	1	
	V25	1	1	1	0	1	1	
P14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	V26	0	0	0	0	1	0	
	V27	1	1	0	0	1	0	
P15: Conformación del Directorio	V28	1	1	1	1	1	1	
	V29	1	1	1	0	1	1	
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P16: Funciones del Directorio	V30	1	1	1	1	1	
		V31	0	0	1	0	1	0
P17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	V32	1	1	1	1	1	1	
	V33	1	1	1	1	1	1	
P18: Reglamento de Directorio	V34	1	1	1	1	1	1	
	V35	1	1	1	1	1	1	
P19: Directores Independientes	V36	1	1	1	1	1	1	
	V37	1	1	1	1	1	1	
P19: Directores Independientes	V38	1	1	1	0	1	1	
	V39	1	1	1	0	1	1	
P18: Reglamento de Directorio	V40	1	1	1	0	1	0	
	V41	1	1	1	0	1	1	
P19: Directores Independientes	V42	1	1	1	0	1	1	
	V43	1	1	1	0	0	0	

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp	
		V44	1	1	1	0	1	0	
	P20: Operatividad del Directorio	V45	1	1	1	1	1	1	
		V46	1	1	1	0	1	0	
		V47	0	0	0	0	1	0	
		V48	1	1	1	0	1	1	
		V49	1	1	1	0	1	0	
	P21: Comités especiales	V50	0	1	1	0	0	1	
		V51	0	1	1	0	0	0	
		V52	1	1	1	0	1	0	
		V53	1	1	1	0	1	1	
		V54	1	1	1	1	1	1	
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P22: Código de Ética y conflictos de interés	V55	1	1	1	1	1	1	
		V56	1	1	1	0	1	1	
		V57	1	1	1	1	1	1	
		V58	1	1	1	0	1	1	
		V59	1	1	1	1	1	1	
		V60	-	1	1	0	1	1	
		V61	-	1	1	0	1	0	
		P23: Operaciones con partes vinculadas	V62	1	1	0	1	1	1
			V63	1	1	1	0	1	1
			V64	1	1	1	1	1	1
P24: Funciones de la Alta Gerencia	V65	1	1	0	1	1	1		
	V66	1	1	1	1	1	1		
	V67	1	1	1	1	1	1		
	V68	1	1	1	1	1	1		
	V69	1	1	1	1	1	1		
P25: Entorno del sistema de gestión de riesgos	V70	1	1	0	1	1	1		
	V71	1	1	0	1	1	1		
	V72	1	1	1	1	1	1		
	V73	1	1	1	1	1	1		
	V74	1	1	1	0	1	1		
IV: Riesgo y Cumplimiento	P26: Auditoría interna	V75	1	1	1	0	1	0	
		V76	1	1	1	0	1	1	
		V77	1	1	1	0	1	1	
		V78	0	1	1	0	0	1	
		V79	1	1	1	1	1	1	
		P27: Auditores externos	V80	1	1	0	1	1	1
			V81	1	1	1	1	1	1
			V82	1	1	1	1	1	1
		P28: Política de información	V83	1	1	1	1	1	1
			V84	1	1	1	0	1	1
V: Transparencia de la información	P29: Estados Financieros y Memoria Anual	V85	-	-	1	0	-	1	
	P30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	V86	1	1	1	0	1	1	
		V87	1	1	1	0	0	1	
	P31: Informe de gobierno corporativo	V88	1	1	1	0	1	0	

Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas BGC-2014

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
I: Derechos de los accionistas	P1: Paridad de Trato	V1	1	1	1	1	1	1
		V2	1	1	1	1	1	0
		V3	-	0	1	-	-	0
	P2: Participación de los accionistas	V4	1	1	1	1	1	1
		V5	1	1	1	1	1	1
	P3: No dilución en la participación en el capital social	V6	1	1	0	0	1	1
		V7	1	1	1	0	1	1
	P4: Información y comunicación a los accionistas	V8	1	1	1	1	1	1
		V9	0	1	1	1	1	1
	P5: Participación en dividendos de la Sociedad	V10	0	1	1	0	1	1
		V11	1	1	1	1	1	1
	P6: Cambio o toma de control	V12	0	1	0	0	1	0
	P7: Arbitraje para solución de controversias	V13	1	0	0	0	0	0
		V14	0	0	0	1	0	-
	P8: Función y competencia	V15	1	1	1	1	1	1
	P9: Reglamento de Junta General de Accionistas	V16	1	1	0	1	1	0
	P10: Mecanismos de convocatoria	V17	1	1	1	1	1	0
	P11: Propuestas de puntos de agenda	V18	1	0	1	1	1	1
		V19	1	1	0	1	1	0
II: Junta General de Accionistas	P12: Procedimientos para el ejercicio del voto	V20	0	-	1	0	1	0
	V21	1	1	0	1	1	0	
P13: Delegación de voto	V22	1	1	1	1	1	1	
	V23	1	1	1	1	1	1	
	V24	1	1	1	1	1	1	
	V25	1	1	1	1	0	1	
	V26	0	0	0	0	1	0	
	V27	0	1	0	1	1	0	
	V28	1	1	1	1	1	1	
P14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	V29	1	1	1	0	0	1	
	V30	1	1	1	1	1	1	
P15: Conformación del Directorio	V31	0	0	1	0	1	0	
	V32	1	1	1	1	1	1	
	V33	1	1	1	1	1	1	
P16: Funciones del Directorio	V34	1	1	1	1	1	1	
	V35	1	1	1	1	1	1	
	V36	1	1	1	1	1	1	
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	V37	1	1	1	1	1	1
		V38	1	1	1	1	1	1
		V39	1	1	1	1	1	1
P18: Reglamento de Directorio	V40	1	1	0	1	1	0	
	V41	0	1	1	1	1	1	
P19: Directores Independientes	V42	1	1	0	0	0	1	
	V43	1	1	0	1	0	0	

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
		V44	1	1	1	0	1	0
	P20:	V45	1	1	1	1	1	1
	Operatividad	V46	1	1	0	1	1	0
	del Directorio	V47	0	0	0	0	1	0
		V48	1	1	1	1	1	1
		V49	1	1	1	1	1	0
	P21: Comités	V50	0	1	1	1	0	-
	especiales	V51	0	1	0	0	0	0
		V52	1	1	1	1	0	0
		V53	1	1	1	1	1	1
		V54	1	1	1	1	1	1
		V55	1	1	1	1	1	1
III: El	P22: Código de	V56	1	1	1	1	1	1
Directorio y	Ética y	V57	1	1	1	1	1	1
la Alta	conflictos de	V58	1	1	1	1	0	1
Gerencia	interés	V59	1	1	1	1	1	1
		V60	-	1	1	-	0	1
		V61	-	1	1	-	1	0
	P23:	V62	1	1	0	1	1	1
	Operaciones							
	con partes	V63	1	1	1	-	1	1
	vinculadas							
		V64	1	1	1	1	1	1
		V65	1	1	0	1	1	1
	P24: Funciones	V66	1	1	1	1	1	1
	de la Alta	V67	1	1	1	1	1	1
	Gerencia	V68	1	1	1	1	1	1
		V69	1	1	1	1	1	1
		V70	1	1	0	1	1	1
	P25: Entorno	V71	1	1	0	1	1	1
	del sistema de	V72	1	1	1	1	1	1
	gestión de	V73	0	1	1	0	1	1
	riesgos	V74	1	1	1	1	1	1
		V75	1	1	1	1	1	0
IV: Riesgo y	P26: Auditoría	V76	1	1	1	1	0	1
Cumplimiento	interna	V77	1	1	1	1	1	1
		V78	1	1	1	1	1	1
		V79	1	1	1	1	1	1
	P27: Auditores	V80	1	1	0	1	1	1
	externos	V81	1	1	1	1	1	1
		V82	1	1	1	0	1	1
	P28: Política de	V83	1	1	1	1	1	1
	información	V84	1	1	1	1	1	1
	P29: Estados							
	Financieros y	V85	-	1	1	1	1	1
	Memoria Anual							
V:	P30:	V86	1	1	1	1	1	1
Transparencia	Información							
de la	sobre estructura							
información	accionaria y	V87	0	1	1	-	0	1
	acuerdos entre							
	los accionistas							
	P31: Informe							
	de gobierno	V88	1	1	1	1	1	0
	corporativo							

Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas BGC-2013

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
I: Derechos de los accionistas	P1: Paridad de Trato	V1	1	1	1	1	1	1
		V2	1	1	1	1	-	0
		V3	1	0	1	-	-	0
	P2: Participación de los accionistas	V4	1	1	1	1	1	1
		V5	1	1	1	1	1	1
	P3: No dilución en la participación en el capital social	V6	1	1	0	0	1	1
		V7	1	1	1	0	1	1
	P4: Información y comunicación a los accionistas	V8	1	1	1	1	-	1
		V9	0	1	1	1	1	1
	P5: Participación en dividendos de la Sociedad	V10	0	1	1	0	1	1
		V11	1	1	1	1	1	1
	P6: Cambio o toma de control	V12	0	1	1	0	1	0
	P7: Arbitraje para solución de controversias	V13	1	0	1	0	0	0
		V14	-	0	1	1	0	-
	P8: Función y competencia	V15	1	1	1	1	1	1
	P9: Reglamento de Junta General de Accionistas	V16	1	1	0	1	1	0
	P10: Mecanismos de convocatoria	V17	1	1	1	1	1	0
	P11: Propuestas de puntos de agenda	V18	1	1	1	1	1	1
		V19	1	1	0	1	1	0
II: Junta General de Accionistas	P12: Procedimientos para el ejercicio del voto	V20	0	0	1	0	1	0
	V21	1	1	1	1	1	0	
P13: Delegación de voto	V22	1	1	1	1	1	1	
	V23	1	1	1	1	1	1	
P13: Delegación de voto	V24	1	1	1	1	1	1	
	V25	1	1	1	1	0	1	
P14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	V26	0	1	0	0	1	0	
	V27	0	1	0	1	1	0	
P14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	V28	1	1	1	1	1	1	
	V29	1	1	1	0	1	1	
P15: Conformación del Directorio	V30	1	1	1	1	1	1	
	V31	0	0	1	0	1	0	
P16: Funciones del Directorio	V32	1	1	1	1	1	1	
	V33	1	1	1	1	1	1	
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P16: Funciones del Directorio	V34	1	1	1	1	1	1
	V35	1	1	1	1	1	1	
P17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	V36	1	-	1	1	1	1	
	V37	1	1	1	1	1	1	
P18: Reglamento de Directorio	V38	1	1	1	1	1	1	
	V39	1	1	1	1	1	1	
P19: Directores Independientes	V40	-	1	0	1	1	0	
	V41	1	1	1	1	1	1	
P19: Directores Independientes	V42	1	1	0	0	0	1	
	V43	1	1	0	1	0	0	

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P20: Operatividad del Directorio	V44	1	1	1	0	1	0
		V45	1	1	1	1	1	1
		V46	1	1	0	1	1	0
		V47	0	1	0	0	1	0
		V48	1	1	1	1	1	1
		V49	1	1	1	1	1	0
	P21: Comités especiales	V50	1	1	1	1	0	-
		V51	1	1	1	0	0	0
		V52	1	1	1	1	-	0
		V53	1	1	1	1	1	1
		V54	1	1	1	1	1	1
		V55	1	1	1	1	1	1
	P22: Código de Ética y conflictos de interés	V56	1	1	1	1	1	1
		V57	1	1	1	1	1	1
		V58	1	1	1	1	1	1
		V59	1	1	1	1	1	1
		V60	-	1	1	-	1	1
		V61	-	1	1	-	1	0
	P23: Operaciones con partes vinculadas	V62	1	1	1	1	1	1
		V63	1	1	1	-	1	1
	P24: Funciones de la Alta Gerencia	V64	1	1	1	1	1	1
		V65	1	1	1	1	1	1
		V66	1	1	1	1	1	1
		V67	1	1	1	1	1	1
		V68	1	1	1	1	1	1
V69		1	1	1	1	1	1	
P25: Entorno del sistema de gestión de riesgos	V70	1	1	0	1	1	1	
	V71	1	1	1	1	1	1	
	V72	1	1	1	1	1	1	
	V73	1	1	1	0	1	1	
	V74	1	-	1	1	1	1	
	V75	1	1	1	1	1	0	
IV: Riesgo y Cumplimiento	P26: Auditoría interna	V76	1	1	1	1	0	1
		V77	1	1	1	1	1	1
		V78	1	1	1	1	1	1
	P27: Auditores externos	V79	1	1	1	1	1	1
		V80	1	1	0	1	1	1
		V81	1	1	1	1	1	1
P28: Política de información	V82	1	1	1	0	0	1	
	V83	1	1	1	1	1	1	
V: Transparencia de la información	P29: Estados Financieros y Memoria Anual	V84	1	1	1	1	1	1
		V85	1	1	1	1	1	1
	P30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	V86	1	1	1	1	1	1
		V87	1	1	1	-	1	1
	P31: Informe de gobierno corporativo	V88	1	1	1	1	1	0

Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas BGC-2012

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
I: Derechos de los accionistas	P1: Paridad de Trato	V1	1	1	1	1	1	1
		V2	1	1	1	1	-	0
		V3	1	0	1	1	-	0
	P2: Participación de los accionistas	V4	1	1	1	1	1	1
		V5	1	1	1	1	1	1
	P3: No dilución en la participación en el capital social	V6	1	1	0	0	1	1
		V7	1	1	1	0	1	1
	P4: Información y comunicación a los accionistas	V8	1	1	1	1	-	1
		V9	0	1	1	1	1	1
	P5: Participación en dividendos de la Sociedad	V10	0	0	1	0	1	1
		V11	1	1	1	1	1	1
	P6: Cambio o toma de control	V12	0	1	1	0	1	0
	P7: Arbitraje para solución de controversias	V13	1	1	1	0	0	0
		V14	1	1	1	1	0	-
	P8: Función y competencia	V15	1	1	1	1	1	1
	P9: Reglamento de Junta General de Accionistas	V16	1	1	0	1	1	0
	P10: Mecanismos de convocatoria	V17	1	1	1	1	1	0
		V18	1	1	1	1	1	1
	P11: Propuestas de puntos de agenda	V19	1	1	0	1	1	0
0			1	0	1	1	0	
II: Junta General de Accionistas	P12: Procedimientos para el ejercicio del voto	V20	0	0	1	0	1	0
		V21	1	1	1	1	1	0
P13: Delegación de voto	V22	1	1	1	1	1	1	
		1	1	1	1	1	1	
		1	1	1	1	1	1	
		1	1	1	1	1	1	
		1	1	1	1	1	1	
		1	1	1	1	0	1	
		-	1	0	0	1	0	
P14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	V27	0	1	0	1	1	0	
		1	1	1	1	1	1	
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P15: Conformación del Directorio	V28	1	1	1	1	1	1
		V29	1	1	1	0	1	1
	P16: Funciones del Directorio	V30	1	1	1	1	1	1
		V31	1	1	1	0	1	0
		V32	1	1	1	1	1	1
	P17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	V33	1	1	1	1	1	1
		V34	1	1	1	1	1	1
	P18: Reglamento de Directorio	V35	1	1	1	1	1	1
		V36	1	-	1	1	1	1
	P19: Directores Independientes	V37	1	1	1	1	1	1
V38		1	1	1	1	1	1	
P19: Directores Independientes	V39	1	1	1	1	1	1	
		1	1	0	1	1	0	
		1	1	0	1	0	0	

Pilares	Principio	Var.	BBVA	Pacasmayo	Buenaventura	Credicorp	Ferreycorp	Alicorp
		V44	1	1	1	0	1	0
	P20: Operatividad del Directorio	V45	1	1	1	1	1	1
		V46	1	1	0	1	1	0
		V47	0	1	0	0	1	0
		V48	1	1	1	1	1	1
		V49	1	1	1	1	1	0
	P21: Comités especiales	V50	0	1	1	1	0	-
		V51	0	1	1	0	0	0
		V52	1	1	1	1	-	0
		V53	1	1	1	1	1	1
		V54	1	1	1	1	1	1
		V55	1	1	1	1	1	1
III: El Directorio y la Alta Gerencia	P22: Código de Ética y conflictos de interés	V56	1	1	1	1	1	1
		V57	1	1	1	1	1	1
		V58	1	-	1	1	1	1
		V59	1	1	1	1	1	1
		V60	1	1	1	-	1	1
		V61	1	1	1	-	1	0
	P23: Operaciones con partes vinculadas	V62	1	1	1	1	1	1
		V63	1	1	1	-	1	1
		V64	1	1	1	1	1	1
	P24: Funciones de la Alta Gerencia	V65	1	1	1	1	1	1
		V66	1	1	1	1	1	1
		V67	1	1	1	1	1	1
		V68	1	1	1	1	1	1
		V69	1	1	1	1	1	1
		V70	1	1	0	1	1	1
	P25: Entorno del sistema de gestión de riesgos	V71	1	1	1	1	1	1
		V72	1	1	1	1	1	1
		V73	1	1	1	0	1	1
		V74	1	-	1	1	1	1
		V75	1	1	1	1	1	0
IV: Riesgo y Cumplimiento	P26: Auditoría interna	V76	1	1	1	1	0	1
		V77	1	1	1	1	1	1
		V78	1	1	1	1	1	1
		V79	1	1	1	1	1	1
	P27: Auditores externos	V80	1	1	0	1	1	1
		V81	1	1	1	1	1	1
		V82	1	1	1	0	0	1
	P28: Política de información	V83	1	1	1	1	1	1
		V84	1	1	1	1	1	1
	P29: Estados Financieros y Memoria Anual	V85	1	1	1	1	1	1
V: Transparencia de la información	P30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	V86	1	1	1	1	1	1
		V87	1	1	1	1	1	1
	P31: Informe de gobierno corporativo	V88	1	1	1	1	1	0

Apéndice B: Información Financiera de las Empresas en Estudio

Datos de las Empresas en Estudio

N°	SECTOR	EMPRESA	Nemónico	MONEDA	DOMICILIO
1	BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	CONTINC1	MILES S/	Av. República de Panamá N° 3055 - San Isidro
2	INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	CPACASI1	MILES S/	Calle La Colonia N° 150 , Urbanización El Vivero, Santiago de Surco, Lima
3	MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	BVN	MILES \$	Calle Las Begonias 415 - Piso 19, San Isidro
4	DIVERSAS	CREDICORP LTD	BAP	MILES \$	Hamilton HM CX / Calle Centenario N° 156, Las Laderas de Melgarejo - La Molina
5	DIVERSAS	FERREYCORP SAA	FERREYC1	MILES S/	Jr. Cristóbal de Peralta Norte 820, Santiago de Surco
6	INDUSTRIALES	ALICORP	ALICORI1	MILES S/	Av. Argentina N° 4793, Carmen de la Legua Reynoso - Callao

Activos Totales

N°	SECTOR	EMPRESA	MONEDA	2012	2013	2014	2015	2016
1	BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	MILES S/	49,689,202	56,538,437	62,882,694	81,072,536	78,575,558
2	INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	MILES S/	2,383,324	3,114,537	3,240,904	3,413,794	3,320,623
3	MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	MILES \$	4,624,973	4,549,687	4,672,274	4,547,181	4,266,415
4	DIVERSAS	CREDICORP LTD	MILES \$	104,134,651	114,094,220	134,834,372	155,480,217	156,435,222
5	DIVERSAS	FERREYCORP SAA	MILES S/	4,072,279	4,408,496	4,519,205	4,945,923	4,807,787
6	INDUSTRIALES	ALICORP	MILES S/	4,278,664	5,650,162	6,826,965	6,213,666	6,134,071

Ventas

N°	SECTOR	EMPRESA	MONEDA	2012	2013	2014	2015	2016
1	BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	MILES S/	3,377,474	3,809,842	3,871,172	5,210,275	3,535,771
2	INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	MILES S/	1,169,808	1,239,688	1,242,579	1,231,015	1,240,169
3	MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	MILES \$	1,563,527	1,259,606	1,175,780	929,522	1,068,791
4	DIVERSAS	CREDICORP LTD	MILES \$	9,077,738	10,441,423	12,427,219	13,227,579	13,879,958
5	DIVERSAS	FERREYCORP SAA	MILES S/	4,671,839	5,013,949	4,849,333	5,212,223	4,847,167
6	INDUSTRIALES	ALICORP	MILES S/	4,473,717	5,818,297	6,282,995	6,580,488	6,628,789

Capital

N°	SECTOR	EMPRESA	MONEDA	2012	2013	2014	2015	2016
1	BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	MILES S/	1,685,286	1,783,059	1,886,795	1,894,972	1,780,048
2	INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	MILES S/	229,343	234,678	266,257	297,909	198,110
3	MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	MILES \$	907,282	90,631	- 24,366	- 340,549	- 255,237
4	DIVERSAS	CREDICORP LTD	MILES \$	2,795,041	2,332,720	3,389,470	4,313,215	4,926,453
5	DIVERSAS	FERREYCORP SAA	MILES S/	315,183	165,499	167,023	259,514	334,039
6	INDUSTRIALES	ALICORP	MILES S/	459,991	380,973	60,011	232,938	463,001

Pasivo Total

N°	SECTOR	EMPRESA	MONEDA	2012	2013	2014	2015	2016
1	BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	MILES S/	45,460,865	51,647,626	57,304,670	74,816,363	71,588,982
2	INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	MILES S/	489,209	1,105,067	1,170,219	1,367,660	1,340,594
3	MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	MILES \$	624,267	711,567	910,149	1,157,945	1,219,202
4	DIVERSAS	CREDICORP LTD	MILES \$	92,992,134	101,751,115	120,208,347	138,752,647	136,318,711
5	DIVERSAS	FERREYCORP SAA	MILES S/	2,648,886				

				2,868,099	2,923,429	3,106,995	2,866,577	
6	INDUSTRIALES	ALICORP	MILES S/	2,169,781	3,474,840	4,730,949	3,990,660	3,555,531

Proveedores

SECTOR	EMPRESA	MONEDA	2012	2013	2014	2015	2016
BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	MILES S/	280,640	130,000	142,000	137,000	174,000
INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	MILES S/	80,263	62,618	70,826	86,067	64,098
MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	MILES \$	199,551	221,157	208,638	210,282	234,117
DIVERSAS	CREDICORP LTD	MILES \$	360,152	1,062,709	1,376,739	1,349,002	1,512,804
DIVERSAS	FERREYCORP SAA	MILES S/	1,149	721	549	1,356	1,112
INDUSTRIALES	ALICORP	MILES S/	314,745	361,598	327,641	350,066	358,783

Impuestos por Pagar

SECTOR	EMPRESA	MONEDA	2012	2013	2014	2015	2016
BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	MILES S/.	474,631	487,276	548,708	518,069	471,853
INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	MILES S/.	85,592	81,885	88,404	61,007	48,401
MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	MILES \$	130,507	57,328	19,006	14,222	39,444
DIVERSAS	CREDICORP LTD	MILES \$	706,306	804,197	1,220,934	1,314,402	1,253,220
DIVERSAS	FERREYCORP SAA	MILES S/.	10,512	4,147	6,304	5,533	2,672
INDUSTRIALES	ALICORP	MILES S/.	152,402	80,397	27,269	42,975	94,171

Utilidades

N°	SECTOR	EMPRESA	MONEDA	2012	2013	2014	2015	2016
1	BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	MILES S/	1,245,545	1,304,302	1,343,719	1,371,635	1,338,236
2	INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	MILES S/	159,005	155,634	192,827	215,532	116,174
3	MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	MILES \$	703,626	-107,257	-76,065	-317,210	-323,492
4	DIVERSAS	CREDICORP LTD	MILES \$	2,080,247	1,538,307	2,387,852	3,092,303	3,514,582
5	DIVERSAS	FERREYCORP SAA	MILES S/	220,423	100,025	91,981	161,766	230,163
6	INDUSTRIALES	ALICORP	MILES S/	352,222	317,907	10,421	153,588	302,491

Patrimonio

N°	SECTOR	EMPRESA	MONEDA	2012	2013	2014	2015	2016
1	BANCOS Y FINANCIERAS	BBVA	MILES S/	4,228,337	4,890,811	5,578,024	6,256,173	6,986,576
2	INDUSTRIALES	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.	MILES S/	1,894,115	2,009,470	2,070,685	2,046,134	1,980,029
3	MINERAS	COMPAÑÍA MINERA BUENAVENTURA	MILES \$	4,000,706	3,838,120	3,762,125	3,389,236	3,047,213
4	DIVERSAS	CREDICORP LTD	MILES \$	11,142,518	12,343,105	14,626,025	16,727,570	20,116,511
5	DIVERSAS	FERREYCORP SAA	MILES S/	1,423,393	1,540,397	1,595,776	1,838,928	1,941,210
6	INDUSTRIALES	ALICORP	MILES S/	2,108,883	2,175,322	2,096,016	2,223,006	2,578,540