

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ  
ESCUELA DE POSGRADO**



**Impacto de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo en la  
Creación de Valor de las Bolsas de Valores de Lima y Países de  
Latinoamérica**

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

**OTORGADO POR LA  
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**PRESENTADA POR**

**Luis Alberto Acco Gavilán**

**Ricardo José Arrieta Vela**

**Renzo Nicolay García Orbegoso**

**José Wilder Araujo Borjas**

**Asesor: Manuel Chu**

**Surco, octubre del 2018**

## **Agradecimientos**

A nuestra alma máter: Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM Graduate Business School, y a nuestro asesor Manuel Chu por su valioso apoyo.

## **Dedicatorias**

A mi familia por su constante apoyo.

Luis Acco

A mis padres por su apoyo, a mi novia por ser mi inspiración y apoyo incondicional.

Ricardo Arrieta

A mi compañera y madre de mis hijas por su constante apoyo y motivación.

Renzo García

A mi familia por estar siempre conmigo, especialmente a mi hija, Laura Sofía, por el amor que da.

José Araujo

## Resumen Ejecutivo

Esta investigación fue realizada con el propósito general de describir la relación existente entre la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor de las empresas que componen el índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, durante el periodo 2014-2016. Para dar respuesta a este enunciado, se desarrolló una investigación descriptiva y correlacional, con enfoque cuantitativo, teniendo como variable independiente al índice de buen gobierno corporativo y como variable dependiente la generación de valor, que se midió a través de los siguientes indicadores: (a) costo de capital promedio ponderado (WACC), (b) precio a ventas (PTS), (c) precio a ganancias (P/E), (d) rendimiento sobre los activos (ROA), (e) retorno sobre el capital invertido (ROIC), (f) rendimiento sobre capital (ROC), (g) ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT), (h) beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA); (i) valor de la empresa (EV), y (j) valor económico agregado (EVA). La población de la investigación estuvo integrada por 18 empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima y se decidió incluir a todas en el estudio para reducir el error estadístico y tener representatividad; pero tres de estas empresas no tenían publicados los resultados de la implementación del buen gobierno corporativo, por lo que tuvieron que ser excluidas de la muestra, siendo la principal limitación del estudio. Los resultados de la investigación permiten concluir que no existe relación entre las variables, es decir, que el incremento en el índice de buen gobierno corporativo no afecta el comportamiento del valor de la empresa.

## Abstract

This research was developed with the general purpose of describing the existing correlation between the implementation of good corporate governance practices and the generation of value of the companies that make up the Selective Index on the Lima Stock Exchange during the period 2014-2016. To respond to this statement, a descriptive and correlational research was developed, with a quantitative approach, having as an independent variable the index of good corporate governance and as a dependent variable the generation of value, which was measured through the following indicators: (a) weighted average cost of capital (WACC), (b) price to sales (PTS), (c) price to earnings (P/E), (d) return over assets (ROA), (e) return over investment capital (ROIC), (f) return over capital (ROC), (g) earnings before interest and taxes (EBIT), (h) earnings before interest, taxes, amortizations and depreciation (EBITDA); (i) enterprise value (EV), and (j) economic value added (EVA). The population of the research was composed of 18 companies that make up the Selective Index of the Lima Stock Exchange and it was decided to include all of them in the study to reduce the statistical error and have representativeness; but three of these companies had not published the results of the implementation of good corporate governance, so they had to be excluded from the sample, being the main limitation of the study. The results of the investigation allow us to conclude that there is no correlation between the variables, that is to say that the increase in the good corporate governance index does not affect the behavior of the value of the company.

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas .....</b>	<b>v</b>
<b>Lista de Figuras.....</b>	<b>vi</b>
<b>Capítulo I: Introducción .....</b>	<b>1</b>
1.1. Antecedentes .....	1
1.2. Problema de Investigación .....	3
1.3. Propósito de la Investigación .....	4
1.4. Justificación de la Investigación .....	4
1.5. Naturaleza de la Investigación .....	5
1.6. Marco Teórico.....	6
1.7. Definiciones Operacionales .....	6
1.8. Limitaciones de la Investigación.....	8
1.9. Delimitaciones de la Investigación .....	8
1.10. Resumen.....	9
<b>Capítulo II: Revisión de la Literatura .....</b>	<b>11</b>
2.1. Estudios Previos.....	11
2.2. Gobierno Corporativo .....	15
2.2.1. Raíces teóricas del gobierno corporativo.....	15
2.2.2. Definición de gobierno corporativo .....	19
2.2.3. Evolución del gobierno corporativo.....	21
2.2.4. Principios de gobierno corporativo .....	22
2.2.5. Dimensiones del gobierno corporativo .....	24
2.3. La Filosofía de Creación de Valor ( <i>Value Based Management</i> ).....	26
2.3.1. Definición de creación de valor .....	26
2.3.2. La teoría de eficiencia del mercado .....	27

2.3.3. Método basado en las ganancias contables (ROE, ROA).....	28
2.3.4. Métodos de medición de creación de valor.....	29
2.3.5. Determinación del costo de capital.....	34
2.4. Resumen.....	37
<b>Capítulo III: Metodología de la Investigación.....</b>	<b>39</b>
3.1. Tipo de Investigación.....	39
3.2. Conveniencia del Diseño de la Investigación.....	39
3.3. Población de la Investigación.....	40
3.4. Consentimiento Informado.....	41
3.5. Características de la Muestra.....	41
3.6. Confidencialidad.....	42
3.7. Localización Geográfica.....	43
3.8. Instrumentación.....	43
3.9. Recolección de Datos.....	44
3.10. Análisis de Datos.....	45
3.11. Validez y Confidencialidad.....	46
3.12. Resumen.....	47
<b>Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados.....</b>	<b>48</b>
4.1. Buen Gobierno Corporativo.....	48
4.2. Valor de las Empresas.....	52
4.3. Relación entre Buen Gobierno Corporativo y Valor de las Empresas.....	112
<b>Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones.....</b>	<b>114</b>
5.1. Conclusiones.....	114
5.2. Recomendaciones.....	117
5.3. Futuras Investigaciones.....	119

<b>Referencias.....</b>	<b>120</b>
<b>Apéndice A: 26 Principios de Buen Gobierno Corporativo para Sociedades Peruanas</b> .....	<b>127</b>
<b>Apéndice B: Desarrollo del Argumento Cronológico de la Revisión de Literatura .....</b>	<b>132</b>
<b>Apéndice C: Instrumento para Recolectar Datos de Buen Gobierno Corporativo.....</b>	<b>133</b>
<b>Apéndice D: Instrumento para Recolectar Datos de la Variable Generación de Valor</b> <b>para las Empresas .....</b>	<b>136</b>
<b>Apéndice E: Datos de la Variable Buen Gobierno Corporativo.....</b>	<b>137</b>



## Lista de Tablas

Tabla 1. <i>Población de la Investigación</i> .....	38
Tabla 2. <i>Elementos que Componen la Muestra de la Investigación</i> .....	39
Tabla 3. <i>Media del Índice de Buen Gobierno Corporativo por Principio y por Año</i> .....	47
Tabla 4. <i>Media del Índice de Buen Gobierno Corporativo por Empresa y por Pilar</i> .....	49
Tabla 5. <i>Análisis de Regresiones entre las Variables de Estudio</i> .....	110





## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Marco teórico de la investigación.....	6
<i>Figura 2.</i> Evolución de la literatura en torno al tema de investigación.....	12
<i>Figura 3.</i> Valor medio del buen gobierno corporativo por pilares.....	48
<i>Figura 4.</i> Media de buen gobierno corporativo por empresa.....	49
<i>Figura 5.</i> Relación entre el IBGC y el WACC, por año y por empresa.....	50
<i>Figura 6.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el WACC. ....	51
<i>Figura 7.</i> Relación entre el IBGC y el WACC por sector económico.....	52
<i>Figura 8.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el WACC por sector económico.....	52
<i>Figura 9.</i> Relación entre el IBGC y el WACC, por año.....	53
<i>Figura 10.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el WACC por año.....	54
<i>Figura 11.</i> Relación entre el IBGC y el WACC, por año y por sector económico.....	54
<i>Figura 12.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el WACC, por año y por sector económico.....	55
<i>Figura 13.</i> Relación entre el IBGC y el PTS, por año y por empresa.....	56
<i>Figura 14.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el PTS.....	56
<i>Figura 15.</i> Relación entre el IBGC y el PTS por sector económico.....	57
<i>Figura 16.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el PTS por sector económico.....	58
<i>Figura 17.</i> Relación entre el IBGC y el PTS por año.....	59
<i>Figura 18.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el PTS por año.....	60
<i>Figura 19.</i> Relación entre el IBGC y el PTS por año y por sector económico.....	60
<i>Figura 20.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el PTS por año y por sector económico.....	61
<i>Figura 21.</i> Relación entre el IBGC y el precio a ganancias (P/E), por año y por empresa.....	62

<i>Figura 22.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el P/E.....	63
<i>Figura 23.</i> Relación entre el IBGC y el P/E por sector económico.....	63
<i>Figura 24.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el P/E por sector económico.....	64
<i>Figura 25.</i> Relación entre el IBGC y el P/E por año.....	65
<i>Figura 26.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el P/E por año.....	65
<i>Figura 27.</i> Relación entre el IBGC y el P/E, por año y por sector económico.....	66
<i>Figura 28.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el P/E, por año y por sector económico.....	67
<i>Figura 29.</i> Relación entre el IBGC y el ROA, por año y por empresa.....	68
<i>Figura 30.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROA.....	69
<i>Figura 31.</i> Relación entre el IBGC y el ROA por sector económico.....	70
<i>Figura 32.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROA por sector económico.....	70
<i>Figura 33.</i> Relación entre el IBGC y el ROA por año.....	71
<i>Figura 34.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROA por año.....	72
<i>Figura 35.</i> Relación entre el IBGC y el ROA, por año y por sector económico.....	73
<i>Figura 36.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROA, por año y por sector económico.....	73
<i>Figura 37.</i> Relación entre el IBGC y el retorno sobre el capital invertido (ROIC), por año y por empresa.....	74
<i>Figura 38.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el retorno sobre el capital invertido (ROIC).....	75
<i>Figura 39.</i> Relación entre el IBGC y el ROIC por sector económico.....	76
<i>Figura 40.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROIC por sector económico.....	76
<i>Figura 41.</i> Relación entre el IBGC y el ROIC por año.....	77
<i>Figura 42.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROIC por año.....	78

<i>Figura 43.</i> Relación entre el IBGC y el ROIC, por año y por sector económico.....	79
<i>Figura 44.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROIC, por año y por sector económico.....	79
<i>Figura 45.</i> Relación entre el IBGC y el rendimiento sobre capital (ROC), por año y por empresa.....	80
<i>Figura 46.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROC.....	81
<i>Figura 47.</i> Relación entre el IBGC y el ROC por sector económico.....	82
<i>Figura 48.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROC por sector económico.....	82
<i>Figura 49.</i> Relación entre el IBGC y el ROC por año.....	83
<i>Figura 50.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROC por año.....	84
<i>Figura 51.</i> Relación entre el IBGC y el ROC, por año y por sector económico.....	85
<i>Figura 52.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROC, por año y por sector económico.....	85
<i>Figura 53.</i> Relación entre el IBGC y la ganancia antes de impuestos e intereses (EBIT), por año y por empresa.....	86
<i>Figura 54.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBIT.....	87
<i>Figura 55.</i> Relación entre el IBGC y el EBIT por sector económico.....	88
<i>Figura 56.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBIT por sector económico.....	88
<i>Figura 57.</i> Relación entre el IBGC y el EBIT por año.....	89
<i>Figura 58.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBIT por año.....	90
<i>Figura 59.</i> Relación entre el IBGC y el EBIT, por año y por sector económico.....	91
<i>Figura 60.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBIT, por año y por sector económico.....	91
<i>Figura 61.</i> Relación entre el IBGC y los beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA), por año y por empresa.....	92

<i>Figura 62.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBITDA.....	93
<i>Figura 63.</i> Relación entre el IBGC y el EBITDA, por sector económico.....	94
<i>Figura 64.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBITDA por sector económico...	94
<i>Figura 65.</i> Relación entre el IBGC y el EBITDA por año.....	95
<i>Figura 66.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBITDA por año.....	96
<i>Figura 67.</i> Relación entre el IBGC y el EBITDA), por año y por sector económico.....	97
<i>Figura 68.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC, por año y por sector económico.....	97
<i>Figura 69.</i> Relación entre el IBGC y el valor de la empresa (EV), por año y por empresa.	98
<i>Figura 70.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EV.....	99
<i>Figura 71.</i> Relación entre el IBGC y el EV por sector económico.....	100
<i>Figura 72.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EV por sector económico.....	100
<i>Figura 73.</i> Relación entre el IBGC y el EV por año.....	101
<i>Figura 74.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EV por año.....	102
<i>Figura 75.</i> Relación entre el IBGC y el EV, por año y por sector económico.....	103
<i>Figura 76.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EV, por año y por sector económico.....	103
<i>Figura 77.</i> Relación entre el IBGC y el valor económico agregado (EVA), por año y por empresa.....	104
<i>Figura 78.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EVA.....	105
<i>Figura 79.</i> Relación entre el IBGC y el EVA por sector económico.....	106
<i>Figura 80.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EVA por sector económico.....	106
<i>Figura 81.</i> Relación entre el IBGC y el EVA por año.....	107
<i>Figura 82.</i> Tendencia en la relación entre el IBGC y el EVA por año.....	107
<i>Figura 83.</i> Relación entre el IBGC y el EVA, por año y por sector económico.....	108

Figura 84. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EVA, por año y por sector

económico..... 109



## Capítulo I: Introducción

### 1.1. Antecedentes

A inicios de la década de los noventa surgió alrededor del mundo una fuerte presión por que las empresas fortalecieran sus gobiernos corporativos, debido a que los inversionistas exigen mayor participación de los entes administrativos (Bolsa de Valores de Lima [BVL], 2013). En la actualidad, el contar con un buen gobierno corporativo es un activo intangible que contribuye a la satisfacción de clientes, colaboradores e inversionistas (Highhouse, Broadfoot, Yugo, & Devendorf, 2009). Es por ello que en mayo de 1999, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2004) emitió los *Principios de gobierno corporativo de la OCDE* con el objetivo de proteger los derechos de los accionistas o propietarios.

El buen gobierno corporativo tiene como objetivo crear las normas que ayuden a las empresas a gestionar sus recursos con mayor eficiencia y transparencia, limitando los riesgos y atrayendo el capital requerido para su crecimiento (OCDE, 2004). Este se rige por principios, los cuales no buscan prejuzgar a los negocios ni pronosticar las decisiones de los administradores (OCDE, 2016). En general, “la adhesión a las prácticas del buen gobierno corporativo contribuirá a aumentar la confianza de los inversores, reducir el coste de capital, asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros y, por último, fuentes de financiamiento más estable” (OCDE, 2004, p. 13).

En tal sentido, Acosta, Barreda, Díaz y Visso (2016) desarrollaron un trabajo de investigación titulado *Prácticas de buen gobierno corporativo y su impacto en el valor de las empresas*. Allí resaltaron la importancia de identificar si la implementación y seguimiento de dichas prácticas resulta o no en la generación de valor económico para las empresas. Su conclusión fue que no existen indicios estadísticos que permitan concluir que haya dicha relación, a pesar de que las prácticas de gobierno corporativo sí brindan protección ante

cambios bruscos en la rentabilidad del mercado. De lo que no hay dudas es de que alrededor del mundo, los ejecutivos tienen un creciente interés en la creación de valor en las empresas, lo cual se debe a que los altos ejecutivos cada vez están más preocupados por los accionistas, pues los modelos de negocio orientados a crear valor para ellos han mostrado dar buenos resultados (Chu, 2012).

En cambio, otros estudios, como el desarrollado por Klapper y Love (2004), indicaron una relación positiva entre las mediciones de buen gobierno corporativo y el desempeño económico de las empresas. Para lograrlo, se tienen que formular estrategias en función de las buenas prácticas de gobierno corporativo (Duque, 2010) cubriendo sus ocho dimensiones, que se relacionan con la gerencia organizacional, que permite la aplicación de la gobernabilidad.

La aparición de escándalos empresariales, como los de Enron y WorldCom, ha evidenciado que el directorio es la principal instancia de gobierno corporativo, según los dispositivos legales del mercado de valores, pero las obligaciones de los directivos son limitadas. Dada esta dependencia que los inversionistas tienen en los ejecutivos, y que se empeora en mercados como el chileno, donde la propiedad está altamente concentrada, es indispensable tener un marco regulatorio para el gobierno corporativo, como el que se creó en el año 2000. Para dar la sostenibilidad al buen gobierno corporativo, debe considerarse el impulso de la autorregulación, siendo importante mejorar la calidad de la información. En Chile, comúnmente la dirección en las empresas es realizada por el accionista mayoritario a través de personas de su confianza, mientras que en Estados Unidos la dirección es ejercida por el principal ejecutivo apoyado por personas que él o ella han seleccionado. La principal diferencia es que en Chile el accionista controlador tiene influencia directa como accionista, en la maximización del valor de la empresa (Lefort & González, 2008).

Ya se ha mencionado que los administradores o directivos cuidan los intereses de los accionistas, pero además deben garantizar que ninguno de los *stakeholders* resulte

perjudicado (Chu, 2012). Esto, cuando se trata de los mercados de valores en Latinoamérica, se sostiene en reformas que garantizan los derechos a votación en las asambleas de accionistas, así como en un trato equitativo a los accionistas. Igualmente, se tiene que asegurar la integridad de los informes financieros y la mejora de la información de las transacciones, a lo cual se le suma la mejora de la calidad, efectividad y la predictibilidad de los marcos legales y reglamentarios que fomentan la cooperación regional continua a través de las mesas redondas, mostrando el desempeño y difusión del buen gobierno corporativo (Johnston, 2004).

En función de todo lo anterior, se ha definido como objetivo encontrar el nivel de relación entre el índice de buenas prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2014-2016. Para lograr esto se tienen dos variables: (a) las buenas prácticas de gobierno corporativo, y (b) la generación de valor económico, que se medirá a través del rendimiento contable y del valor económico agregado (VAE), tal como lo sugirió Paz-Ares (2004). La metodología que se utilizará es de carácter descriptivo y con un enfoque cuantitativo.

## **1.2. Problema de Investigación**

El problema que se ha identificado es que no se conoce el impacto que las buenas prácticas de gobierno corporativo tienen en la generación de valor financiero de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Se han desarrollado estudios similares en empresas mineras (Acosta et al., 2016), así como en compañías aseguradoras (León, Mayegibo, Noriega, & Terrones, 2017); pero no para el conjunto de sociedades que cotizan en la BVL.

El mercado de valores nacional es todavía subdesarrollado, con negociaciones en la BVL de alrededor de US\$ 10 millones diarios, que representan 1.4% del PBI anual. Esto causa que el costo financiero del capital sea elevado, porque son pocas las empresas que tienen acceso a financiamiento mediante la emisión de acciones o de bonos (Arispe, 2017).



Del otro lado, tiene que incentivarse la demanda por los títulos valores, pero los inversionistas deben confiar en la capacidad de los administradores para generar valor. Es en este sentido que de acuerdo con la OCDE (2004), las prácticas del buen gobierno corporativo contribuyen a aumentar la confianza de los inversionistas, así como a disminuir el costo de capital, para tener fuentes de financiamiento estables y la eficiencia de los mercados financieros.

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

El propósito general de esta investigación es determinar el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2014-2016. Los objetivos secundarios, que ayudarán a alcanzar este objetivo principal, son los que se detallan a continuación: (a) identificar a las empresas que listaron en la Bolsa de Valores de Lima durante el período 2014-2016 que practicaron buen gobierno corporativo; y (b) determinar si las empresas que listaron en la Bolsa de Valores de Lima durante el período 2014-2016 y que practicaron buen gobierno, generaron valor financiero.

En función de lo anterior, la pregunta general de esta investigación es: ¿Cuál es el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el período 2014-2016? Y de esta se desprenden las preguntas secundarias que a continuación se presentan: (a) ¿Cuáles son las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima que tuvieron buen gobierno corporativo en los años 2014-2016? (b) ¿Qué empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que practican buen gobierno corporativo generaron valor financiero entre los años 2014 - 2016?

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

La generación de valor constituye un deber de las empresas, siendo su razón de ser. Todas las compañías tienen el deber de crear valor para los distintos *stakeholders* o grupos de

interés que tienen vinculados, ya sea que se trate de los colaboradores, del Estado, de sus clientes o sus accionistas (Manotas & Manyoma, 2000). La poca valoración de las empresas puede darse como consecuencia de la falta de alineación entre los intereses de los gerentes y accionistas o propietarios, por lo que es importante adoptar buenas prácticas de gobierno. Este es un tema que puede llevar a la quiebra a muchas empresas, por lo que es necesario crear un conjunto de normas y principios que armonicen el buen funcionamiento de las empresas con el objetivo de ganar mayor valor como compañía (Lozano, 2005).

Para Indacochea (2013), a nivel mundial, los inversionistas buscan alternativas de inversión rentables y los países en vías de desarrollo resultan atractivos, lo cual podría llevar a generar crecimiento en estos países. Entonces, el reto para los países de América Latina, incluyendo al Perú, es reforzar las buenas prácticas de gobierno corporativo, para aumentar la confianza de los inversionistas y atraer recursos. Sin embargo, los resultados financieros, como la creación de valor, son también importantes para los inversores, destacando la relevancia de la presente investigación, donde se analiza la relación de las dos variables que los inversionistas valoran.

### **1.5. Naturaleza de la Investigación**

Esta es una investigación de carácter descriptivo, ya que se caracterizan dos fenómenos: (a) las buenas prácticas de gobierno corporativo, y (b) la generación de valor en las empresas que componen el índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima. De acuerdo con Hernández, Fernández y Baptista (2010), los estudios descriptivos pretenden especificar o detallar las propiedades de los grupos u objeto en análisis; por lo que se recoge información sobre las variables de estudio y luego se la analiza para emitir conclusiones. Adicionalmente, se trata de una investigación con enfoque cuantitativo, ya que se recopilarán datos numéricos, y se hará un análisis estadístico, incluyendo tablas o figuras (Lerna, 2017).

## 1.6. Marco Teórico

En este punto se define la variable independiente y la variable dependiente del estudio. Como se presenta en la Figura 1, la variable independiente son las buenas prácticas de gobierno corporativo, y la variable dependiente es la generación de valor en las empresas. Ambas variables serán medidas sobre una muestra de compañías que cotizan en la BVL, cubriendo el período 2014-2016, en el cual se recopilarán y analizarán datos anuales.

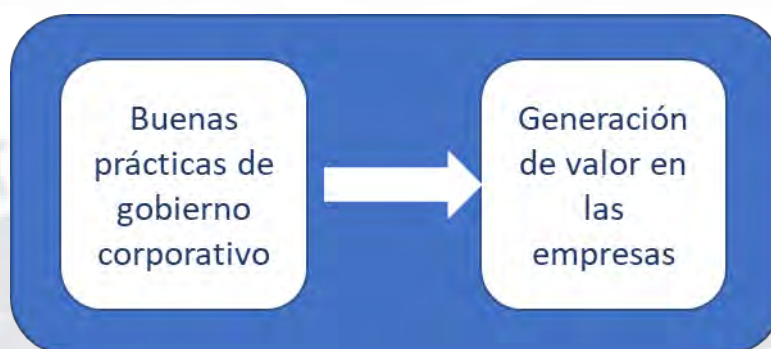


Figura 1. Marco teórico de la investigación.

## 1.7. Definiciones Operacionales

Se define al gobierno corporativo como el sistema que las empresas utilizan en su dirección, y comprende a las personas y la estructura. La estructura del gobierno corporativo define la manera en que se distribuyen los derechos y obligaciones entre todos los agentes relacionados con la empresa, incluyendo al directorio, la administración, los accionistas y otros grupos de interés o *stakeholders*, estableciendo así las normas y procedimientos que se deben seguir para la toma de decisiones (Indacochea, 2005). Por su parte, para la OCDE (2004) el gobierno corporativo abarca la relación de poder que existe entre los accionistas, los integrantes del consejo de administración y sus principales funcionarios.

En la investigación, se usará el Índice de Buen Gobierno Corporativo de las empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, que es un indicador estadístico que refleja el comportamiento de los valores de las empresas emisoras que cumplen adecuadamente los principios de buen gobierno corporativo para las sociedades

peruanas y que, adicionalmente, posean un nivel mínimo de liquidez establecido por la Bolsa de Valores de Lima.

La creación o generación de valor, de acuerdo con Rapallo (2002), es un concepto de carácter financiero y técnico que conlleva a crear valor para el accionista y para la empresa. Para Shleifer y Vishny (1986), existe una correlación positiva entre la creación de valor y la concentración de la propiedad, porque incentiva a los accionistas a maximizar el valor de su empresa con la finalidad de hacer valer sus propios intereses.

Como medida de la creación de valor se utiliza el EBITDA, que es la utilidad antes de descontar los intereses, las depreciaciones, las amortizaciones y los impuestos. Se obtiene a partir del estado de resultado y suele ser útil como medida de los beneficios económicos generados por una compañía gracias a sus actividades operacionales durante un determinado período, ya que prescinde de cuestiones financieras y tributarias, así como de gastos contables que no implican pagos efectivos de dinero.

El *free cash flow* (FCF) es el flujo de fondo libre o flujo operativo, generado por las operaciones de la empresa sin tener en cuenta la deuda financiera, después de impuestos; es aquel dinero que quedaría en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y necesidades operativas. Para este cálculo se requiere hacer previsiones del dinero que se recibirá y pagará en cada uno de los periodos. A diferencia de los presupuestos de tesorería, estas proyecciones se hacen a mayores plazos de tiempo (Fernández, 2008).

Otra medida de la creación de valor, desde el enfoque contable, que se usará es la rentabilidad sobre activo (ROA); consiste en dividir la utilidad después de impuestos entre los activos totales de la empresa (utilidad /activos). Asimismo, se hará uso de la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE o ROC por sus siglas en español) y para calcularla se dividirá la

utilidad después de impuestos entre el patrimonio contable (Isaac, Flores, Hernández, Torres, & García, 2009).

Por último, se presenta la definición del valor económico agregado (EVA), conocido también como utilidad económica, y está relacionado con la generación de valor de la empresa. Se obtiene restando a la utilidad operacional el costo financiero de los activos que se utilizaron para generar dichas utilidades (La Bonilla, 2010).

### **1.8. Limitaciones de la Investigación**

La principal limitación de la investigación es que se basa en recopilación de fuentes secundarias, como son los informes que las empresas presentan a la Bolsa de Valores de Lima y que se publican. Por lo tanto, no hay manera de confirmar la forma en que los datos han sido recopilados ni lo estricto del proceso de auditoría al que cada empresa es sometida. Cada compañía que cotiza en la BVL debe presentar anualmente los principios de buen gobierno corporativo, así como sus estados financieros auditados. La información que no está disponible son los flujos de caja proyectados a futuro, por lo que la metodología FCF, para calcular la creación de valor, no podrá ser utilizada en el marco de esta investigación.

Inicialmente, se había planteado analizar la información del período 2009-2016, pero esto no se pudo realizar porque se encontró como limitación que del 2009 al 2013 se utilizaba otra estructura de revisión para la variable buen gobierno corporativo; lo que hacía que la información no pudiese ser comparable a través de los años. Es por ello que el estudio se ha centrado del 2014 al 2016, y sin embargo se encontró otra limitación, relacionada con la falta de información sobre buen gobierno corporativo de las siguientes tres empresas: (a) Southern Copper Corp., (b) Trevali Mining Corp., y (c) Graña y Montero S.A.A.

### **1.9. Delimitaciones de la Investigación**

La investigación se desarrolla considerando al conjunto de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que a la vez presentan el informe del Índice de Buenas Prácticas

de Gobierno Corporativo (IBGC). Para febrero de 2017, había en la BVL un total de 283 empresas listadas (BVL, 2018a), y dentro de estas se han seleccionado aquellas incluidas dentro del Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, el cual representa un promedio de las operaciones de toda la bolsa, agrupando a 18 empresas de diferentes sectores económicos (BVL, 2018b). Además, se introduce una delimitación de tiempo, porque el análisis comprende datos de un período de tres años, entre 2014 y 2016. También hay una delimitación geográfica, porque solo se incluyen empresas operativas en el Perú, independientemente del origen del capital.

### **1.10. Resumen**

Esta investigación, planteada desde el reconocimiento de la importancia que tienen las empresas como fuente de generación de riqueza dentro de la economía nacional y mundial, tiene como propósito principal el describir la relación existente entre la implementación de las buenas prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor de las empresas que cotizan en la BVL durante el periodo 2014-2016; investigación que se ha delimitado a las 18 empresas que conforman el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, así como también a un horizonte temporal de tres años, incluyendo empresas de diversos sectores económicos.

Este es un estudio relevante porque dará información útil a los inversionistas, quienes necesitan confiar en los administradores de las compañías para que fluyan los recursos. Además, investigaciones previas muestran que en la medida en que las empresas establecen buenas prácticas de gobierno corporativo, tienen acceso a más fuentes de financiamiento con menor costo. La investigación diseñada es de carácter descriptivo y con enfoque cuantitativo, mientras que la principal limitación ha sido la falta de disposición de información sobre el índice de buen gobierno corporativo antes del año 2013, la cual o bien no está disponible o

bien está en un formato diferente y, por ende, no puede ser comparable con los datos a partir del 2014.



## Capítulo II: Revisión de la Literatura

Para la revisión de la literatura se consultaron bases de datos de documentos académicos, como, por ejemplo, Jstor y Ebsco, así como los documentos disponibles dentro de la biblioteca de CENTRUM Católica. Esto permitió obtener fuentes de información de libros y revistas especializadas, las cuales se ordenaron en torno a dos temas: (a) el buen gobierno corporativo, y (b) la generación de valor para las empresas. También se revisaron estudios previos con temas relacionados con la investigación actual, es decir, estudios que buscaran la relación entre las dos variables mencionadas. Luego de que todos los conceptos que se mencionan en este capítulo fueron organizados, se logró construir una línea de tiempo (ver Figura 2) donde se presentan a los principales autores investigados y presentados en este capítulo.

### 2.1. Estudios Previos

En el contexto de América Latina, Langebaek y Ortiz (2007) desarrollaron una investigación en Colombia con el objetivo de evaluar la implementación de las prácticas de gobierno corporativo en aquellas empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Así mismo, midieron el impacto de estas prácticas sobre la relación existente entre el valor de mercado y el valor en libros de las empresas, lo que se conoce como Q de Tobin. La primera conclusión mostró que las empresas evaluadas son deficientes en el trato equitativo a sus accionistas, y en conjunto no tienen buenas prácticas de gobierno corporativo. Además, concluyeron que no hay significancia de estas prácticas sobre la Q de Tobin.

También en Colombia, Villada (2014), en su estudio titulado *Gobierno corporativo, mecanismo para generar esquemas de competitividad e innovación en las pyme concentradas en Santiago de Cali*, se planteó como objetivo principal el analizar la relación entre gobierno corporativo y la generación de esquemas de competitividad e innovación en las pymes. En esta investigación, se aplicaron los principios del gobierno corporativo en diversas pequeñas



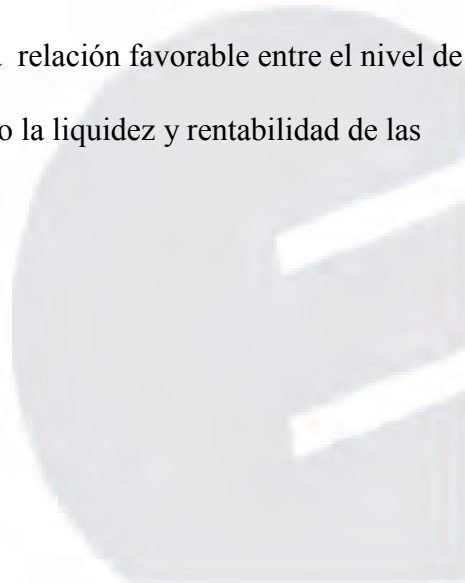
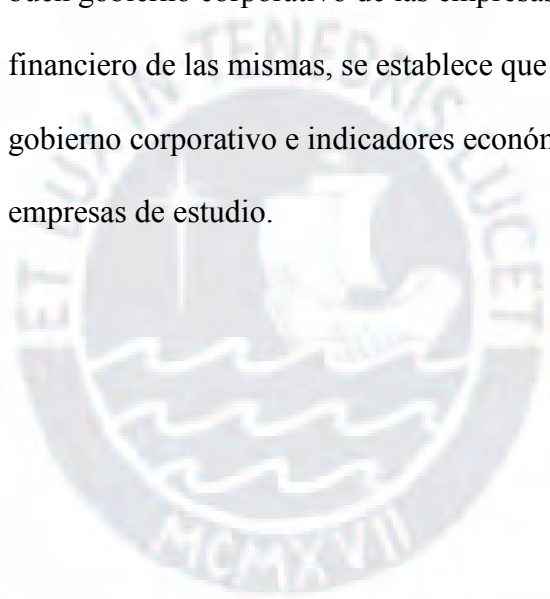
empresas, lo que mostró que por la informalidad existente, el propietario muchas veces toma decisiones erradas, que conllevan al fracaso de la empresa. La relación entre las variables de estudio fue baja debido a que en las pymes la innovación y la competitividad no dependen de la implantación del gobierno corporativo, sino que son características propias de estas empresas.

En el ámbito peruano se encontraron varias investigaciones, como la de Acosta et al. (2016), quienes en su estudio titulado *Prácticas de buen gobierno corporativo y su impacto en el valor de las empresas*, desarrollado en el Perú, encontraron que en la región andina las empresas suelen tener un bajo nivel de desarrollo, que se evidencia en una incipiente capitalización bursátil. Esto restringe las oportunidades de acceso a mejores fuentes de financiamiento. La hipótesis de esta investigación sostenía que al adoptar prácticas de buen gobierno corporativo, los administradores tienen capacidad de impactar positivamente en el valor de las empresas. Para probar esta hipótesis, se concentraron en analizar los datos de dos grandes empresas mineras, durante el período 2011-2014, y encontraron que no había relación entre las dos variables del estudio.

León et al. (2017), en su investigación titulada *Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas representativas del sector seguros en Lima*, encontraron que no existía una relación directa entre la aplicación de las buenas prácticas de gobierno corporativo y el incremento del valor financiero de las empresas del sector seguros entre los años 2011 al 2015. En este análisis se determinó que optar por prácticas de buen gobierno no es un patrón concluyente para el incremento de valor financiero. Sin embargo, precisan que existen factores internos y externos que pueden ser determinantes en el incremento del valor financiero de las empresas; esto, debido a una correcta o incorrecta administración de recursos, gestión de procesos y procedimientos, así como a las diversas políticas institucionales que se puedan aplicar ante determinados sucesos que podrían presentarse.

Según el estudio de Krafft, Qu, Quatraro y Ravix (2014), en el que se revisa el vínculo entre gobierno corporativo, el valor y el desempeño de la empresa, los autores encuentran que las empresas de sectores industriales que adoptaron estas prácticas de buen gobierno corporativo generaron un impacto positivo en el rendimiento de indicador de valor económico como el ROA, el ROE, así como mejor rendimiento de los dividendos.

En línea con Krafft, Qu, Quatraro y Ravix (2014), en la investigación realizada por Marek Gruszczynski (2006), la cual tiene como objetivo examinar la relación entre grado de buen gobierno corporativo de las empresas que cotizan en la bolsa de Polonia y el desempeño financiero de las mismas, se establece que existe una relación favorable entre el nivel de gobierno corporativo e indicadores económicos como la liquidez y rentabilidad de las empresas de estudio.



	1980	1990	2000	2010
<b>Índice de buen gobierno corporativo</b>	Las empresas tienen obligaciones con sus stakeholders (Freeman, 1984)		Las instituciones son reglas que rigen a las organizaciones (Prats, 2002)  Generó un listado de las acciones que debe hacer una empresa para implementar un BGC (Siebens, 2002)	Los accionistas dependen de los administradores y por eso requieren un marco regulatorio (Lefort & González, 2004)  La OCDE emitió en 1999 los principios de BGC con el fin de proteger a los accionistas (OCDE, 2004)  Tener un BGC es un activo intangible que beneficia a los clientes, trabajadores e inversionistas (Highhoues, Broadfoot, Yugo & Devendorf, 2009)  El IBGC tiene ocho dimensiones y aumenta a través de estrategias (Duque, 2010)  De los 90 hay presión para que las empresas fortalezcan su IBGC (BVL, 2013)  Los principios de BGC no buscan prejuzgar a las empresas ni pronosticar las decisiones de los administradores (OCDE, 2016)
<b>Generación de valor</b>	Existe correlación positiva entre la creación de valor y la concentración de la propiedad, porque incentiva a los accionistas a maximizar el valor de su empresa (Shleifer & Vishny, 1986)		La generación de valor es la razón de ser y una obligación de las empresas (Manotas & Manyoma, 2000)  El valor de una empresa se base en tres factores, como la generación de flujos de fondos y la reinversión (Damodaran, 2001)	La generación de valor es un concepto técnico y financiero (Rapallo, 2002)  La generación de valor se mide a través del rendimiento contable y del VAE (Paz-Ares, 2004)  Una empresa crea valor para sus accionistas al generar un rendimiento superior al costo de los fondos invertidos (Copeland, Koller & Murrin, 2004; Fernández, 2008)  En el mundo, hay interés por la creación de valor en las empresas, mostrando preocupación por los accionistas (Chu, 2012)  Los inversionistas buscan alternativas de inversión rentables y los países en desarrollo son atractivos, por lo que se puede impulsar la inversión hacia estos países (Indacochea, 2013)
<b>Relación entre el índice de buen gobierno corporativo y la generación de valor</b>			Existe correlación positiva entre el IBGC y el desempeño económico de las empresas (Klapper & Love, 2004)  Las instituciones son normas que regulan el comportamiento de las organizaciones, a través de incentivos o sanciones; afectando el resultado económico (Vargas, 2006)	Son varias las empresas que no son equitativas en el trato a sus accionistas y que en general no tienen buenas prácticas de GC. No hay relación entre el BGC y el valor económico de las empresas (Langebaek & Ortiz, 2007)  La correlación entre las prácticas de BGC y el nivel de competitividad es bajo (Villada, 2014)  En las aseguradoras de Lima, no hay relación entre el IBGC y el valor de las empresas (León, Mayegibo, Noriega & Terrones, 2017)  No existe relación entre el BGC y la rentabilidad. Por eso, el BGC no tiene la capacidad de impactar positivamente en el valor de las empresas (Acosta, Barreda, Díaz & Visso, 2016)

Figura 2. Evolución de la literatura en torno al tema de investigación.

## 2.2. Gobierno Corporativo

La revisión de la literatura en torno al tema del gobierno corporativo se ha organizado de la siguiente manera: (a) raíces teóricas del gobierno corporativo, (b) definición de gobierno corporativo, (c) evolución del gobierno corporativo, (d) principios del gobierno corporativo, (e) dimensiones de gobierno corporativo. Acto seguido, se desarrolla cada uno de estos puntos.

### 2.2.1. Raíces teóricas del gobierno corporativo

El gobierno corporativo tiene diversas raíces teóricas, como: (a) teoría institucional, (b) teoría de los *stakeholders*, (c) teoría de la agencia, y (d) teoría del *stewardship*. Se procede a presentar cada una de estas teorías.

**Teoría institucional.** Esta teoría fue concebida en torno a la idea de que las empresas obedecen a un entorno institucional; por lo tanto, es una perspectiva teórica que se centra en la conformidad de una organización mediante reglas sociales. Las organizaciones bajo un contexto institucional se tienen que someter a los requisitos del Estado, por lo cual la organización bajo esta teoría está más preocupada por la legitimidad que por la eficiencia. Para ella el ser aceptada por su entorno es vital para la supervivencia y éxito organizativo (Zucker, 1987).

En los años posteriores, Powell y Dimaggio (1991) indicaron que dentro de la teoría institucional hay dos enfoques: El viejo y el nuevo institucionalismo. El viejo institucionalismo se basa en las influencias, las coaliciones y los valores enfrentados en las estructuras de poder de una organización. Mientras que el nuevo institucionalismo está basado en la macroorganización, sobre todo en el aspecto sociológico; destacándose la legitimidad, la inmersión de la organización, la importancia de las rutinas y los esquemas interpretativos.

Fue en este contexto que Powell y Dimaggio (1991) plantearon los mecanismos coercitivos, normativos y miméticos, por los cuales se difunden los efectos institucionales de un área, lo que se denomina campo organizativo y al que definen como aquellas organizaciones que, en conjunto, constituyen un área reconocida de vida institucional. Estos mecanismos son los siguientes:

- Coercitivo: Surge con la influencia política y el problema de legitimidad.
- Mimético: Es una respuesta a la incertidumbre, la cual es una fuerza poderosa que estimula a la imitación; sobre todo cuando las tecnologías son pobres, cuando las metas son ambiguas, la respuesta a todo esto es imitar, para ser organizaciones exitosas.
- Normativo: Es el resultado de la profesionalización, es el esfuerzo colectivo de los miembros para poder definir las condiciones y los métodos de trabajo, controlar la producción de los productores, y establecer una base cognoscitiva; además de legitimar su autonomía profesional.

De manera similar, para Scott (2000) la teoría institucional está fundamentada en los comportamientos organizativos, los cuales son producto de las ideas, valores y creencias que se originan en el contexto institucional. Por ende, para poder sobrevivir, las organizaciones se tienen que amoldar a las expectativas institucionales, aunque estas no coincidan con los aspectos técnicos de obtención y mejora del rendimiento. Las organizaciones buscan la legitimidad por parte de su entorno, porque es vital para la supervivencia o éxito organizativo. La teoría institucional es considerada una teoría explicativa de similitud entre las organizaciones de un mismo campo organizativo. Por lo tanto, se parte de la idea de que en las organizaciones: (a) los procesos organizativos son influenciados por el entorno, (b) las empresas se forman bajo el ambiente institucional que los rodea, (c) las organizaciones tienen la necesidad de adaptarse a los cambios, y (d) buscan la legitimidad.

En años más recientes, se ha dejado en claro que las instituciones fijan normas o reglas de acción que regulan el comportamiento de los individuos, dentro de una organización o de la sociedad, mediante el establecimiento de incentivos o sanciones. Cuando el diseño institucional es eficaz se logran resultados económicos favorables (Vargas, 2006). De acuerdo con Prats (2001), las instituciones son reglas que rigen las interacciones entre los individuos y las organizaciones. Es importante comprender que las instituciones no son tangibles sino más bien abstractas, siendo un marco que pauta las interacciones sociales.

**Teoría de los stakeholders.** Los grupos de interés o *stakeholders* son individuos, grupos u organizaciones que podrían verse afectados por las acciones de una empresa u organización en particular. Por lo que dicha empresa tiene responsabilidades con estos grupos, lo cual incluye a los accionistas, los empleados, los clientes y los proveedores, entre otros (Freeman, 1984). Entendiendo este concepto, la teoría de los *stakeholders* se relaciona con la ética de la empresa, tal como lo señaló Carroll (1989), porque se basa en buscar correlación entre la maximización de los beneficios de los grupos de interés con los objetivos de la empresa. Al respecto, Goodpaster (1991) mencionó tres niveles dentro de esta teoría:

- El estratégico: Por el cual se aconseja que hay que tener en cuenta los intereses de los implicados como medio para conseguir los objetivos económicos de la empresa sin el contenido moral.
- El multifiduciario: Por el cual recae la responsabilidad fiduciaria en los directivos frente a los *stakeholders*, propietarios o no en igualdad de condiciones.
- La nueva síntesis: Por el cual se distinguen las obligaciones fiduciarias frente a los propietarios y las no fiduciarias frente a los demás implicados.

A pesar de lo publicado por Freeman (1984), para Donaldson (1989) la teoría de los *stakeholders* carece de fundamento debido a que a los grupos de interés tienen que ser considerados en el proceso de toma de decisiones de la empresa; por lo tanto, sus intereses ya

están incluidos dentro de la estrategia de la organización y no solo como un sentido moral. Además de carecer de sustentos teóricos, se aprecia una cierta arbitrariedad en la formulación de los derechos y deberes de la empresa respecto a los *stakeholders*, bien sean internos o externos.

**Teoría de la agencia.** Esta teoría surgió a raíz de los problemas relacionados por la separación de la propiedad y control en una organización, que fueron estudiados por primera vez en la década de los treinta. Se basa en la idea de que los propietarios y los directivos tienen intereses diferentes. Los accionistas buscan obtener un rendimiento por su inversión, maximizando los resultados económicos. Mientras que los directivos buscan obtener poder dentro de la organización, permaneciendo en sus puestos de trabajo, por lo que buscan alinear los objetivos organizacionales a los propios (García, 2003).

De acuerdo con lo planteado por Jensen y Meckling (1976), dentro de la teoría de agencia existe una persona denominada principal y otra denominada agente, donde el principal es el propietario de la empresa y delega una parte de las responsabilidades a un subordinado, denominado agente. Las diferencias entre el principal y el agente son las siguientes: (a) poseen motivaciones diferentes, (b) operan en condiciones de información incompleta, y (c) asumen distintos riesgos, los cuales puede generar problemas entre ambos participantes.

Es así que el agente, por su trabajo especializado, dispone de información principal, a la cual el principal no tiene acceso directo ni inmediato, por lo que se pueden crear conflictos de intereses. No obstante, el principal puede disminuir el comportamiento discrecional del agente mediante los costos de incentivo y supervisión. En esta teoría existen dos corrientes: (a) la teoría positiva de la agencia, y (b) la teoría principal-agente. La primera se caracteriza por ser poco formal, carente de orientación matemática, es empírica y está enfocada en

grandes empresas. En cambio, la segunda corriente sí posee una orientación matemática y el estudio es realizado a un conjunto amplio de organizaciones.

**Teoría del *stewardship*.** Esta teoría fue inicialmente planteada por Donaldson (1990), en la que se sostiene que el jefe ejecutivo principal debe realizar un buen trabajo, ser un buen administrador y, al mismo tiempo, colaborar para generar beneficios a la organización. Por lo tanto, el *steward* o director superior siente que si trabaja hacia objetivos organizacionales con base colectiva, sus intereses se alinearán con los de la organización y a la vez con los intereses de los accionistas de la empresa. Según Donaldson y Davis (1991), si el *steward* percibe que los resultados alcanzados por el desarrollo de una estrategia cooperativa son favorables, entonces dejará la conducta individualista y asumirá un comportamiento racional, que buscará maximizar el rendimiento de la organización y satisfacer los intereses de los accionistas.

Donaldson y Davis (1991) sostuvieron que el *steward* requiere de una estructura organizativa en la que pueda actuar con eficacia. Por tanto, propusieron que el CEO disponga de una autoridad reconocida, ejerza su liderazgo y compare los resultados de la compañía con otras; por lo tanto, existe una correlación entre dirigir la compañía sin restricciones y el retorno del accionista.

### **2.2.2. Definición de gobierno corporativo**

Es en el Siglo XXI cuando surgen los estudios en torno al gobierno corporativo, definiéndose como un sistema mediante el cual las empresas son administradas por principios y normas basados en la transparencia, la confianza, la equidad y otros elementos como la integridad y fluidez de la comunicación, incorporando la responsabilidad social (BVL, 2013). Estos mismos principios permiten la supervisión y control, lo que comprende el cumplimiento de la responsabilidad que se tiene con todos los *stakeholders*, incluyendo a los accionistas. Adicionalmente, Siebens (2002) indicó que un buen gobierno corporativo comprende el conocimiento técnico, así como busca el balance entre los intereses de todas las



partes involucradas o grupos de interés. Esto se hace con el objetivo de evaluar las distintas opciones y tomar las mejores decisiones, para la mayoría de involucrados. De esta manera, se logrará un desempeño óptimo, ético y responsable basado en información de diferentes fuentes.

Las definiciones de gobierno corporativo que se han presentado se fundamentan en la identificación de la manera como las empresas son gerenciadas o conducidas internamente, y el efecto que esto genera en los grupos de interés. Es por ello que para desarrollar un buen gobierno corporativo se requiere implementar lo siguiente: (a) apertura completa, brindando amplia información de manera transparente; (b) difusión del conocimiento a toda la junta directiva, para que comprendan cómo funciona toda la organización; (c) reuniones frecuentes, con participación de la alta gerencia, las cuales se deben preparar de forma minuciosa y llevar un registro; (d) separación de funciones especiales, (e) sustitución de directores ausentes o poco útiles, y (f) tiempo suficiente para discutir y reflexionar sobre las decisiones que se tomarán (Siebens, 2002).

En conclusión, Villada (2014) indicó lo siguiente:

El gobierno corporativo, entendido como el conjunto de normas y órganos de gestión y control de una persona jurídica, provee un marco de derechos y responsabilidades, tanto para los propietarios como para los gestores de una organización, lo cual permite el tránsito normal de los derechos legales a los económicos, ofreciendo además un blindaje contra los conflictos de interés. (p. 24)

Establecer un gobierno corporativo implica que el directorio adquiere una responsabilidad explícita sobre la forma de procesar y comunicar la información financiera. Por tanto, se afirma que el cuerpo administrativo o la gerencia asume un rol esencial en la protección de los intereses de los accionistas. Es por ello que se ha creado una teoría que señala a los directores externos como aquellos con un mayor incentivo para evitar el riesgo de convivencia con los administradores, generando

eficacia en el control del rendimiento, desde la perspectiva de los accionistas. Se considera que los directores externos logran de manera eficaz proteger los intereses de los accionistas (Abed, Al-Attar, & Suwaidan, 2012).

### **2.2.3. Evolución del gobierno corporativo**

En 1970, ante la crisis e incertidumbre mundial, surgió la globalización. En esta época se dio la crisis del petróleo, junto con la formación de los mercados financieros globales, la libre circulación de los capitales financieros, el endeudamiento de los países no desarrollados y un largo periodo de crecimiento económico mundial, que enfatizó la diferencia entre los países ricos y pobres. En 1973, Spence propuso la señalización como mecanismo para contratar a los mejores trabajadores, y luego, en 1975, los estudios de gobernabilidad democrática se iniciaron con el informe de la Comisión Trilateral.

Seguidamente, Jensen y Meckling (1976) publicaron un artículo titulado *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, donde sostuvieron que un gerente, cuya propiedad sobre la empresa es inferior al 100%, tendrá conflictos de interés con los otros propietarios. Esto se debería a que existen beneficios privados de control obtenidos por el gerente en deterioro de la riqueza de los otros propietarios. En función de lo anterior, se desarrolló el modelo de costos de agencia o teoría de la agencia, que ha sido previamente explicada.

Posteriormente, Freeman (1984) introdujo el término *stakeholders*, que se refiere a quienes pueden afectar o ser afectados por las diferentes actividades de una empresa; estos conforman grupos interesados en las acciones de esta. Jensen (1986) planteó que los flujos libres de caja cuando son informados sobre el endeudamiento ayudan a reducir esos costos, lo que provoca en los propietarios la creación de estrategias para la producción e inversión.

Brander y Lewis (1986) utilizaron sus estudios del endeudamiento con fines de orden estratégico, por lo que lo denominaron estrategia corporativa. Luego, en 1992 se inició el

gobierno corporativo con el fin de mejorar el clima de inversión en diferentes países a nivel mundial, teniendo como antecedentes varios informes como el *Cadbury*, que se publicó en Gran Bretaña. Posteriormente, una serie de informes fortalecieron la teoría del gobierno corporativo: (a) el Informe Dey de 1993 en Canadá, (b) el Informe Viénot de 1995 en Francia, (c) el Informe Peters de 1997 en Holanda, y (d) el Informe Olivencia en España y el Informe Cardon en Bélgica, ambos de 1998. Desde aquel entonces, diversos países intercambian ideas a través de la publicación de guías que brindan sugerencias en torno a temas como la compensación de ejecutivos, y la distribución de roles y funciones, afianzando el tema de la junta directiva.

En 1999, se aprobaron mediante la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE, 2016), los principios para asistir a los gobiernos de países miembros y no miembros. Estos principios sirven para evaluar y mejorar el marco legal, institucional y normativo sobre el gobierno corporativo; además de proporcionar las directivas y sugerencias para inversionistas, bolsas de valores, sociedades y otros que hacen parte del desarrollo de buenas prácticas en la gestión empresarial.

#### **2.2.4. Principios de gobierno corporativo**

Los principios definen con claridad los cimientos para establecer un buen gobierno corporativo, en la medida en que brindan una orientación práctica para su aplicación. Estos principios “son concisos, comprensibles y accesibles para la comunidad internacional” (OCDE, 2016, p. 9). La OCDE hizo una revisión de estos principios en el año 2004, la cual se basó en el común entendimiento de que el rendir cuentas con transparencia y con respeto a los grupos de interés es esencial para que el gobierno corporativo funcione apropiadamente.

Las revisiones se realizan para garantizar que los principios se implementen de manera exacta y pertinente a través del tiempo, con base en un trabajo de análisis exhaustivo sobre los cambios en el ámbito empresarial y financiero, tal como se hizo en el año 2015

(OCDE, 2016). En líneas generales, los principios se dividen en seis capítulos, los cuales se detallan a continuación y el detalle se presenta en el Apéndice A.

***Consolidación de la base para un marco eficaz de gobierno corporativo.*** Un gobierno corporativo eficaz requiere un marco legislativo, reglamentario e institucional sólido en el que los agentes del mercado puedan confiar cuando entablan relaciones contractuales privadas. Este marco de gobierno corporativo suele basarse en leyes, reglamentos, sistemas de autorregulación, compromisos voluntarios y prácticas empresariales que son consecuencia de las circunstancias, la historia y la tradición específicas de los países. Por tanto, la combinación deseable de estos elementos variará de un país a otro.

***Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave.*** Las normas facilitarán que los accionistas ejerzan sus derechos, protegiéndolos y garantizando un trato justo y equitativo, incluso para los extranjeros o minoritarios. Todos los accionistas podrán obtener reparaciones cuando sus derechos hayan sido vulnerados. En tanto, a nivel de inversionistas se protege la participación en los beneficios que la empresa genera, limitando su responsabilidad al monto invertido, cuidando su derecho a participar y votar en las Juntas Generales de Accionistas.

***Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios.*** Las normas o marco del gobierno corporativo tienen que servir para incentivar la inversión y favorecer el funcionamiento de los mercados de valores. Para que este marco resulte eficaz, debe implementarse considerando la situación económica, motivo por el que en algunos países no se establece una relación directa entre gobierno corporativo y propiedad. Usualmente, la cadena de inversión es compleja y larga, donde intervienen múltiples intermediarios y las normas de gobierno corporativo deben regir a todos los miembros de la cadena para obtener buenos resultados, ya que todos ellos influyen en la capacidad de la empresa.

***El papel de los actores interesados en el ámbito del gobierno corporativo.*** Un buen gobierno corporativo reconoce y respeta los derechos de todos los grupos de interés, fomentando una cooperación activa. Esto promueve la creación de empleos, la generación de riqueza y el desarrollo de competitividad, llevando a ser sostenibles en el largo plazo. Para el gobierno corporativo es fundamental garantizar la circulación de capital externo hacia las empresas, ya sea en forma de aporte de accionistas o de deuda. También implica que los interesados logren llegar al nivel óptimo de inversión para que maximicen sus beneficios. El resultado de una empresa es consecuencia del trabajo en equipo y no de esfuerzos individuales.

***Divulgación de información y transparencia.*** Todo aquello que sea relevante debe comunicarse oportunamente a todos los actores interesados. Esto comprende la información financiera de la organización como sus utilidades, la propiedad y los entes encargados del gobierno o dirección. Esta información puede ser de carácter obligatorio como voluntario, y es válido para empresas que cotizan en la bolsa de valores, como para aquellas que no.

***Las responsabilidades del Consejo de Administración.*** Garantizar la dirección estratégica de la organización es parte del gobierno corporativo. Es indispensable un control efectivo y la rendición de cuentas por parte de todos los miembros del consejo. En algunos casos, la función de supervisión y la de dirección están separadas, pero esto no reduce la responsabilidad. La base para cumplir adecuadamente con las responsabilidades es formular juicios objetivos e imparciales.

### **2.2.5. Dimensiones del gobierno corporativo**

Las dimensiones del gobierno corporativo son: (a) dimensión legal y regulatoria, (b) dimensión financiera y económica, (c) dimensión estratégica, y (d) dimensión ético-valórica del gobierno corporativo responsable.

***Dimensión legal y regulatoria.*** Está orientada al cumplimiento estricto de la ley, pero debe superar a la regulación estableciendo un marco de normas voluntarias (Cueto, 2015). En el caso de la sociedad peruana, los principios de buen gobierno corporativo se revisaron luego de 10 años de haber sido emitidos, ya que el marco normativo legal que rige el intercambio de títulos valores había cambiado. Además, la crisis financiera de los años 2008 y 2009 puso en evidencia una serie de debilidades, demandando más transparencia en la información y un control interno más estricto (BVL, 2013). En lo que respecta a las empresas que cotizan en la BVL, existen mecanismos para que cualquier persona, incluyendo sus empleados, pueda presentar denuncias en relación con comportamientos ilegales o no éticos. En estos casos se garantiza el anonimato del denunciante y cada reporte es examinado a través del Comité de Auditoría de la Bolsa de Valores de Lima (BVL, 2013).

***Dimensión financiera y económica.*** La dimensión financiera se refiere a la capacidad de la empresa para responder a sus deudas y obligaciones. Dentro de esta dimensión, también se analizan los ingresos actuales y los proyectados, que deben permitir generar utilidades (Martínez & Olmedo, 2010). Además, se evalúa la capacidad de la sociedad para hacer un uso eficiente de sus recursos o activos (Fombrun & Shanley, 1990) y las posibilidades que tiene de ser rentable, revisando los datos históricos y las proyecciones (Roberts & Dowling, 2002). Todo este conjunto de elementos define si se genera o no valor para los accionistas o inversionistas, lo cual constituye el objetivo supremo de esta dimensión (Martínez & Olmedo, 2010).

***Dimensión estratégica.*** Se encuentra enfocada en la creación de valor mediante la incorporación de buenas prácticas. Se relaciona con todas las decisiones que se toman en torno a los objetivos generales de la empresa, sobre la base de las cuales se diseñan los procesos y se ejecutan las acciones (Martínez & Olmedo, 2010). Esta dimensión demanda que la organización tenga una misión clara, así como una visión que dibuje un horizonte

palpable, con objetivos que conduzcan a ese futuro (Chun, 2005; Wessels, 2003). Así mismo, hay que desarrollar estrategias, tanto de corto como de largo plazo, para que sea sostenible y puedan obtenerse los resultados deseados (Peters & Waterman, 1982). Dentro de la dimensión estratégica se toman decisiones como cuáles mercados se atenderán y qué productos se ofrecerán al mercado (Wessels, 2003).

***Dimensión ético-valórica del gobierno corporativo responsable.*** Es la parte del desarrollo sustentable de las empresas. Constituye la forma en que la directiva gestiona la empresa, logrando influir en todos los colaboradores para lograr los objetivos de esta (Rubio & Aragón, 2002). Lo cierto es que de acuerdo con Martínez y Olmedo (2010), las acciones que desarrollen los directores influirán en los empleados, los accionistas y hasta en el público en general con respecto a la empresa. Dentro de esta dimensión se incluyen atributos como los valores de cada directivo individualmente (Fombrun, 1996; López & Iglesias, 2006), ya que en conjunto crean los valores organizacionales. También la comunicación es muy importante, porque de esto depende que los empleados conozcan los objetivos y las estrategias (Chun, 2005); objetivos que tienen que ser evaluados a través de indicadores (López & Iglesias, 2006).

### **2.3. La Filosofía de Creación de Valor (*Value Based Management*)**

#### **2.3.1. Definición de creación de valor**

Para Fernández (2008), una empresa crea valor para los inversionistas o accionistas cuando genera una rentabilidad superior al costo de oportunidad del dinero invertido en las acciones; lo cual coincide con lo expresado por Copeland et al. (2004). De acuerdo con Damodaran (2001), el valor de una empresa se basa en tres componentes: (a) la capacidad para generar flujos de fondos a partir de la productividad de los activos que se poseen, (b) la voluntad de reinvertir para generar alta rentabilidad en el futuro, y (c) el costo del capital que no debe ser elevado, por lo que se debe reducir el costo de la deuda o financiamiento.

La forma en que se mide la creación de valor en las empresas se basa en algunos principios fundamentales, como por ejemplo la incorporación de conceptos tales como el valor del dinero en el tiempo, el flujo de caja descontado, o la utilidad económica, entre otros. Este valor se construye bajo el supuesto de que las estrategias se desarrollan con el fin de que la empresa tenga un buen desempeño en el mercado de valores. Para la medición de la creación de valor se tienen dos paradigmas: (a) la aplicación de las técnicas del presupuesto del capital invertido, que toma como base el concepto del descuento del flujo de caja; y (b) la medición del desempeño de las organizaciones mediante índices contables, que usan las utilidades como dato base. Sin embargo, estos dos modelos no pueden ser usados de manera consistente (Chu, 2012).

### **2.3.2. La teoría de eficiencia del mercado**

La hipótesis del mercado eficiente sostiene que los mercados financieros son eficientes en cuanto a la información disponible, donde los precios de los activos que son objeto del comercio reflejan toda la información conocida y cambian en el momento en que hay nueva información disponible (Enciclopedia Financiera, s.f.). Igualmente, para Fama (1970), a nivel de los mercados de capitales, la teoría de la eficiencia se refiere a que la bolsa de valores sirve como un *juego equitativo*, donde las expectativas de los participantes son homogéneas; por lo que la eficiencia se entendía como el hecho de que los precios reflejan íntegramente toda la información disponible.

En función de la teoría de eficiencia del mercado, no es factible obtener una rentabilidad superior a la del mercado a través del uso de cualquier información que ya está disponible en el mercado. La información es definida como todo aquel conocimiento que influencia los precios (Enciclopedia Financiera, s.f.). De acuerdo con Harding (2011), la teoría de la eficiencia del mercado es errada para explicar el comportamiento de los mercados



financieros, por lo que propuso la incorporación de elementos nuevos, como el comportamiento humano.

### **2.3.3. Método basado en las ganancias contables (ROE, ROA)**

En un sentido más amplio, el método del valor contable consiste en estimar el valor de una empresa a partir de los datos contenidos en sus estados financieros, es decir, en el balance general y el estado de ganancias y pérdidas. Es un método fácil de calcular y por ello el más usado, aunque no considera las proyecciones a futuro (Sarmiento, 2016). Cuando se habla de determinar el desempeño de la organización en término de sus ganancias contables, se refiere a calcular el ROE, que es el retorno sobre el patrimonio, o el ROA, que corresponde al retorno sobre los activos.

El ROE o ROC intenta medir cuánto beneficio obtiene la empresa por cada unidad monetaria que han invertido los accionistas (patrimonio), lo que implica determinar el rendimiento que los accionistas obtienen por su dinero. Es así que la rentabilidad puede verse como una medida de cómo una empresa invierte fondos para generar ingresos. Se suele expresar como porcentaje, y tiene la siguiente fórmula:

$$\text{ROE (return on equity)} = \text{Beneficio neto después de impuestos} / \text{capitales propios.}$$

Por su parte, el ROA o retorno sobre los activos mide la capacidad de los activos de una empresa para generar renta por ellos mismos. Es la relación entre el beneficio que se logra en un determinado período y los activos totales de una empresa. Se utiliza para medir la eficiencia de los activos totales de la misma independientemente de las fuentes de financiación utilizadas y de la carga fiscal del país en el que la empresa desarrolla su actividad principal. Este indicador financiero se calcula de la siguiente forma:

$$\text{ROA (return over assets)} = \text{Beneficio obtenido por la empresa antes de intereses e impuestos} / \text{activos totales.}$$

#### 2.3.4. Métodos de medición de creación de valor

Todas las empresas tienen el deber de crear valor para sus *stakeholders*, ya sea que se trate de accionistas, trabajadores, clientes, proveedores o de organismos del Estado. Diversos autores y compañías de consultoría han desarrollado modelos de medición del desempeño financiero orientados hacia la creación de valor (Manotas & Manyoma, 2000).

***El valor económico agregado (EVA)***. Esta metodología fue registrada por la empresa estadounidense Stern & Stewart, basada en el concepto que el economista Alfred Marshall desarrolló, siendo la primera vez que se presentó este concepto. Él sostenía que “la rentabilidad de un negocio surgía al comparar la rentabilidad del mismo con el costo financiero de los recursos asignados a la empresa” (Manotas & Manyoma, 2000, p. 62). Es así, que cuando el EVA arroja un resultado positivo se dice que la empresa genera rentabilidad por encima del costo de sus fondos. En cambio, si el EVA es negativo, entonces se dice que la empresa no logra cubrir sus costos financieros.

La Bonilla (2010) definió al valor económico agregado (EVA) como “el importe que queda en una empresa una vez cubiertas la totalidad de los gastos y la rentabilidad mínima proyectada o estimada por los administradores” (p. 55). El cambio principal que este concepto introdujo fue incorporar el costo del capital dentro del cálculo del desempeño financiero. En este caso, los directores o administradores pasan a pensar como accionistas, buscando generar la mayor ganancia por las inversiones en la empresa. El EVA permite analizar la incidencia de distintos factores en la generación de valor del negocio.

El EVA es una variación de lo que se conocía como ingreso o beneficio residual, es decir, el resultado que se obtenía al restar a la utilidad operacional los costos del capital, lo cual fue contemplado por la contabilidad gerencial. Pero fue en 1975 que Virtanen lo definió como un retorno sobre inversión, para la toma de decisiones gerenciales. En 1989, la firma consultora Stern & Stewart de Nueva York reintrodujo y registró como marca a su nombre el

término EVA, el cual es una estimación del monto de las ganancias que difieren de la tasa de rentabilidad mínima requerida (contra inversiones de riesgo parecido) para los accionistas o acreedores; esta estimación es la diferencia entre la creación de valor y la destrucción de valor (Gómez, 2002).

Los objetivos generales del EVA son: (a) maximizar las riquezas de sus accionistas, (b) generar valor para una empresa, lo que depende del grado en el cual los inversionistas confien (crean) que los beneficios futuros difieren del costo de capital, (c) ofrecer una metodología que se puede implementar en cualquier tipo de empresa (pequeña o transnacional), ya sea que cotice o no en la bolsa de valores; (d) brindar una herramienta de análisis que se puede aplicar tanto a una corporación como a una parte de ella (centro de responsabilidad, unidades de negocio, filiales), (e) fijar metas en la organización, (f) medir el desempeño de la empresa y sus colaboradores, (g) mejorar la comunicación entre los inversionistas y accionistas, (h) considerar todos los costos que se producen en la empresa, (i) motivar a distintos niveles gerenciales, (j) valorar la empresa, y (k) considerar el riesgo con el que opera la empresa.

La fórmula para calcular el valor económico agregado (EVA) es la utilidad operacional antes de intereses e impuestos (UAIDI), menos el costo promedio de capital; por lo que hay que considerar que si la rentabilidad /retorno sobre el capital de una empresa o negocio sobrepasa sus costos de capital, se está creando valor real para los accionistas. La fórmula es la siguiente:

$$\text{EVA} = \text{UAIDI} - (\text{activos totales} \times \text{costo del capital})$$

De acuerdo con La Bonilla (2010), se deben de considerar las siguientes estrategias para aumentar el EVA: (a) mejorar e incrementar la eficiencia de los activos que se poseen, (b) bajar o reducir al máximo la carga fiscal, (c) orientar las inversiones en activos que rindan por encima del costo del pasivo, (d) reducir los activos, manteniendo el UAIDI; (e) medidas

como la implementación del *justo a tiempo*, orientadas a reducir inventarios, optimizar la producción, producir solo lo que se necesita, entre otras; (f) alquilar equipos o activos en vez de adquirirlos, (g) reducir el plazo en tiempo y volumen en dinero de las cuentas por cobrar, con el valor esencial de la empresa, el cliente, razón del porqué y para qué de la empresa o del negocio; (h) hacer más eficiente y eficaz a la tesorería, reduciendo sus saldos; (i) reducir el costo promedio del capital, para que así sea menor la deducción que se le hace al UAIDI por cargo de conceptos a los costos financieros.

La principal crítica que pesa sobre este método radica en que el valor de una empresa no debe medirse en función de su desempeño pasado, sino que realmente depende de las expectativas de generación de dinero hacia el futuro (Manotas & Manyoma, 2000).

***El market value added (MVA)***. Es un componente para valorar las empresas, y es conocido en español como valor de mercado agregado. Según Ehrbar (1998), el EVA está íntimamente relacionado con el valor intrínseco de mercado que la empresa posee. Así mismo, Manotas y Manyoma (2000) indicaron que hay una alta correlación entre el EVA y el MVA, por lo que este último también se considera una medida de creación de valor y que en teoría se define como el valor presente de los EVA que se esperan a futuro.

Cuando se proyecta el EVA o se descuenta a su valor presente, permite observar el valor de mercado creado o el valor de mercado destruido por los responsables de la administración en la empresa. Por lo tanto, se pueden usar estas dos fórmulas:

$MVA = \text{Valor de mercado} - \text{capital}$ , que es igual a

$MVA = \text{Valor presente de todos los EVA futuros}$ .

El MVA es una medida acumulativa del desempeño empresarial, por lo que esta valuación refleja qué tan exitosa ha sido la empresa en la creación de riquezas para el negocio, así como la inversión de su capital en el pasado y una proyección de cómo sería el negocio si crearan valores económicos. Es decir, brinda las pautas que los administradores

deben seguir, teniendo como objetivo principal maximizar el MVA para brindar el mayor beneficio económico a sus accionistas. Si en la organización se logra el objetivo de aumentar y maximizar la creación de ganancias en el valor del negocio, esto se reflejará en un EVA positivo, lo que causa el aumento de la creación de valor del negocio en el mercado o simplemente un aumento de la prima del valor de la empresa, del MVA. Por lo tanto,

$MVA = \text{Valor de mercado total} - \text{capital total utilizado}$ , donde,

$\text{Valor de mercado total} = \text{Valor de mercado del capital} + \text{valor de mercado de la deuda}$

$\text{Capital total utilizado} = \text{Patrimonio} + \text{deuda financiera}$ .

De manera que, cuando el valor de mercado agregado (MVA) es positivo, se ha creado valor en el negocio. En consecuencia, se ha creado valor para el accionista. Pero si el MVA es negativo, pues se habría destruido valor para la empresa y, por consiguiente, para sus accionistas.

***El modelo de flujo de caja descontado (DCF)***. El valor de la empresa es algo subjetivo y una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Pero dentro de los métodos muy utilizados es el que tiene como base el valor del dinero en el tiempo, flujos de caja descontados; los cuales tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (*cash flows*) que generará en el futuro, para descontarlos a una tasa de descuento según el riesgo de tales flujos. Este método considera que la empresa es un ente generador de flujos de fondos y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada.

La Bonilla (2010) planteó lo siguiente sobre los tres elementos que integran el flujo de caja libre (FCL):

1. El costo de capital: Es la tasa que se utiliza para descontar tanto los FCL como el valor de continuidad.

2. La proyección del FCL: Refleja en cifras el efecto del plan de desarrollo de la empresa en el horizonte próximo, normalmente cinco años.
3. El valor de continuidad: Es el valor que adquiere la empresa como consecuencia de que el plan de desarrollo se cumpla y esta comience a manifestar un crecimiento constante y continuo.

La valoración de un negocio debe considerar las proyecciones de flujos de caja libre, de una tasa de descuento y de su valor de continuidad. Pero lo que se requiere para tener éxito es realizar un *due diligence*, que su correcta planificación minimice la incertidumbre y los riesgos. Los pequeños inversionistas que se interesan en pymes no estarían en la capacidad de asumir el costo de un *due diligence*; por lo cual esta valoración se puede efectuar en Excel, que permitiría determinar un rango en el que se fije el precio que el inversionista puede ofrecer por la empresa objetivo, utilizando como tasas de descuento valores, cuyo cálculo, en la gran mayoría de las veces, es una apreciación subjetiva del asesor o de los dueños del negocio.

De acuerdo con Vidarte (2009), el método basado en los flujos de caja descontados (FCD) es sofisticado, ya que considera variables clave de los negocios, tales como: (a) los flujos de caja, (b) el crecimiento, y (c) el riesgo. El FCD estima el valor intrínseco que no es afectado por las variaciones relativas del mercado, por lo que consigue estimaciones más precisas en el largo plazo. Esta metodología del FCD también permite análisis por escenarios, que hace posible analizar el impacto en el valor de la empresa de factores específicos, por lo que se puede sostener que esta es una de las herramientas más poderosas.

Dentro de las desventajas del método de los flujos descontado, resalta el hecho de que se hacen demasiados supuestos con el fin de obtener una valoración precisa, lo que incrementa la incertidumbre. Así mismo, las magnitudes y la cronología de los flujos de caja esperados y la tasa de descuento siempre están sujetas a repentinos cambios, originando que pequeños errores que se cometan produzcan desviaciones importantes en el valor de la

empresa. Por lo tanto, el método del flujo de caja descontado es el de mayor uso porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto, ya que considera la empresa como un ente que genera flujos de fondos, y para calcular el valor actual de dichos fondos se emplea una tasa de descuento apropiada, todo esto de acuerdo con el riesgo y las volatilidades históricas. La tasa de descuento mínimo es determinada por los interesados, que pueden ser compradores o vendedores, basados en valores subjetivos de la parte interesada.

### **2.3.5. Determinación del costo de capital**

En los métodos que se han presentado para el cálculo del valor de un negocio se menciona con frecuencia el costo de los fondos o el costo de capital. Es por ello que resulta importante explicar cómo se calcula. En general, se tienen dos fuentes de fondos; de un lado está el endeudamiento y, del otro, el capital o patrimonio.

***El costo del endeudamiento ( $K_d$ )***. El costo de endeudamiento ( $K_d$ ) es el costo que tiene una empresa para desarrollar su actividad o un proyecto de inversión mediante su financiamiento, sea en forma de créditos y préstamos o con la emisión de deuda (renta fija). Las principales características son: (a) es un costo que se puede observar, (b) mayor facilidad en el cálculo, y (c) se utiliza el costo efectivo de la deuda después de impuestos. La fórmula es la siguiente:

$$K_d = i (1 - t), \text{ donde:}$$

$I$  = La tasa de interés aplicada por el financiamiento obtenido ( $K_d$ )

$T$  = Tasa de impuesto.

El determinar el costo de la deuda es fundamental para poder calcular el margen de beneficio y la eficiencia de la empresa al invertir en un proyecto. Comúnmente, una empresa tiene distintas fuentes de financiamiento, por lo que debe calcular el costo de deuda ponderado utilizando esta fórmula:  $K_d (\text{ponderado}) = K_d * (1 - t) * (D/V)$ , en la cual

$K_d$  = Costo de la deuda ( $i$ ), es decir, 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.

El coste de la deuda es una de las variables más transparentes que existen para poder valorar la situación de una empresa y poder efectuar el análisis de cómo se está manejando la amortización en un plazo de tiempo; lo que permite cuantificar el costo total final una vez completado el periodo de amortización y el tipo de interés que fue aplicado. Para el cálculo se excluye el financiamiento comercial en el que se contempla a los acreedores comerciales, los efectos comerciales a pagar, y los impuestos devengados, debido a que no tiene un costo, salvo el incumplimiento del plazo comercial establecido.

***El costo de patrimonio ( $K_s$  o  $COK$ ).*** El costo de capital es la tasa de retorno exigida en una inversión, ya sea para un proyecto o en una empresa. Esto permite compensar el costo de oportunidad de los recursos propios destinados a ella, la variación del riesgo y el costo de financiar los recursos por préstamos o créditos. El costo de capital es lo que se paga por el dinero de otros, es decir, costo de la deuda por los pasivos, más costo del capital de los accionistas por el patrimonio; mientras que la tasa de oportunidad es lo que se deja de percibir por invertir en el negocio, proyecto o empresa.

Para calcular el costo de capital, de acuerdo con Mascareñas (2011), se tienen que considerar los supuestos siguientes: (a) el riesgo económico no varía, por lo que se presume que el riesgo económico de la empresa o del proyecto es similar al de los activos que ya posee; (b) la estructura de capital no varía, quiere decir que en promedio la estructura permanece constante; y (c) la política de dividendos no varía a través de los años.



**Metodología Capital Asset Pricing Model (CAPM).** Se basa en estimar el costo de capital mediante premisas de mercado de capitales perfectamente eficientes. En términos generales, el costo de capital tiene dos componentes: (a) un rendimiento mínimo que se debe compensar al inversionista por el valor del dinero en el tiempo (tasa libre de riesgo), y (b) una prima por el riesgo no diversificable del instrumento, que se denomina Beta (Gruber & Ross, 1978).

El cálculo de los coeficientes Beta es el riesgo sistemático que no puede eliminarse de los portafolios de inversión, por lo que el Beta es el coeficiente de proporcionalidad entre la prima de riesgo de la empresa y la del mercado, permitiendo medir la sensibilidad de la rentabilidad de la empresa a las variaciones del rendimiento del mercado. Este modelo explica cómo es el comportamiento de un activo financiero en función del comportamiento histórico del mercado; permitiendo proyectar su tasa de retorno. Este método predice la relación entre el retorno del activo y su riesgo implícito. Es el más utilizado y conocido por los analistas en el mercado internacional y por las agencias regulatorias para determinar el costo de capital propio.

**Modelo de valoración de activos de capital o modelo APM (Arbitrage Pricing Model), o modelo de valoración por arbitraje.** Esta teoría se desarrolla con la idea de un mercado financiero competitivo; el arbitraje permite asegurar que los activos sin riesgo proporcionan el mismo rendimiento esperado. Hay que tener en cuenta que el arbitraje es una operación en que se compra un activo determinado en el mercado en que se encuentre más barato, y, al mismo tiempo, venderlo en el más caro, con el fin de lograr una utilidad sin riesgo. Con estos métodos es posible asignar, calcular y valorar el precio y comportamiento de los activos financieros variables (Sharpe, Alexander, & Bailey, 1999).

**Costo promedio ponderado de capital (WACC).** Es conocido por sus siglas en inglés WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) o, simplemente, el costo de las fuentes de

capital, las cuales fueron utilizadas para financiar los activos estructurales (permanentes o de largo plazo) de la empresa. Mediante este método, la riqueza del accionista está unida al valor de la firma; esta se incrementa si la rentabilidad es superior a lo que costaron los recursos que se utilizaron para su financiamiento, es decir, si excede el WACC. Por lo tanto, la rentabilidad de la empresa debe superar el costo promedio ponderado de capital, a fin de crear valor para los accionistas.

$$CPPC = (Wd \times Tdi) + (Wp \times Kp) + (Wac \times Kac) + (Wr \times Kr)$$

Donde:

Wd: Participación de la deuda en la estructura.

Tdi: Tasa de interés de la deuda después de impuestos.

Wp: Participación de las acciones preferentes.

Kp: Costo de las acciones preferentes.

Wac: Participación de las acciones comunes.

Kac: Costo del capital o de las acciones comunes.

Wr: Participación de las utilidades retenidas.

Kr: Costo de las utilidades retenidas.

Este modelo matemático es capaz de definir la oferta que la empresa puede hacer a los inversionistas con la finalidad de atraer el financiamiento, por lo que permite observar si el rendimiento que se propone otorgar a los inversionistas es competitivo respecto al que ellos pueden obtener en el mercado financiero; pero también se pueden realizar los ajustes pertinentes en los objetivos operativos de la empresa para reducir sus costos financieros, al combinar distintas fuentes de financiamiento.

#### **2.4. Resumen**

De la revisión de la literatura efectuada, la variable independiente del buen gobierno corporativo fue establecida por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo

Económicos (OCDE) en 1999; planteando iniciativas en el ámbito empresarial mediante un conjunto de normas y directrices en materia de la regulación de la administración. La finalidad era promover la transparencia, eficacia y coherencia, así como el trato equitativo a los accionistas, fomentando la cooperación y el control efectivo de las empresas. A lo largo del desarrollo del marco teórico se revisaron las diversas teorías que sirvieron de base para el gobierno corporativo, como la teoría institucional, la teoría de los *stakeholders*, la teoría de la agencia y la teoría de los *stewardship*.

Dentro del gobierno corporativo se encontraron cuatro dimensiones: (a) dimensión legal y regulatoria, (b) dimensión financiera y económica, (c) dimensión estratégica, y (d) dimensión ético-valórica del gobierno corporativo responsable. Así también, se ha dado a conocer que existen los principios del buen gobierno corporativo, y en el próximo capítulo es esencial definir indicadores en torno a cada uno de ellos. En la medida en que se implementen buenas prácticas de gobierno corporativo, los accionistas se aseguran de que los administradores están velando por sus intereses.

La razón de ser de toda empresa es generar valor para sus inversionistas. En el manejo de la variable creación de valor, los métodos que permiten valorizar una empresa provienen de la aplicación de las finanzas corporativas. A lo largo de la bibliografía consultada se presentan las diferentes metodologías, tales como la contable, el valor económico agregado (EVA) o el valor de mercado agregado (MVA), señalando las ventajas y desventajas de su aplicación y los criterios que se tienen que considerar en cada caso. Al combinar ambas variables, se busca conocer si las buenas prácticas de gobierno corporativo tienen o no un impacto en la creación de valor de las empresas peruanas, específicamente de aquellas que cotizan en la BVL.

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

### **3.1. Tipo de Investigación**

La presente investigación es no experimental, ya que los investigadores no alteran las variables de estudio, sino que se dedican a observar un fenómeno existente. Es por ello que el estudio es descriptivo, se caracteriza un fenómeno, específicamente las buenas prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor en las empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, estableciendo si hay o no una relación entre estos dos elementos (Hernández et al., 2010).

El enfoque de la investigación es cuantitativo porque se recopilarán datos que son procesados de manera numérica, los cuales incluyen información financiera de las empresas que compongan la muestra. Los datos pertenecerán a empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, delimitados a aquellas que forman parte del Índice Selectivo de la BVL. En general, una investigación cuantitativa es aquella con la cual se busca definir la fuerza de relación o de asociación entre dos o más variables, así como también se pretende generalizar los resultados mediante el uso de una muestra representativa, por lo que también se afirma que este estudio es correlacional (Hernández et al., 2010).

### **3.2. Conveniencia del Diseño de la Investigación**

Como el propósito de la investigación es describir el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor de las empresas que componen el índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2014-2016, resulta conveniente hacer un estudio correlacional. Es así que primero se describirá la situación de cada variable por separado, para luego pasar a encontrar cuál es la relación entre ambos elementos. Además, es conveniente que se haya escogido un enfoque cuantitativo porque los datos por recopilar son numéricos y esto es lo apropiado para definir si hay o no relación entre la variable independiente y la dependiente.

### 3.3. Población de la Investigación

La población de esta investigación son todas las empresas que componen el índice S&P/BVL. Este indicador ha sido creado para servir de referente del mercado bursátil peruano, ya que refleja la tendencia de las empresas que cotizan en la bolsa de valores nacional y que muestran mejores índices de liquidez. El Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL) del antiguo Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL), sigue la historia del antiguo IGBVL, al ser un índice que asume que todos los dividendos son reinvertidos (BVL, 2018b). En la Tabla 1 se muestran las 18 empresas que integran el ISBVL, las cuales constituyen la población del estudio.

Tabla 1

#### *Población de la Investigación*

Nombre	Ticker
Alicorp S.A.A.	ALICORC1 PE Equity
Compañía Minera Atacocha S.A.A.	ATACOBC1 PE Equity
Credicorp Ltd.	BAP PE Equity
Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	BVN PE Equity
BBVA Banco Continental S.A.	CONTINC1 PE Equity
Cementos Pacasmayo S.A.A.	CPACASC1 PE Equity
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	CVERDEC1 PE Equity
Ferreycorp S.A.A.	FERREYC1 PE Equity
Grana y Montero S.A.A.	GRAMONC1 PE Equity
Intercorp Financial Services Inc.	IFS PE Equity
InRetail Perú Corp.	INRETC1 PE Equity
Compañía Minera Milpo S.A.A.	MILPOC1 PE Equity
Minsur S.A.	MINSURI1 PE Equity
Refinería La Pampilla S.A.A. Relapasa	RELAPAC1 PE Equity
Southern Copper Corp.	SCCO PE Equity
Trevali Mining Corp.	TV PE Equity
Unión Andina de Cementos S.A.A.	UNACEMC1 PE Equity
Volcan Compañía Minera S.A.A.	VOLCABC1 PE Equity

*Nota.* Tomado de “Índices en bolsa,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2018b (<http://www.bvl.com.pe/estadist/mercindicesmercado.html>).

### 3.4. Consentimiento Informado

Para esta investigación, el uso del consentimiento informado no aplica, ya que solamente se utilizará información publicada de las empresas que integran la muestra. No se recurrirá a entrevistas ni encuestas, por lo que no será necesario recopilar información de fuentes privadas.

### 3.5. Características de la Muestra

Esta investigación tiene un enfoque cuantitativo y la población es finita, integrada por 18 empresas que se presentan en la Tabla 2, las cuales cotizan en la BVL y han estado incluidas en el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL) durante alguno de los años dentro del período 2014-2016. Por ello, este índice se utiliza para medir el rendimiento de un portafolio integrado por los 18 valores con mayor índice de liquidez, considerados, así, representativos del mercado.

Tabla 2

#### *Elementos que Componen la Población de la Investigación*

Nombre	Peso dentro del ISBVL (%)	Acciones (miles)	Precio (S/)
Alicorp S.A.A.	13.36	1,198	11.67
Cía. Minera Atacocha S.A.A.	0.18	339	0.57
Credicorp Ltd.	13.06	18	231.89
Cía. de Minas Buenaventura S.A.A.	13.41	268	16.17
BBVA Banco Continental S.A.	5.39	1,259	4.48
Cementos Pacasmayo S.A.A.	1.83	239	8.00
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	2.43	28	28.50
Ferreycorp S.A.A.	8.12	3,269	2.60
Graña y Montero S.A.A.	3.37	311	3.51
Intercorp Financial Services Inc.	9.64	73	42.80
InRetail Perú Corp.	7.86	106	24.00
Cía. Minera Milpo S.A.A.	1.16	236	5.15
Minsur S.A.	0.78	444	1.84
Refinería La Pampilla S.A.A. (Relapasa)	0.60	2,050	0.31
Southern Copper Corp.	12.16	74	53.02
Trevali Mining Corp.	1.94	689	1.17
Unión Andina de Cementos S.A.A.	1.67	594	2.94
Volcan Cía. Minera S.A.A.	3.03	2,753	1.15

Se ha calculado la muestra usando herramientas estadísticas, buscando que sea representativa de todas las empresas que integran el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima. Es por ello que se ha utilizado la fórmula siguiente, considerando que se trata de una población finita con distribución normal:

$$n = \frac{N * Z_{\alpha}^2 * p * q}{d^2 * (N - 1) + Z_{\alpha}^2 * p * q}, \text{ donde}$$

- n = tamaño de la muestra
- Z = 1.96 cuando la seguridad es del 95%
- q = proporción esperada, igual a 0.50
- p = 1-q
- d = precisión de la investigación, que ha sido seleccionada en 3%, ya que se busca una confianza superior al 95%
- N = población de la investigación que corresponde a 18 empresas.

El resultado obtenido al aplicar la fórmula es 17.72, lo cual indica que se debe incluir a los 18 elementos de la población. Por lo tanto, no se trata de una muestra sino de un censo, esto se debe a que el tamaño de la población es muy pequeño. Adicionalmente, se encontró la limitación relacionada con la falta de información de Buen Gobierno Corporativo de las siguientes tres empresas: (a) Southern Cooper Corp., (b) Trevali Mining Corp. y (c) Graña y Montero S.A.A., quedando finalmente 15 empresas a analizar.

### 3.6. Confidencialidad

No es necesario guardar la confidencialidad sobre los datos recopilados, ya que estos son de carácter público y se encuentran disponibles en la página web de la Bolsa de Valores de Lima. Específicamente, se trata de los Principios de Buen Gobierno Corporativo, del Balance General y del Estado de Ganancias y Pérdidas de las empresas que componen la muestra del estudio. Originalmente, cada documento es emitido por la propia compañía, y en

el caso de los estados financieros, estos son auditados externamente para luego ser entregados a la BVL para su respectiva publicación.

### **3.7. Localización Geográfica**

Todas las empresas incluidas en la población están ubicadas en el Perú, con su oficina principal en la ciudad de Lima. Sin embargo, la localización específica no es relevante para la investigación porque no es necesario contactar al personal de dichas compañías. Por el contrario, el estudio se hará con base en información publicada por estas empresas, en la página web de la BVL y que se encuentra disponible a través de Internet, sin importar la ubicación de los investigadores.

### **3.8. Instrumentación**

Se utilizarán dos instrumentos para recopilar la información; ambos son cuadros en Excel, que deben ser llenados con datos de las empresas. El primero se ha creado para recopilar los datos correspondientes a la variable buen gobierno corporativo, mientras que el segundo instrumento se utiliza para reunir datos concernientes a la información financiera de la empresa y que luego servirán de base para estimar la creación de valor.

Para construir el instrumento relacionado con los indicadores de buen gobierno corporativo se ha considerado que hay cinco pilares y dentro de cada uno de ellos hay principios, que totalizan 31, y se busca que todos ellos estén representados. El criterio para la selección de preguntas ha sido escoger las más generales dentro de cada principio, y luego aquellas que impliquen montos o períodos para enriquecer la futura comparación de resultados entre las 15 empresas. En el Apéndice C se presenta este instrumento, el cual debe ser llenado para cada una de las compañías, cubriendo tres años, desde el 2014 hasta 2016.

En el Apéndice D se muestra el instrumento que se ha desarrollado para recopilar los datos relacionados con la variable generación de valor para las empresas. En un mismo cuadro se combinan los datos de la situación financiera y del estado de resultados, usando una



línea por cuenta y una columna para cada año, desde el 2014 hasta el 2016. En este cuadro todos los datos introducidos deben ser números.

### 3.9. Recolección de Datos

La recolección y registro de datos se hará siguiendo estos pasos:

1. Visitar la página web de la BVL (<http://www.bvl.com.pe/mercempresas.html>), correspondiente a las empresas con valores listados.
2. Abrir, una por una, las 15 empresas incluidas en la población.
3. Al entrar a cada empresa, buscar dentro de información corporativa los reportes de Buen Gobierno Corporativo y abrirlos por orden, un año a la vez, y colocar los datos correspondientes en el cuadro del Apéndice C.
4. Crear un archivo en Excel para todos los resultados de la variable buen gobierno corporativo, donde cada hoja del archivo será una empresa diferente. Los datos de cada año se anotan en una columna diferente.
5. Dentro de la página de cada empresa, ir a la pestaña información financiera. En período seleccionar “Anual Auditada”.
6. Abrir un año a la vez, hasta cubrir del 2014 al 2016.
7. Seleccionar “Estado de Situación Financiera” y colocar todos los datos pertinentes en el cuadro que se presentó en el Apéndice D.
8. Seleccionar “Estado de Resultados” y colocar los datos en el cuadro que se muestra en el Apéndice C.
9. Crear un archivo en Excel para todos los resultados de la variable valor económico, donde cada hoja del archivo será una empresa diferente. Los datos de cada año se anotan en una columna diferente.

### 3.10. Análisis de Datos

El análisis de datos se hará utilizando el *software* estadístico SPSS y R Studio. Es una herramienta que permite sacarle el mayor provecho a datos cuantitativos, calculando medias, medianas, moda e incluso relación entre las dos variables (Martínez, 2013). Dentro de esta investigación se realizará lo siguiente:

1. Tabulación de los datos, colocando en una misma hoja de Excel todos los datos, para las dos variables, las 15 empresas y los tres años que cubre la investigación.
2. La tabulación de los datos asociados con el Índice de Buen Gobierno Corporativo se hizo de manera binaria, colocando 1 cuando la empresa cumple con la pregunta o enunciado y 0 en caso contrario.
3. Para calcular la generación de valor en las empresas se han utilizado los siguientes indicadores financieros:
  - Costo de capital promedio ponderado (WACC).
  - Precio a ventas (PTS).
  - Precio a ganancias o P/E.
  - Rendimiento sobre los activos (ROA).
  - Retorno sobre el capital invertido (ROIC).
  - Rendimiento sobre capital (ROC).
  - Ganancias antes de impuestos e intereses (EBIT).
  - Beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA).
  - Valor de la empresa (EV).
  - Valor económico agregado (EVA).
4. De manera gráfica se presenta la relación entre el índice de buen gobierno corporativo (eje X) y cada uno de los indicadores que conforman la variable de

generación de las empresas que se presentó en el punto anterior, una por una (eje Y). Esto se hizo primero identificando a cada empresa y el dato numérico en cada año, entre 2014 y 2016. Luego, también de manera gráfica, en el eje Y se presentaron las empresas agrupadas por sector económico.

5. Se calculó el coeficiente del valor de la regresión entre el indicador de valor de la empresa y el índice de gobierno corporativo. Así como la significancia, que corresponde al p-value de la prueba de significancia.

### 3.11. Validez y Confiabilidad

La confiabilidad es medida usando el Alfa de Cronbach, el cual es un índice que se calcula sumando la varianza de cada elemento al promedio o media, lo cual se llama consistencia interna. Esta es una prueba que se construye en función de la varianza que cada ítem tiene; que para esta investigación son cada una de las preguntas del instrumento de Buen Gobierno Corporativo y cada una de las cuentas de los estados financieros. En la medida en que los resultados del Alfa de Cronbach se aproximan a 1.0 se tiene mayor confiabilidad, y se acepta como buena cuando el valor es superior a 0.6 (Malhorta, 2008). Al respecto, Ledesma, Molina y Valero (2002) señalaron que si, por el contrario, se encuentra que en algún punto la confianza es baja, entonces deberá ser eliminado y se procederá a calcular de nuevo los Alfas de Cronbach.

La fórmula que se utiliza para calcular el Alfa de Cronbach se muestra a continuación. Con ella se mide la homogeneidad de las preguntas o enunciados, calculando el promedio de las correlaciones entre los ítems para comprobar que sí son similares o están en el mismo rango. De acuerdo con George y Mallery (2003), esta fórmula suma las varianzas de los ítems, así como la varianza total.

$$\alpha_c = \frac{K}{K-1} \left| 1 - \frac{\sum S_i^2}{S_T^2} \right|$$

Donde:

$\alpha_c$  : Índice de Alfa de Cronbach

$K$  : Número de ítems del cuestionario

$\sum S_i^2$  : Sumatoria de las varianzas de los ítems del cuestionario

$S_T^2$  : La varianza de la suma total de los ítems.

Aplicando la formula descrita, obtenemos como resultado 0.854, valor superior al mínimo exigido para este indicador.

### 3.12. Resumen

Se ha diseñado una investigación descriptiva y correlacional, porque se busca establecer si existe o no relación entre las dos variables del estudio, lo cual se podrá hacer sobre la base de datos cuantitativos, que serán analizados utilizando a través de gráficos y del coeficiente de la regresión entre el índice de buen gobierno corporativo y los indicadores que se usan para medir el valor de la empresa. Se crearon dos instrumentos, uno para cada variable, los cuales fueron llenados usando data publicada de las 15 empresas que integran la población, la misma que ha sido circunscrita a las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima e integran el ISBVL, que es un índice que muestra el comportamiento de la bolsa peruana. No se usará una muestra, sino que se hará un censo, ya que solo son 18 empresas y requiere un grado de confianza del 95%.

## Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados

### 4.1. Buen Gobierno Corporativo

La primera variable que se analiza es el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC). Las respuestas al Apéndice C se registraron usando un código binario, asignando 1 cuando la respuesta era positiva o afirmativa, y 0, en caso contrario. Asimismo, en el Apéndice E, se presentan las respuestas a las 88 preguntas, agrupadas en torno a los 31 principios evaluados y cinco pilares. Por ejemplo, el principio 2 está compuesto por dos preguntas, entonces el resultado de cada principio es el promedio de las respuestas que se obtienen en las dos preguntas y en estos casos sí pueden haber decimales.

En la Tabla 3, se presentan las puntuaciones por cada pilar y principio, donde se observa que el principio con una media más alta es el de 16 funciones del directorio, al tenerlas claramente definidas y comunicadas. En segundo lugar, se encuentra el principio 4, que se refiere a la información y comunicación a los accionistas con 0.9556, que corresponde al pilar derecho de los accionistas. Le siguen los principios 8, denominado función y competencia, y 28 referido a política de información; ambos con 0.9333. Por otro lado, el principio con menor puntuación es el 29, que corresponde a la publicación de estados financieros y memoria anual de manera completa y oportuna.

La media global obtenida es 0.757, lo que indica que más del 75% de las preguntas fueron respondidas de forma afirmativa. Estos resultados revelan que las empresas que componen el Índice Selectivo de la BVL cumplen con las normas que el buen gobierno corporativo establece. Sin embargo, todavía hay deficiencias e incluso existen principios donde el cumplimiento ha disminuido en los últimos tres años, como son: (a) la participación en los dividendos de la sociedad, (b) delegación de voto, y (c) estados financieros y memoria anual.

Al presentar los datos agrupados por pilar, se observa en la Figura 3 el análisis por año. El pilar donde se obtiene mayor puntaje es en riesgo y cumplimiento, mientras que es en

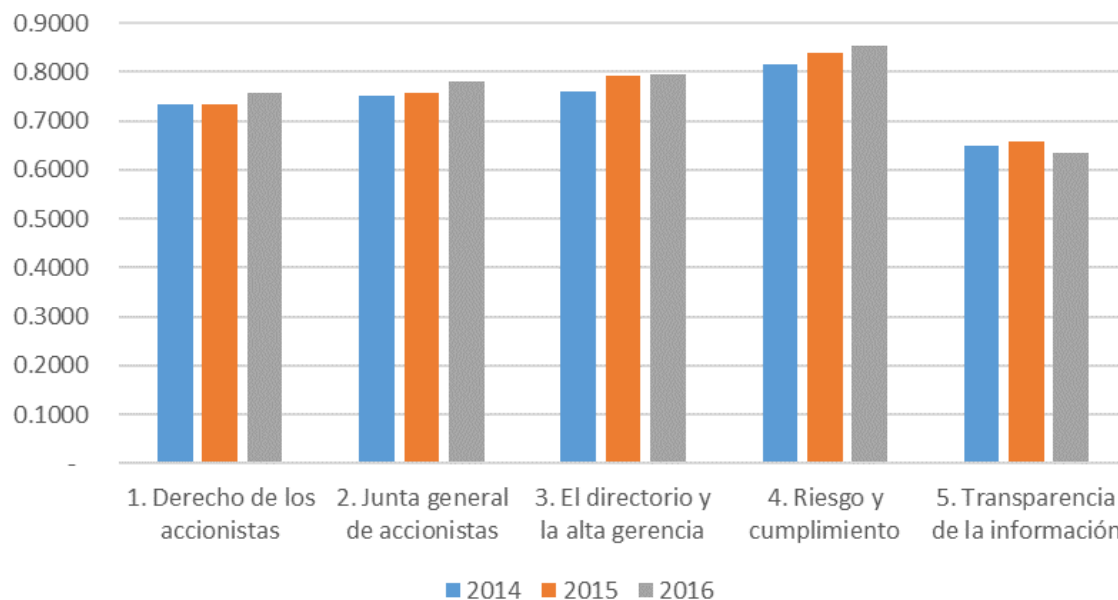


Tabla 3

*Media del Índice de Buen Gobierno Corporativo por Principio y por Año*

Pilar	Principio	Media por año			Media global	Variación 2014-2016
		2014	2015	2016		
1. Derecho de los accionistas	1. Paridad de trato	0.7111	0.7111	0.7111	0.7111	-
1. Derecho de los accionistas	2. Participación de los accionistas	0.9667	0.9667	0.9667	0.9667	-
1. Derecho de los accionistas	3. No dilución en la participación en el capital social	0.5667	0.6667	0.6667	0.6333	0.1000
1. Derecho de los accionistas	4. Información y comunicación a los accionistas	0.9333	0.9667	0.9667	0.9556	0.0333
1. Derecho de los accionistas	5. Participación en los dividendos de la sociedad	0.7667	0.7667	0.7667	0.7667	-
1. Derecho de los accionistas	6. Cambio o toma de control	0.8667	0.6667	0.6667	0.7333	(0.2000)
1. Derecho de los accionistas	7. Arbitraje para solución	0.3333	0.4000	0.5667	0.4333	0.2333
2. Junta general de accionistas	8. Función y competencia	0.9333	0.9333	0.9333	0.9333	-
2. Junta general de accionistas	9. Reglamento de Junta General de Accionistas	0.6000	0.5333	0.6667	0.6000	0.0667
2. Junta general de accionistas	10. Mecanismos de convocatoria	0.9000	0.9000	0.9000	0.9000	-
2. Junta general de accionistas	11. Propuestas de puntos de agenda	0.6000	0.6000	0.6667	0.6222	0.0667
2. Junta general de accionistas	12. Procedimientos para el ejercicio del voto	0.6000	0.6444	0.6444	0.6296	0.0444
2. Junta general de accionistas	13. Delegación de voto	0.8000	0.8000	0.7867	0.7956	(0.0133)
2. Junta general de accionistas	14. Seguimiento de acuerdos de JGA	0.8333	0.9000	0.8667	0.8667	0.0333
3. El directorio y la alta gerencia	15. Conformación del Directorio	0.8667	0.8667	0.8667	0.8667	-
3. El directorio y la alta gerencia	16. Funciones del Directorio	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	-
3. El directorio y la alta gerencia	17. Deberes y derechos de los miembros del Directorio	0.9778	0.9778	0.9778	0.9778	-
3. El directorio y la alta gerencia	18. Reglamento del Directorio	0.6000	0.6667	0.6667	0.6444	0.0667
3. El directorio y la alta gerencia	19. Directores independientes	0.6000	0.7556	0.7333	0.6963	0.1333
3. El directorio y la alta gerencia	20. Operatividad del Directorio	0.5667	0.6000	0.6500	0.6056	0.0833
3. El directorio y la alta gerencia	21. Comités especiales	0.6333	0.6444	0.6444	0.6407	0.0111
3. El directorio y la alta gerencia	22. Código de ética y conflictos de interés	0.7333	0.7500	0.7417	0.7417	0.0083
3. El directorio y la alta gerencia	23. Operaciones con partes vinculadas	0.7333	0.7667	0.7333	0.7444	-
3. El directorio y la alta gerencia	24. Funciones de Alta Gerencia	0.8889	0.8889	0.9333	0.9037	0.0444
4. Riesgo y cumplimiento	25. Entorno del sistema de gestión de riesgos	0.8667	0.8667	0.8800	0.8711	0.0133
4. Riesgo y cumplimiento	26. Auditoría interna	0.7500	0.8167	0.8500	0.8056	0.1000
4. Riesgo y cumplimiento	27. Auditores externos	0.8333	0.8333	0.8333	0.8333	-
5. Transparencia de la información	28. Política de información	0.9333	0.9333	0.9333	0.9333	-
5. Transparencia de la información	29. Estados financieros y memoria actual	0.2000	0.2000	0.1333	0.1778	(0.0667)
5. Transparencia de la información	30. Información sobre estructura accionaria y acuerdos	0.8000	0.8333	0.8000	0.8111	-
5. Transparencia de la información	31. Informe de gobierno corporativo	0.6667	0.6667	0.6667	0.6667	-

transparencia de la información donde se da la menor puntuación, de manera consecutiva durante todo el periodo evaluado. Adicionalmente, preocupa el hecho de que el índice de transparencia disminuyó en 2016; por el contrario, en los otros cuatro pilares mostraron mejorías.



*Figura 3.* Valor medio del buen gobierno corporativo por pilares.

Asimismo, se ha realizado un análisis por empresa, el cual se presenta en la Figura 4, donde se aprecia que la empresa Inretail (0.7851) es la que tiene un menor índice de buen gobierno corporativo promedio; en contraste, Relapasa obtuvo el mayor puntaje con 0.8721. De este modo, en un rango inferior a 0.09, se sitúa la media de todas las empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima. Seguidamente, en la Tabla 4, se observa el detalle del valor medio de cada pilar por empresa. Llama la atención el bajo nivel de cumplimiento en el pilar de transparencia de la información que tienen las siguientes empresas: (a) Inretail, (b) Unacem, y (c) Minsur. En cambio, en el mismo pilar, Buenaventura es la que presenta mayor puntuación, mostrando que el desempeño en el Índice de Buen Gobierno Corporativo no está directamente asociado con el sector económico al que pertenecen las empresas.



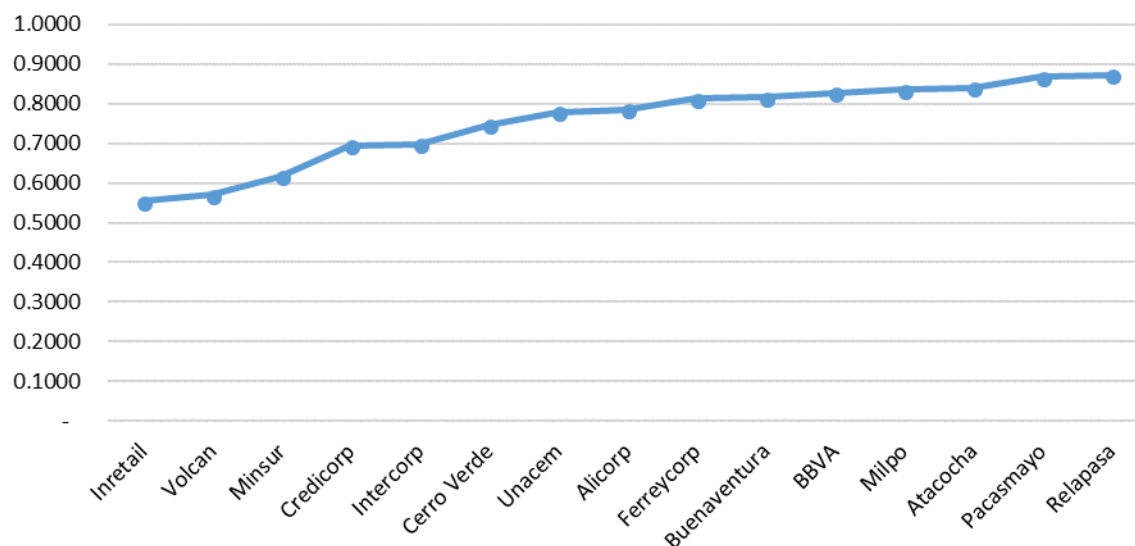


Figura 4. Media de buen gobierno corporativo por empresa.

Tabla 4

Media del Índice de Buen Gobierno Corporativo por Empresa y por Pilar

Pilar	1. Derecho de los accionistas	2. Junta general de accionistas	3. El directorio y la alta gerencia	4. Riesgo y cumplimiento	5. Transparencia de la información	Media
Alicorp	0.8095	0.6492	0.8000	0.9167	0.7500	0.7851
BBVA	0.7143	0.9333	0.8944	0.9278	0.6667	0.8273
Buenaventura	0.7857	0.8413	0.7944	0.7389	0.9167	0.8154
Pacasmayo	0.7143	0.9000	0.9750	1.0000	0.7500	0.8679
Credicorp	0.6667	0.6143	0.8417	0.8500	0.5000	0.6945
Ferreycorp	0.7143	0.9286	0.8806	0.9167	0.6250	0.8130
Inretail	0.8095	0.5905	0.4667	0.5333	0.3750	0.5550
Intercorp	0.8095	0.6063	0.7750	0.5500	0.7500	0.6982
Milpo	0.6667	0.9143	0.8458	1.0000	0.7500	0.8354
Cerro Verde	0.7381	0.9000	0.7625	0.5833	0.7500	0.7468
Unacem	0.8810	0.9000	0.8236	0.9167	0.3750	0.7792
Volcan	0.5238	0.3476	0.6500	0.8333	0.5000	0.5710
Atacocha	0.6667	0.9143	0.8681	1.0000	0.7500	0.8398
Minsur	0.7857	0.4905	0.5208	0.9167	0.3750	0.6177
Relapasa	0.8571	0.9286	0.8333	0.8667	0.8750	0.8721

## 4.2. Valor de las Empresas

En este apartado, se presenta un análisis gráfico entre el Índice de Buen Gobierno Corporativo y los diferentes indicadores que los investigadores han seleccionado para medir el valor de las organizaciones. Estos son los que siguen: (a) costo de capital promedio

ponderado (WACC), (b) precio a ventas o PTS, (c) precio a ganancias o P/E, (d) rendimiento sobre los activos (ROA), (e) retorno sobre el capital invertido (ROIC), (f) rendimiento sobre capital (ROC), (g) ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT), (h) beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA); (i) valor de la empresa (EV), y (j) valor económico agregado (EVA). El análisis se ha desarrollado por empresa y por año, permitiendo ver la evolución de una misma organización a través del tiempo.

**Costo de capital promedio ponderado (WACC).** En la Figura 5, se tiene un análisis bivariado. En el eje X, se ha colocado el promedio de los indicadores que componen el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), y que ya han sido previamente detallados; mientras que en el eje Y está el valor del WACC. Con este gráfico, se logra visualizar la relación entre la variable independiente y este indicador de valor, donde cada color representa a una distinta empresa. En líneas generales, no se logra apreciar una relación que indique que a mayor IBGC se genera un WACC más bajo. El único valor que se sale de la curva es Alicorp para el año 2015, cuando tuvo un costo de capital promedio ponderado superior a 25%.

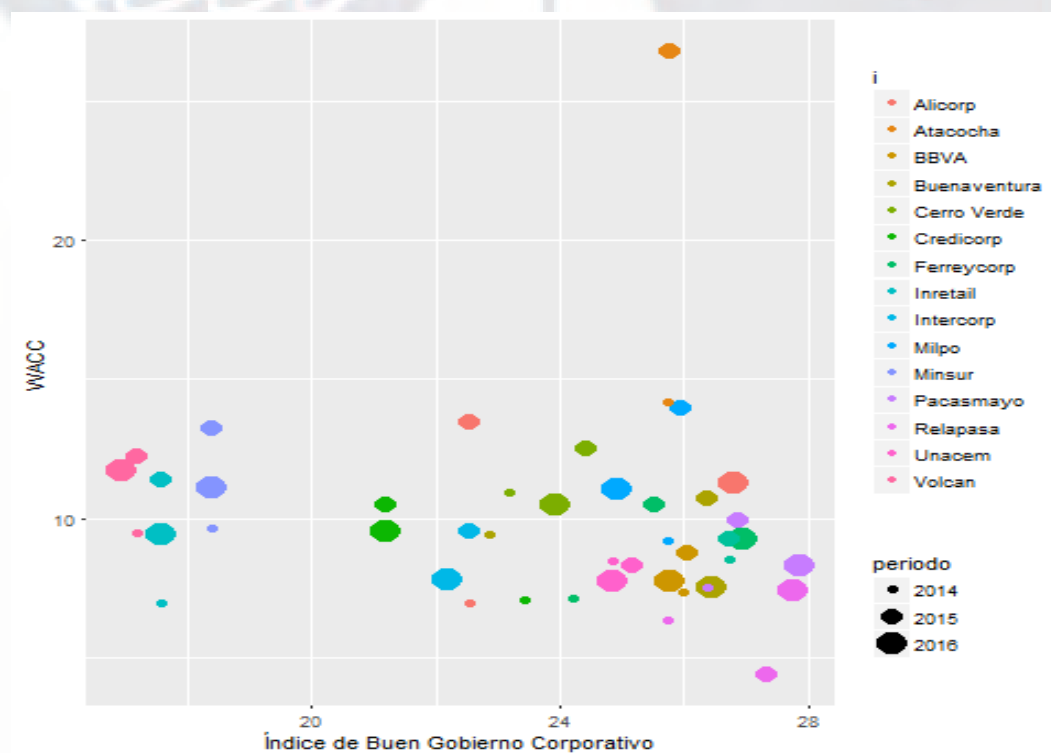


Figura 5. Relación entre el IBGC y el WACC, por año y por empresa.

El análisis anterior se complementa con la Figura 6. Esta contiene la misma información, pero presentada a través de un análisis estadístico que hace posible apreciar la tendencia. Además, muestra que, cuando el IBGC tiene un valor entre 23.5 y 24.5, el costo de capital se incrementa; para luego de 24.5 bajar drásticamente.

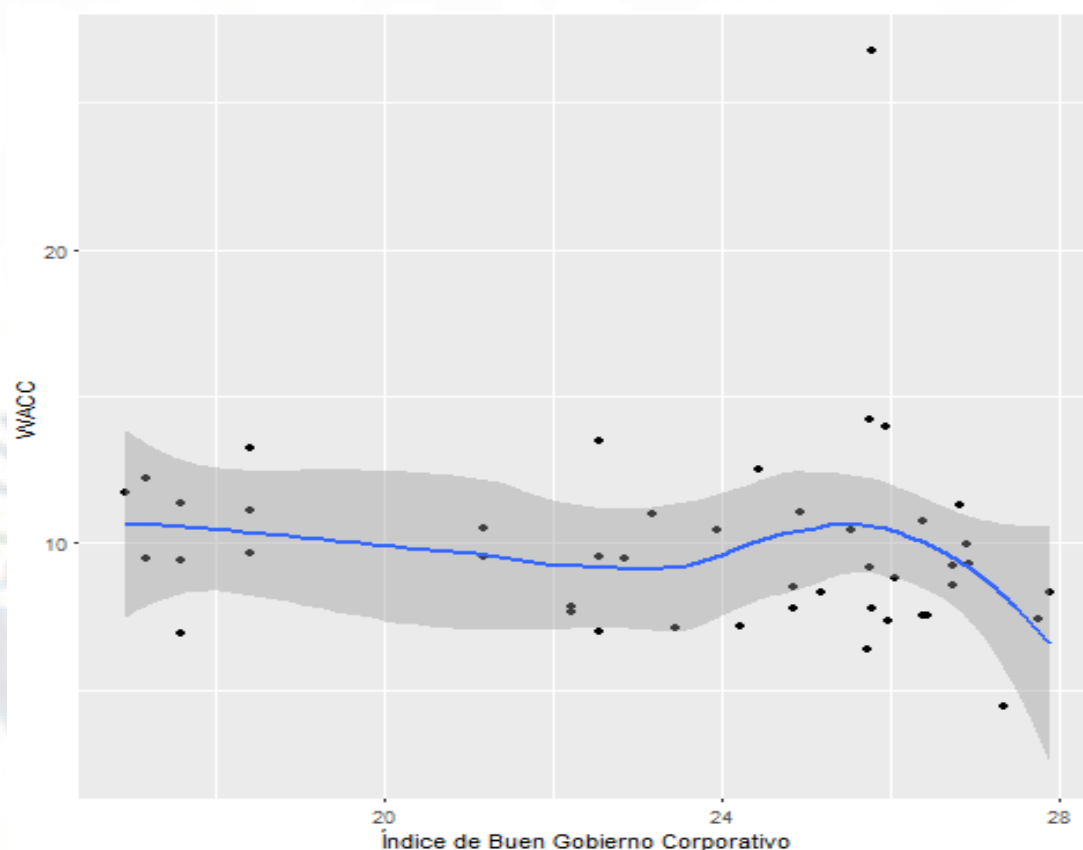


Figura 6. Tendencia en la relación entre el IBGC y el WACC.

Igualmente, la Figura 7 permite apreciar la relación entre el IBGC como variable independiente (eje X) y el WACC como dependiente (eje Y), pero agrupando a las empresas por sector económico. Lo principal es que se observa que las empresas que están dentro de un mismo sector tienen una tasa de costo de capital promedio ponderado muy similar, la cual en el sector financiero se ha incrementado; mientras que en el industrial se redujo en 2016. En cambio, no se puede ver un comportamiento claro o único entorno a la relación entre las dos variables analizadas. Seguidamente, en la Figura 8, se hace un análisis de tendencia por sector, el cual no arroja un resultado concluyente.

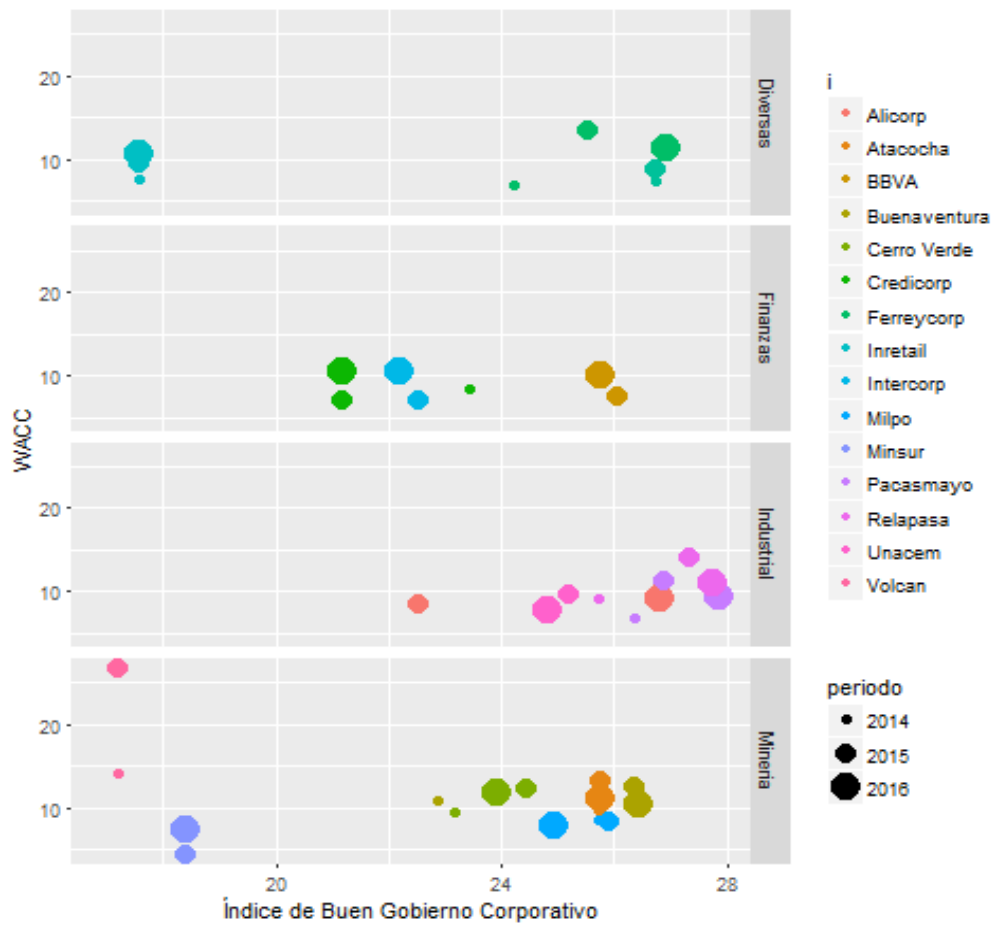


Figura 7. Relación entre el IBGC y el WACC por sector económico.

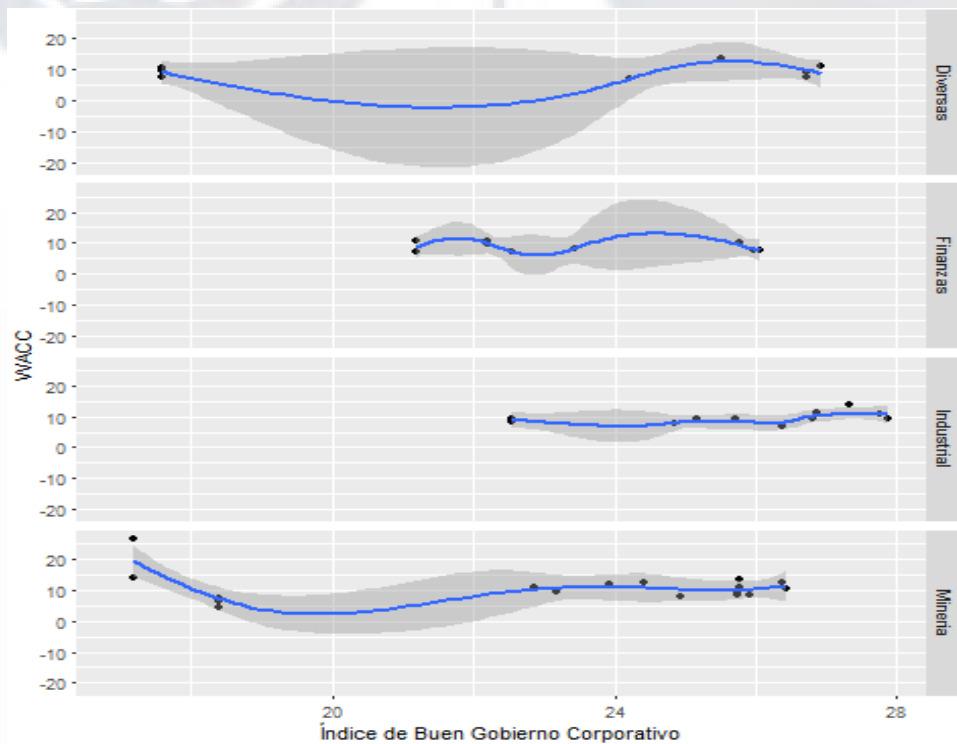


Figura 8. Tendencia en la relación entre el IBGC y el WACC por sector económico.

Al analizar la relación entre el IBGC y el WACC por año que se presenta en la Figura 9, se aprecia que el costo de capital se mantiene entre 5% y 15%, con una excepción en el año 2016. En contraste, en torno al IBGC, no se ven variaciones importante antes a lo largo de los tres años. Por el contrario, mediante el análisis presentado en la Figura 10, se observa que, en 2016, hay una tendencia clara, y que aquellas empresas con un IBGC entre 19 y 23 tienen costos de capital más elevados. Asimismo, a mayor IBGC, los costos se reducen, haciéndose estables a lo largo del período analizado.

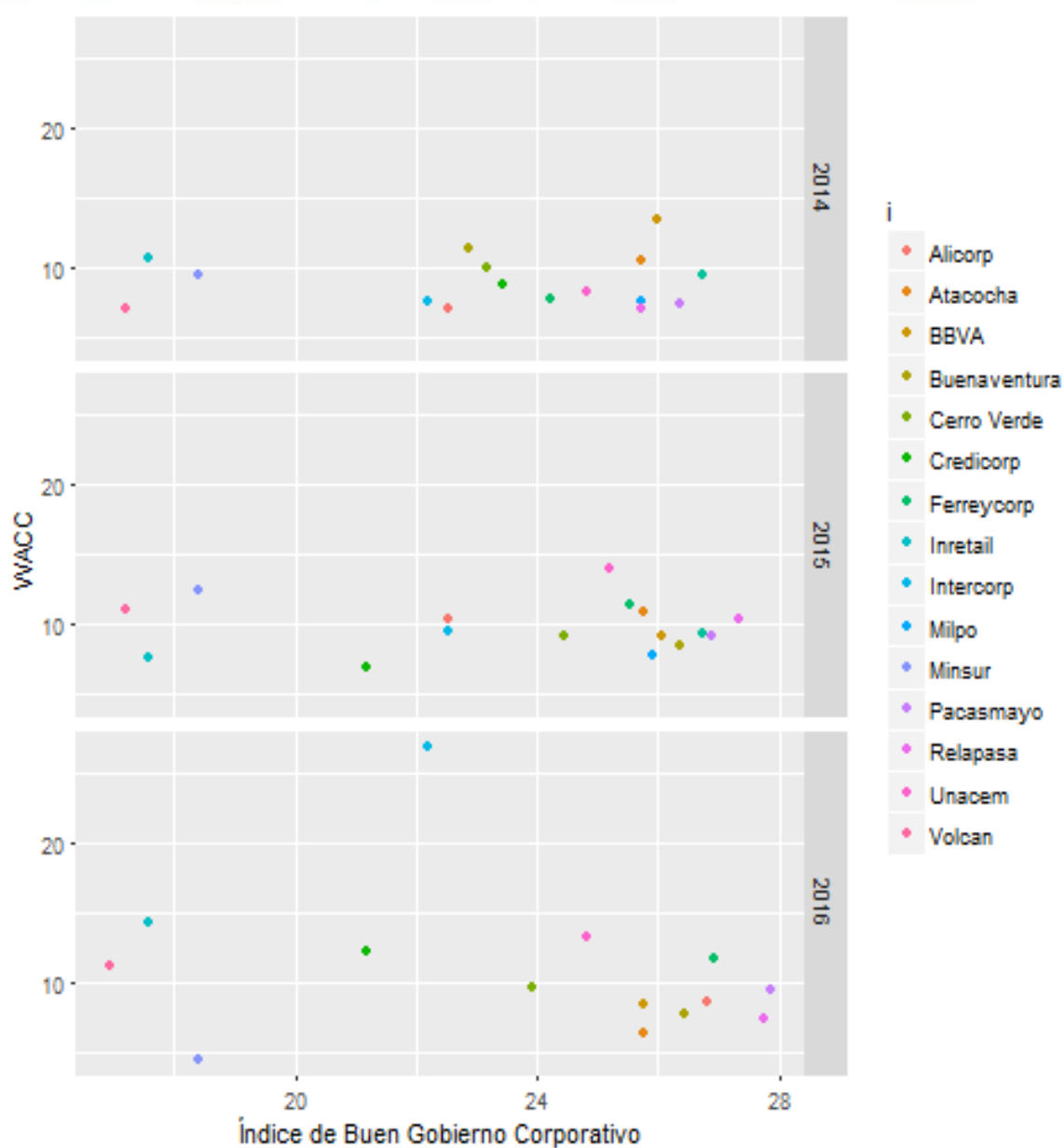


Figura 9. Relación entre el IBGC y el WACC por año.

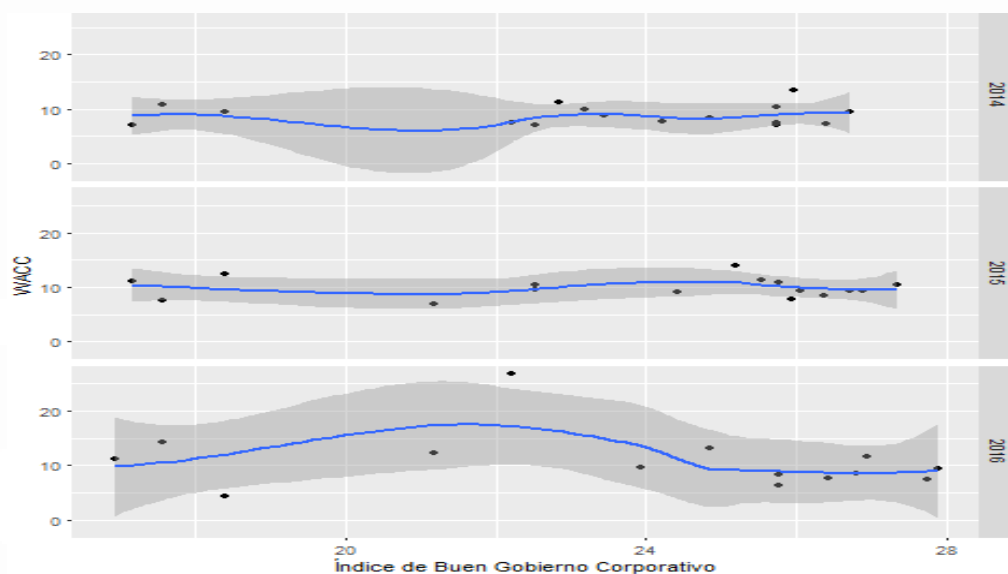


Figura 10. Tendencia en la relación entre el IBGC y el WACC por año.

Ahora bien, en la Figura 11, se combina el análisis por sector económico y por año, para ver la relación entre el IBGC y el WACC, encontrándose que no existen diferencias notorias. En la mayoría de los sectores económicos, y por año, se observan líneas rectas como tendencia, lo que evidencia que el IBGC no influye en el costo de capital promedio ponderado. Esto se da con excepción de la minería, donde las empresas con alto IBGC vieron elevarse su WACC en el año 2015, para luego disminuir en 2016 (ver Figura 12).

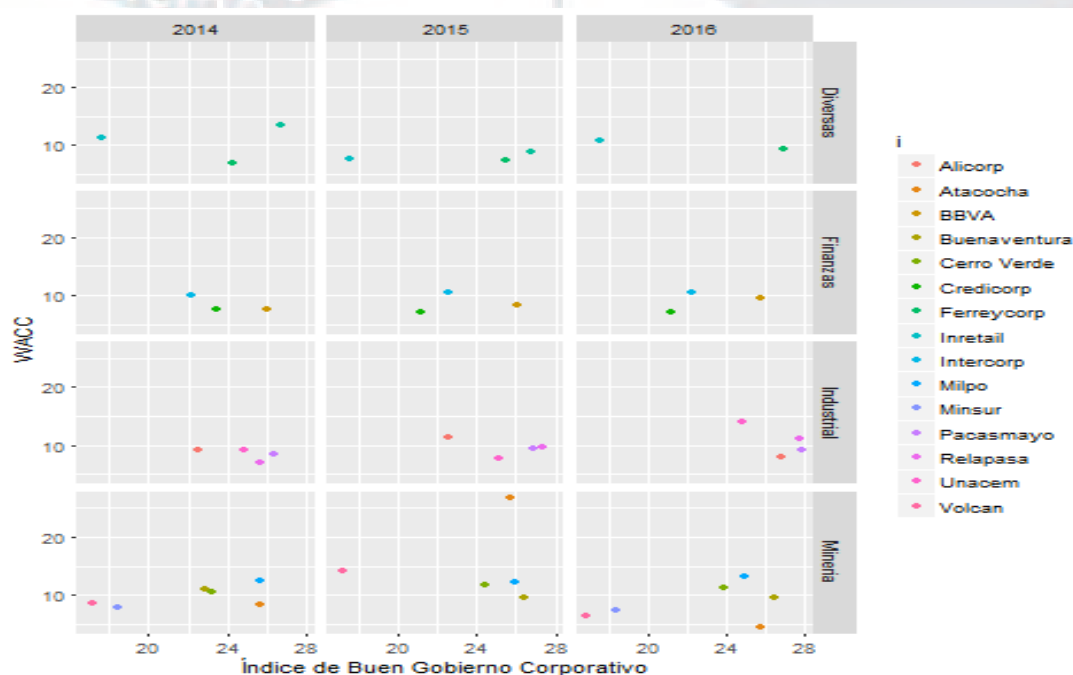


Figura 11. Relación entre el IBGC y el WACC, por año y por sector económico.

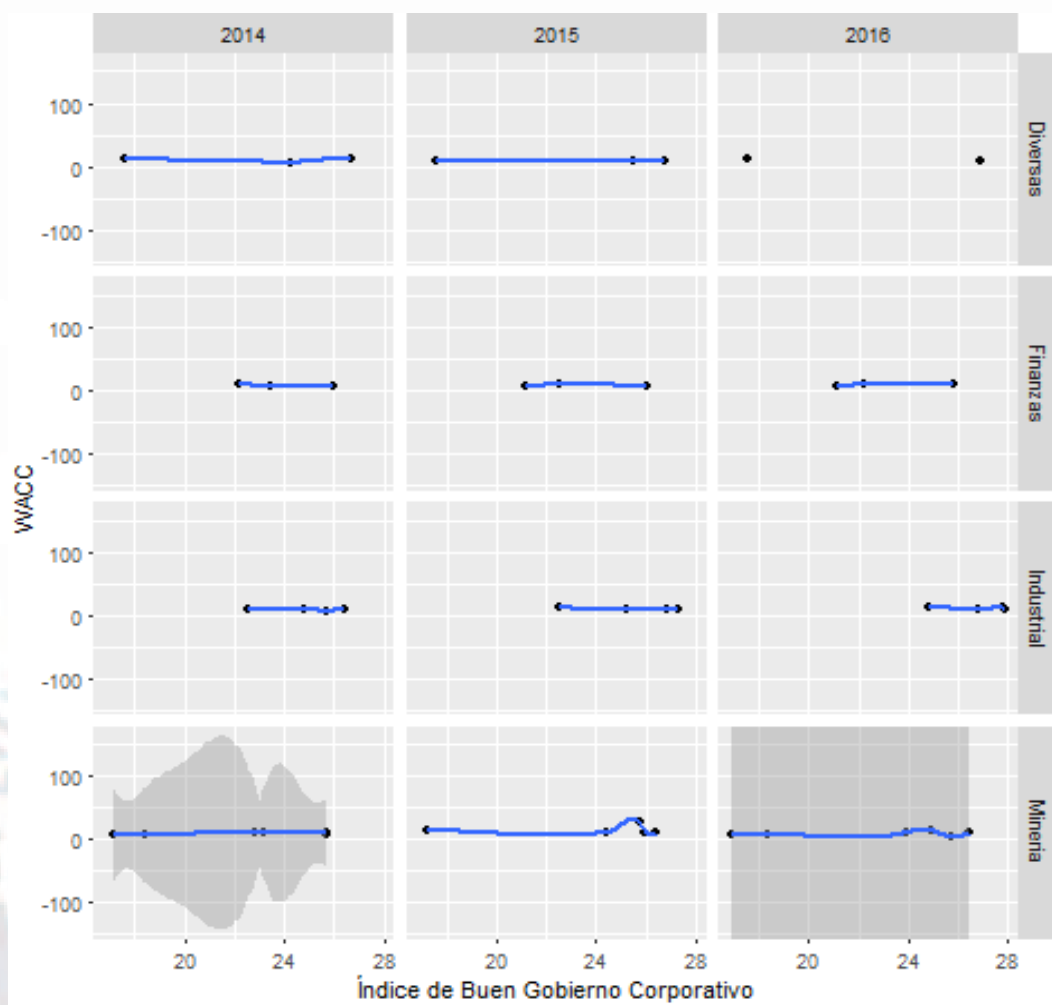


Figura 12. Tendencia en la relación entre el IBGC y el WACC, por año y por sector económico.

**Precio a ventas (PTS).** El análisis bivariado del IBGC versus el indicador Precio a Ventas (PTS) se presenta en la Figura 13. Se aprecia que, en el eje X, se ha colocado al IBGC como variable independiente y, en el eje Y, la dependiente es el PTS. Debe indicarse que el PTS se refiere al precio promedio de mercado de la acción en un periodo dado del tiempo, dividido para el ingreso por acción durante el mismo periodo. Los datos permiten observar que, a mayor IBGC, el precio a ventas se reduce. Esta información se confirma en la Figura 14, donde claramente se aprecia que a partir de un IBGC de 24 hay una reducción en el precio a ventas. Por otro lado, en torno al valor 24, la empresa Cerro Verde tiene alto precio, constituyéndose en la única que se sale del conjunto de datos.

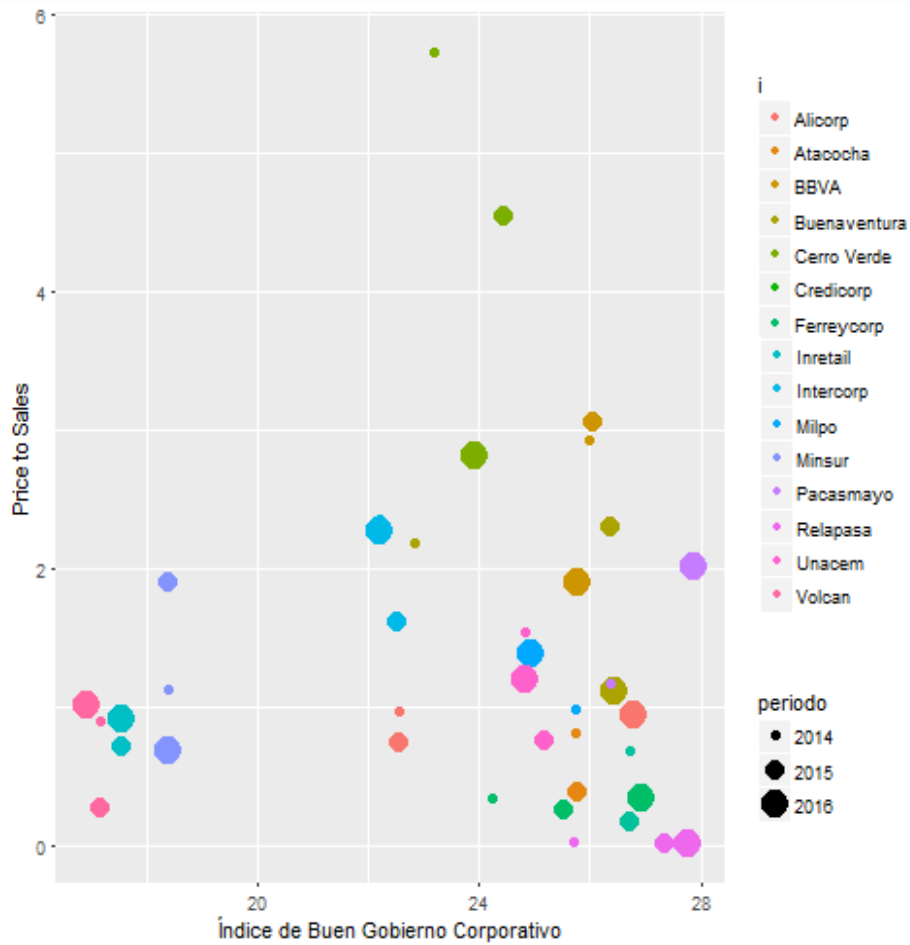


Figura 13. Relación entre el IBGC y el PTS, por año y por empresa.

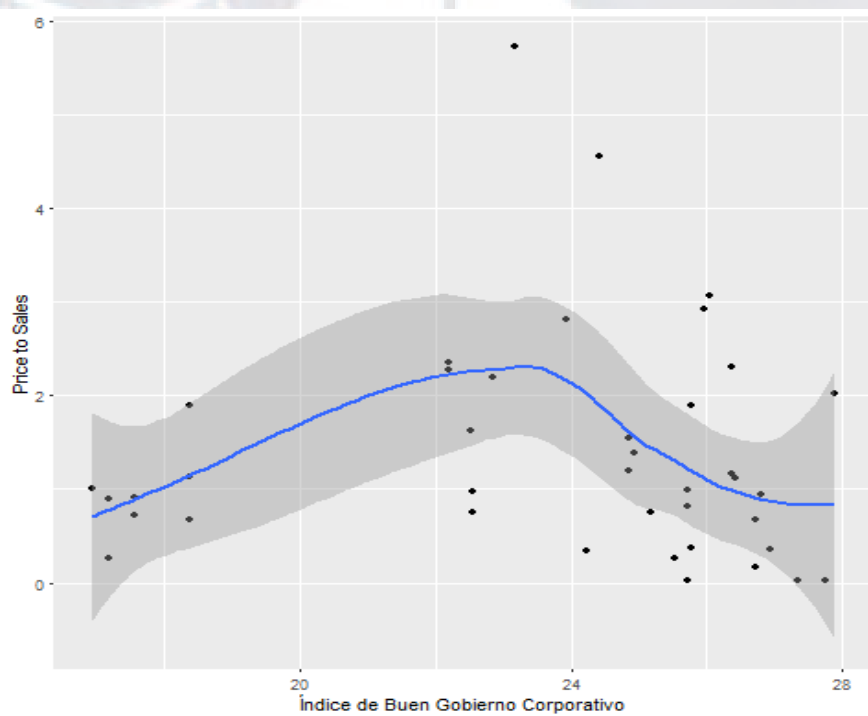


Figura 14. Tendencia en la relación entre el IBGC y el PTS.



En la Figura 15, se aprecia la relación entre el IBGC como variable independiente (eje X) y el precio a ventas como dependiente (eje Y), pero agrupando a las empresas por sector económico. En el sector industrial, es evidente que, a mayor IBGC, menor es el precio a ventas; contrario a lo que ocurre en las organizaciones dedicadas a la actividad minera. En este grupo de empresas, el precio a ventas se optimiza cuando el IBGC se sitúa entre 19 y 23, mientras que, en el sector industrial y financiero, esto se da alrededor de un IBGC de 24 (ver Figura 16). En cambio, el grupo de empresas clasificadas como diversas no mostraron relación alguna entre las dos variables.

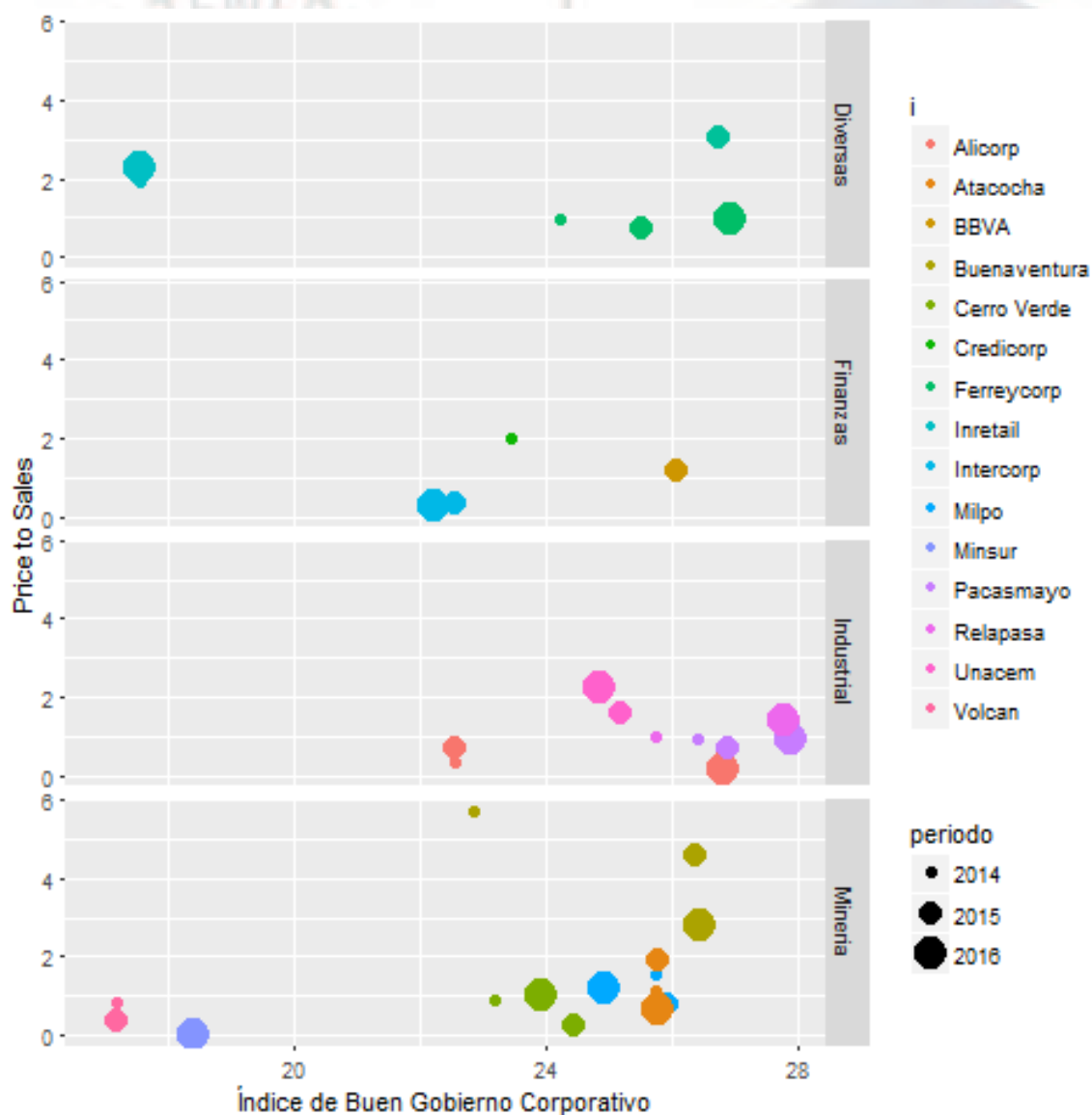


Figura 15. Relación entre el IBGC y el PTS por sector económico.

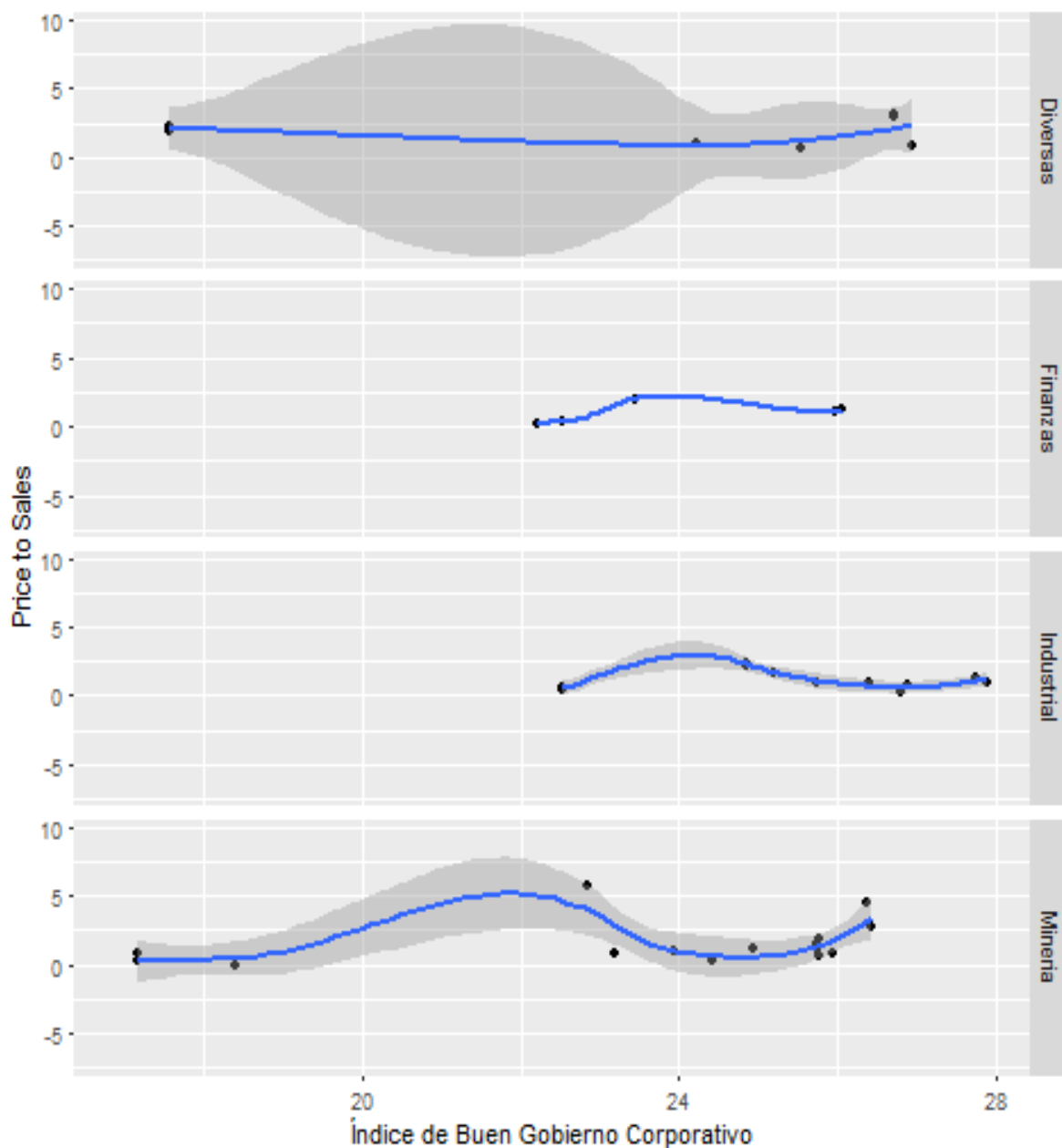


Figura 16. Tendencia en la relación entre el IBGC y el PTS por sector económico.

Por otra parte, al analizar la relación entre el IBGC y el precio a ventas por año, que se presenta en la Figura 17, se observa que para el año 2016, los valores del ratio precio a ventas disminuyeron considerablemente con respecto a los dos años previos. Así, se situaron entre 0 y 2 principalmente; aunque antes habían alcanzado más del doble. Además, se evidencia que este hecho no guarda relación alguna con el IBGC, sino que debe ser consecuencia de la variación en otras variables no consideradas dentro de esta investigación.

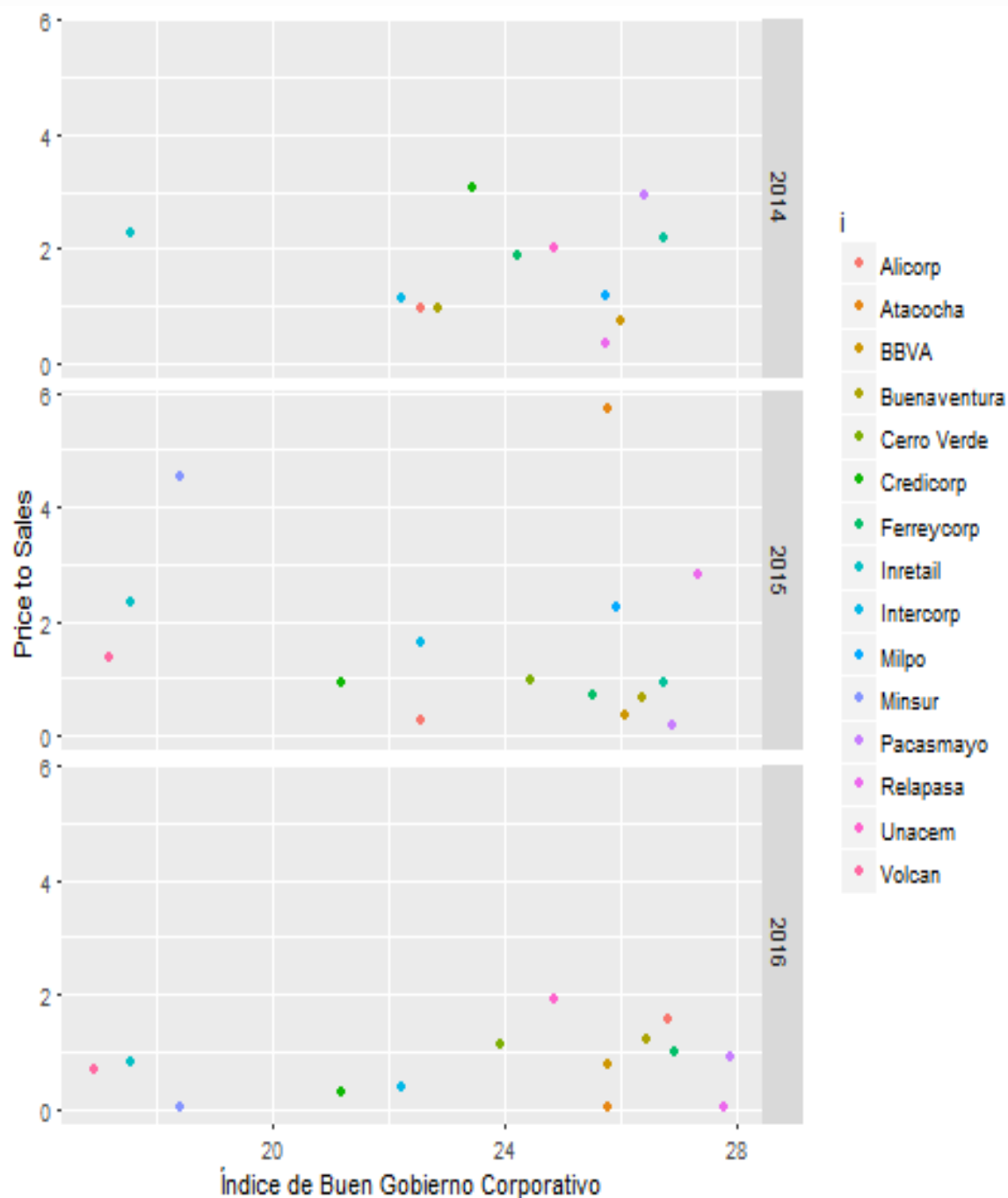


Figura 17. Relación entre el IBGC y el PTS por año.

Asimismo, al revisar las tendencias anuales que se presentan en la Figura 18, se observa que, en el año 2016, la línea tiene forma recta, lo que confirma la afirmación anterior de que la reducción en el índice precio a ventas no se debe a variaciones en el IBGC. En cambio, para los años 2014 y 2015, se aprecian variaciones en las curvas, pero no se crea una tendencia clara que implique una relación directa entre las dos variables estudiadas.

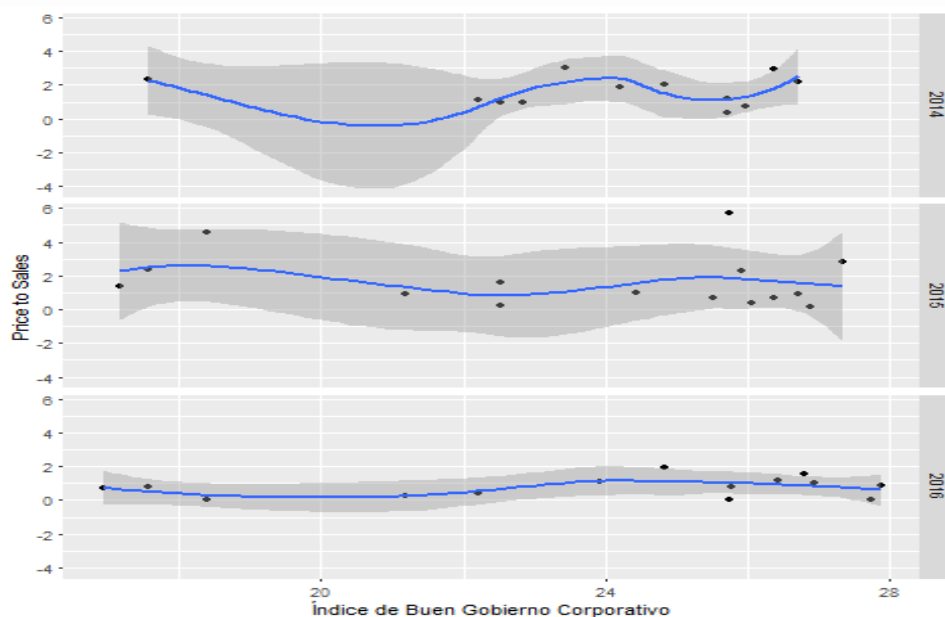


Figura 18. Tendencia en la relación entre el IBGC y el PTS por año.

Finalmente, al combinar el análisis por sector económico y por año, se aprecia que no hay relación entre el IBGC y el ratio precio a ventas (Figura 19). En la mayoría de los sectores económicos, y por año, se observan líneas rectas como tendencia, lo cual se presenta en la Figura 20, en la que se indica que el IBGC no influye en la variable dependiente, que en este caso es el precio a ventas.

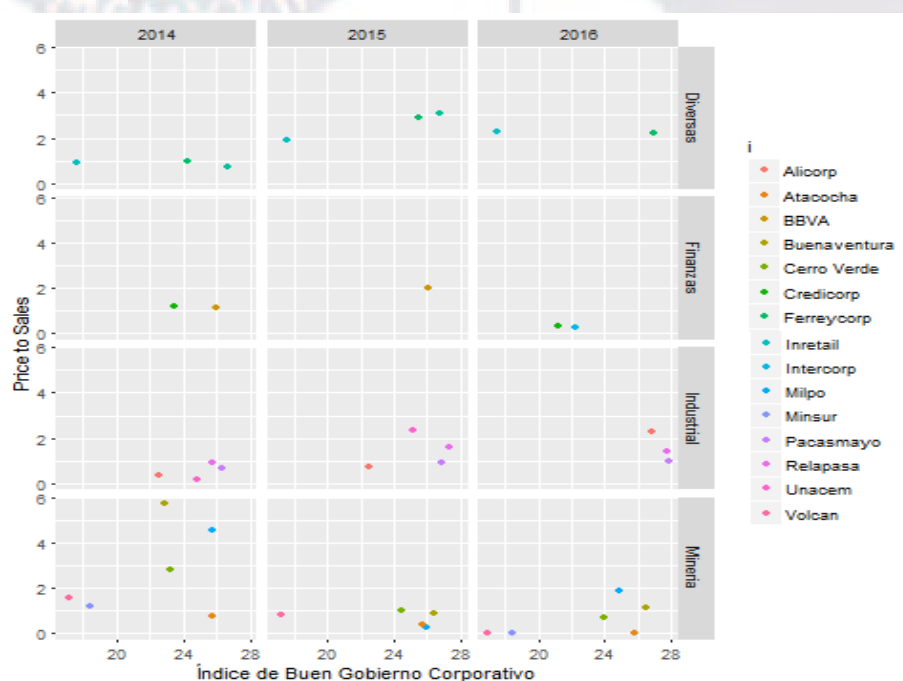


Figura 19. Relación entre el IBGC y el PTS por año y por sector económico.

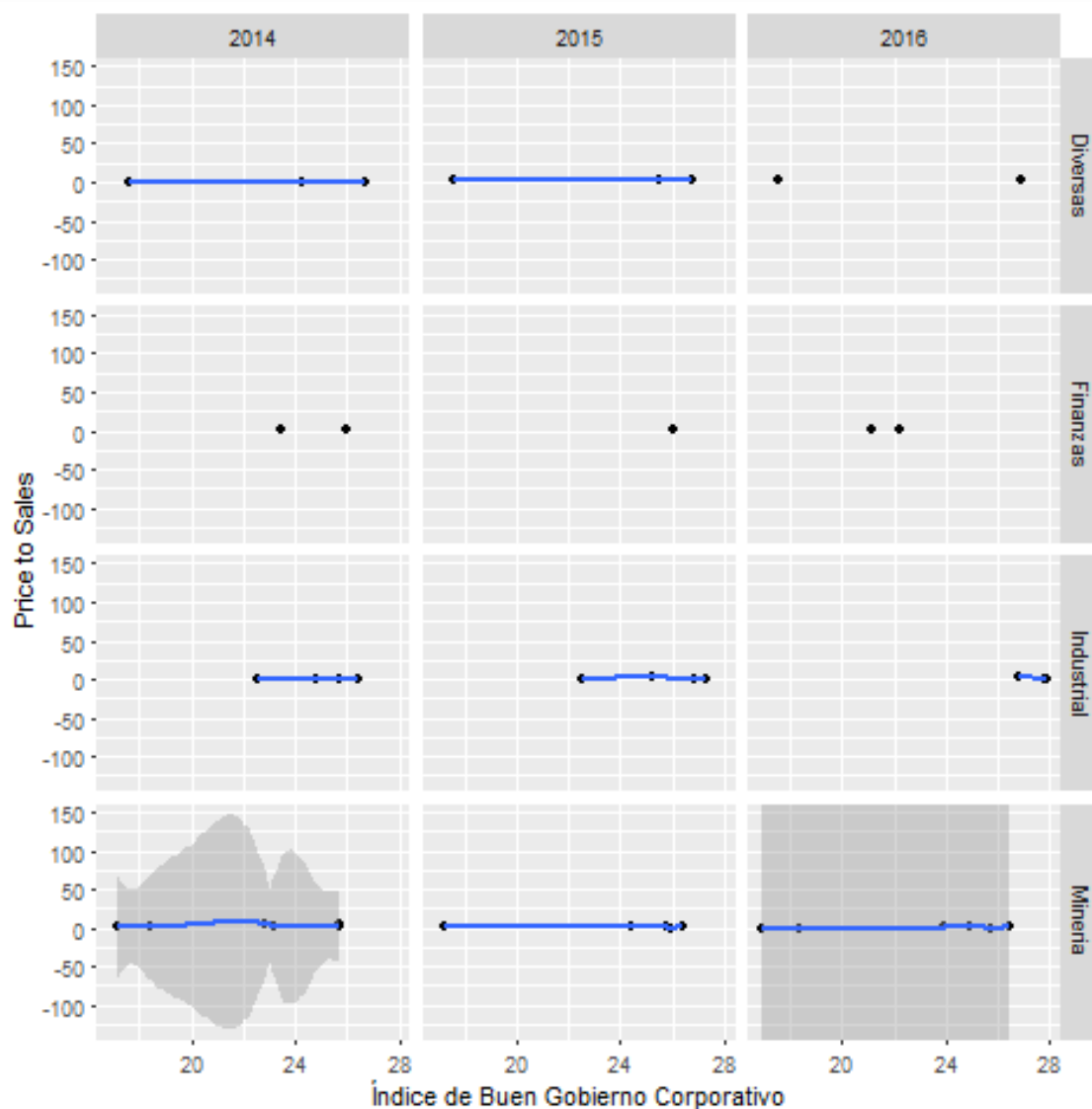


Figura 20. Tendencia en la relación entre el IBGC y el PTS por año y por sector económico.

**Precio a ganancias o P/E.** Este indicador es una herramienta que los inversionistas usan para seleccionar las acciones en las cuales invertirán, y se calcula dividiendo el precio de mercado entre las ganancias por acción. La Figura 21 corresponde a un gráfico de análisis bivariado, donde en el eje X se ha colocado a la variable independiente, índice de buen gobierno corporativo (IBCG). En el eje Y, está el indicador precio a ganancias (P/E). Al respecto, se aprecia que no hay una relación entre estas dos variables. Asimismo, en el año 2015, la relación precio a ganancias de Cerro Verde y Volcan se elevó de manera importante; sin que pueda ser atribuible a una variación en el IBGC.

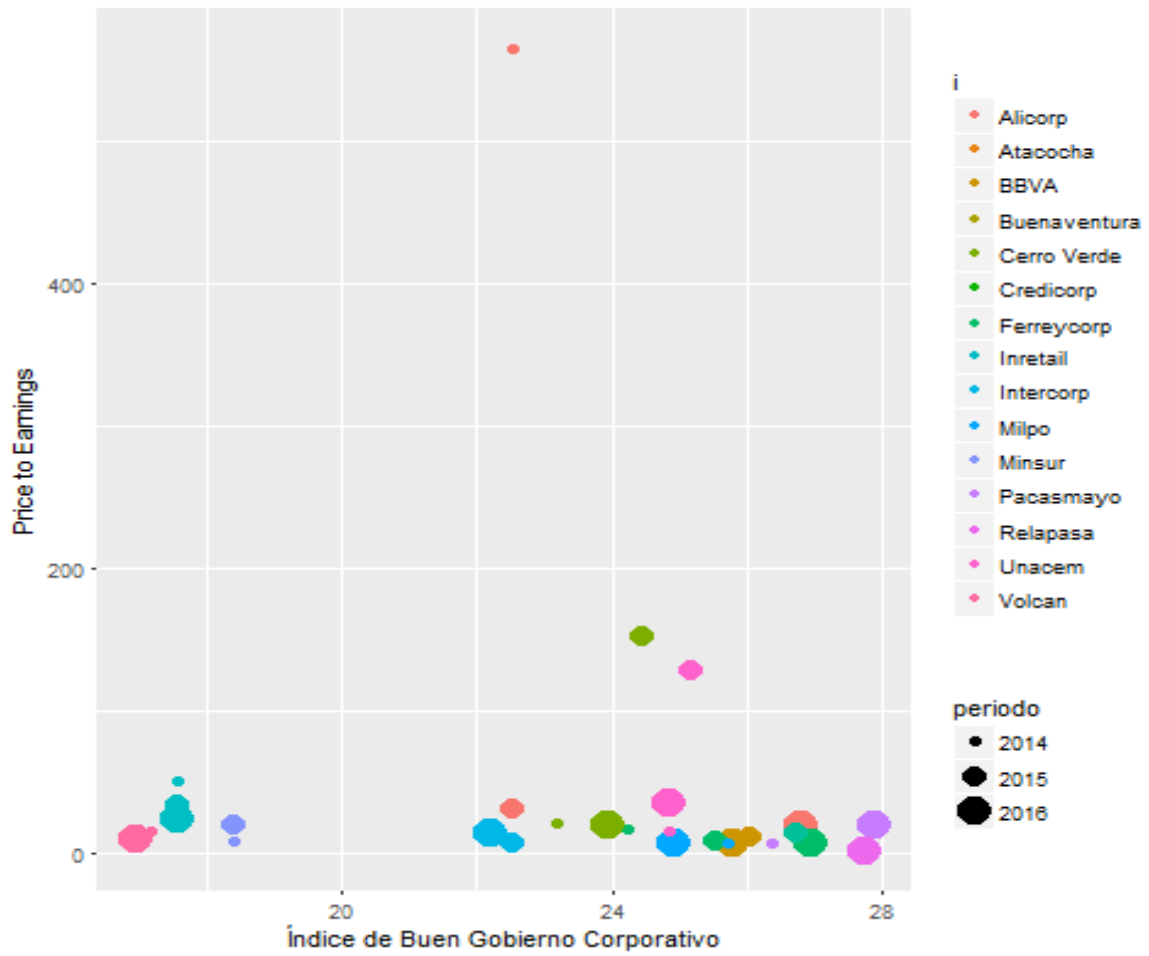


Figura 21. Relación entre el IBGC y el precio a ganancias (P/E), por año y por empresa.

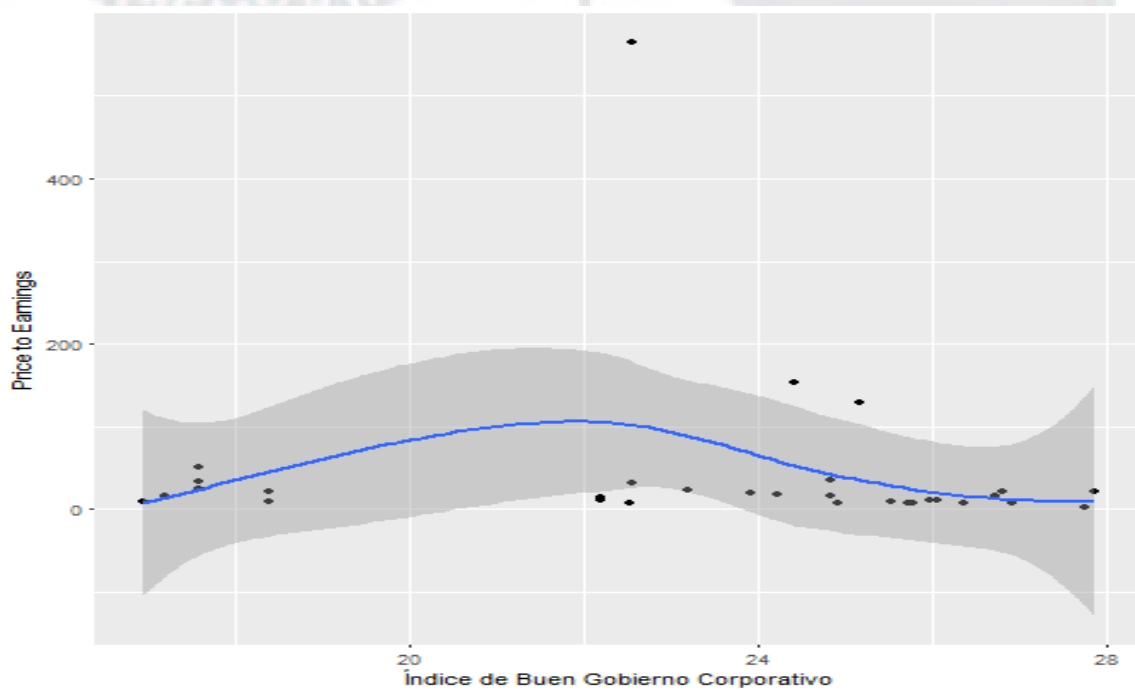


Figura 22. Tendencia en la relación entre el IBGC y el P/E.

La Figura 22 contiene la misma información que la Figura 20, solo que con un análisis estadístico. Ello permite ver tendencias en la relación entre las dos variables mencionadas. Los resultados indican que, en la medida en que se incrementa el IBGC, la relación de precio a ganancias en las acciones disminuye.

Al dividir a las empresas en sectores económicos, se ha construido la Figura 23, donde se ve que en ninguno de los cuatro grupos analizados existe una relación clara o directa entre el IBGC y el ratio precio a ganancias. Esto se confirma en la Figura 24, donde únicamente dentro de las empresas diversas se ve una curva. Sin embargo, esta no es directamente atribuible al comportamiento de la variable independiente.

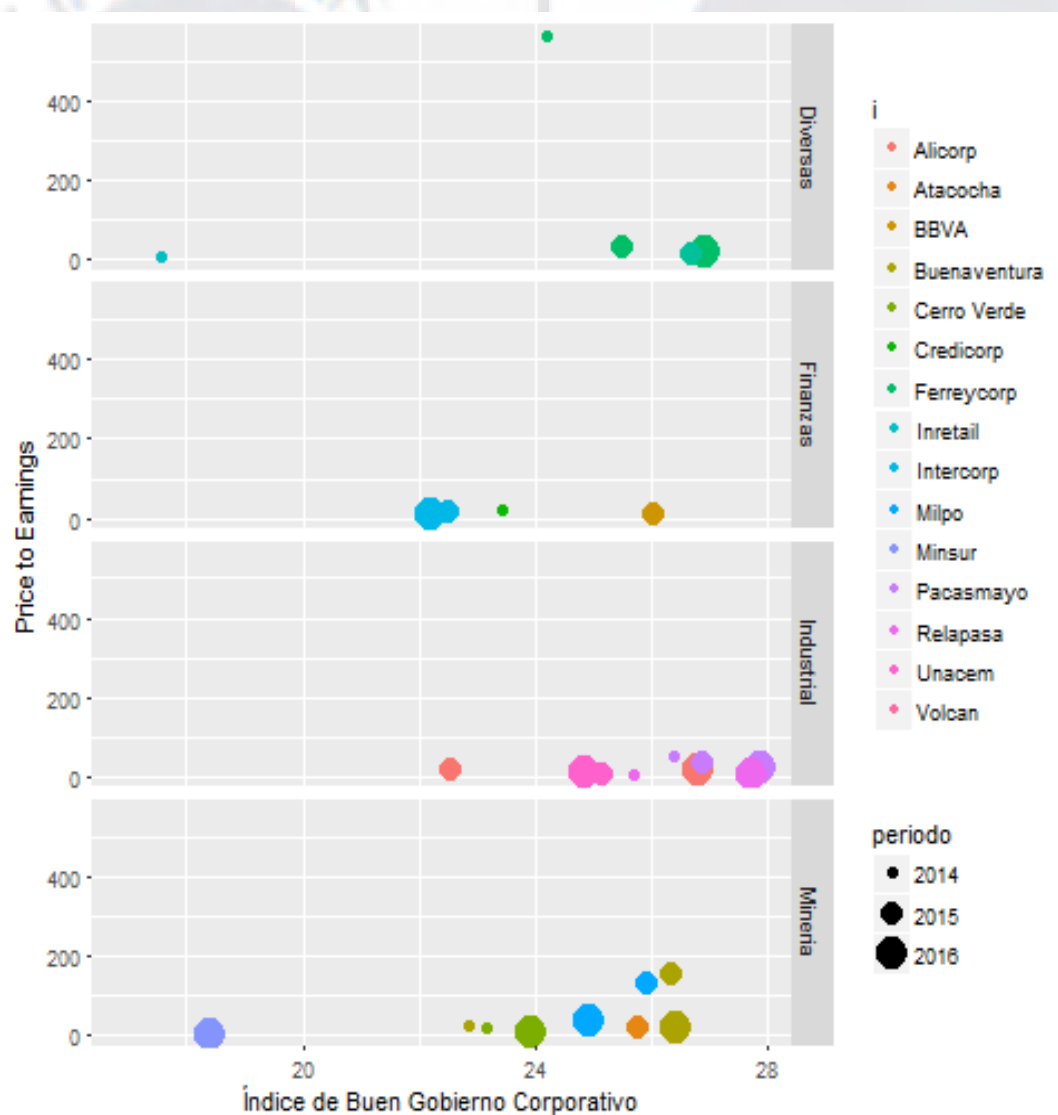


Figura 23. Relación entre el IBGC y el P/E por sector económico.

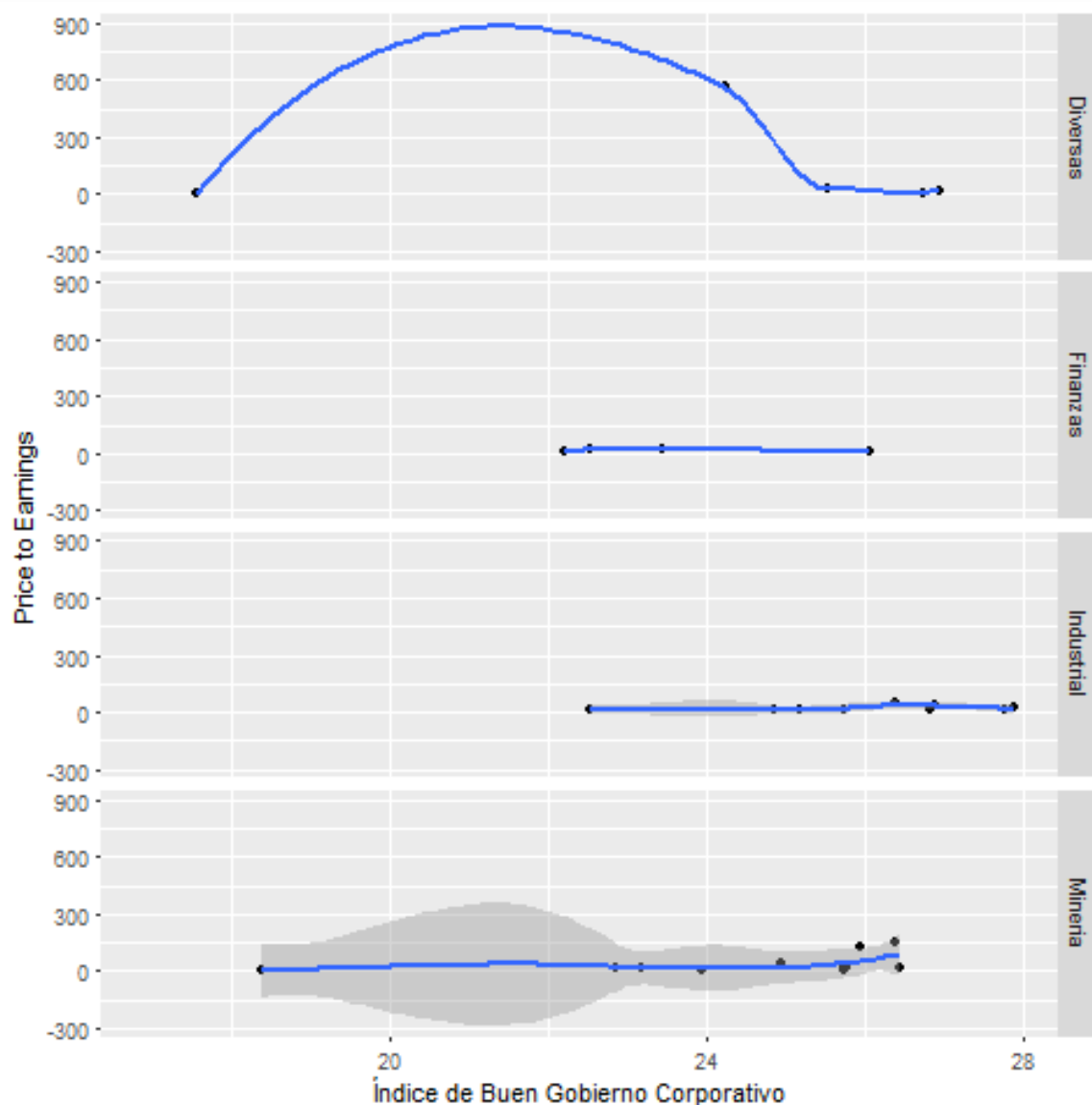


Figura 24. Tendencia en la relación entre el IBGC y el P/E, por sector económico.

Para preparar la Figura 25, los datos se han organizado en torno a los tres años que tiene el periodo 2014-2016. En cuanto a ese aspecto, se observa que no hay variaciones significativas entre los tres grupos. Igualmente, en la Figura 26, se aprecia que la relación entre las dos variables dibuja una línea recta, indicando que no hay relación directa. Solamente, en el año 2014, se evidencia una tendencia decreciente en la medida que aumenta el IBGC, que no es suficiente para afirmar una relación; por lo que más adelante se considerarán otras pruebas estadísticas.



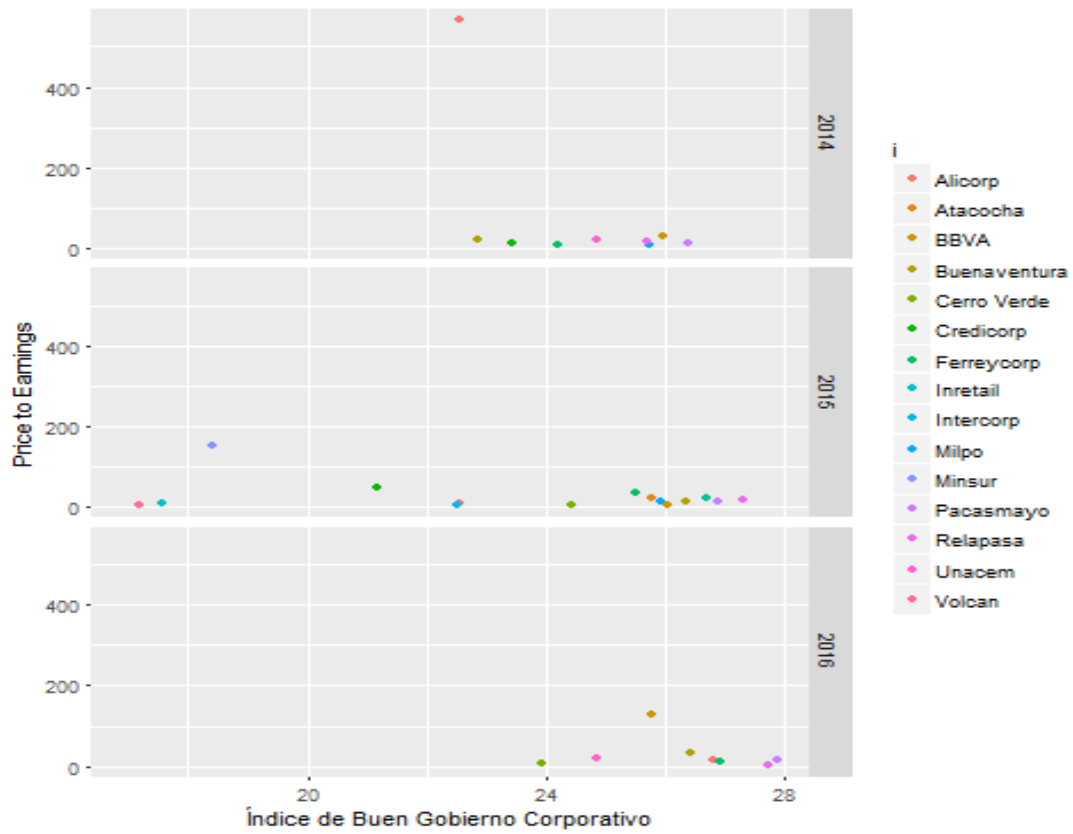


Figura 25. Relación entre el IBGC y el P/E por año.

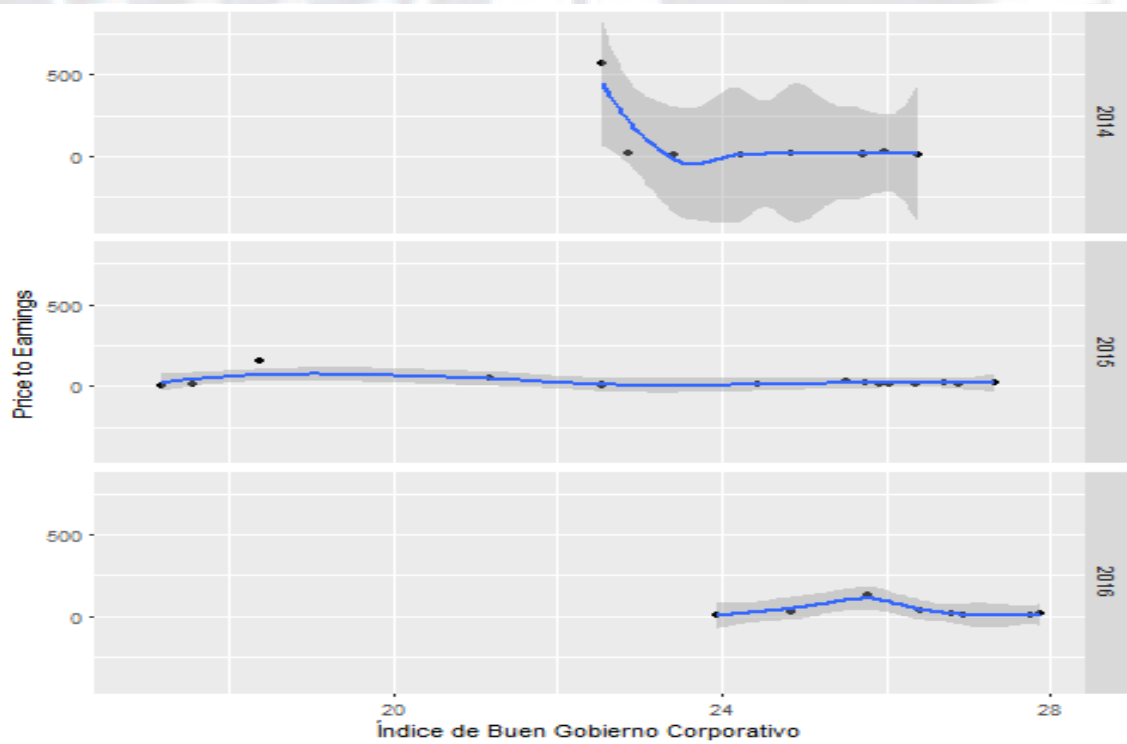


Figura 26 Tendencia en la relación entre el IBGC y el P/E por año.

Por otra parte, la Figura 27 es una mezcla de los análisis anteriores, separando a las empresas en grupos por sector económico y por año simultáneamente. En general, no se observa relación alguna entre el IBGC y el precio a ganancias (P/E), al producirse líneas rectas de tendencia como se ve en la Figura 28. El año en que se observa mayor dispersión de los datos, en torno a la curva de tendencia trazada, es el 2014; específicamente dentro del sector minero, donde las dos empresas con mayor IBGC lograron obtener una mejor relación en el precio a ganancias de la acción.

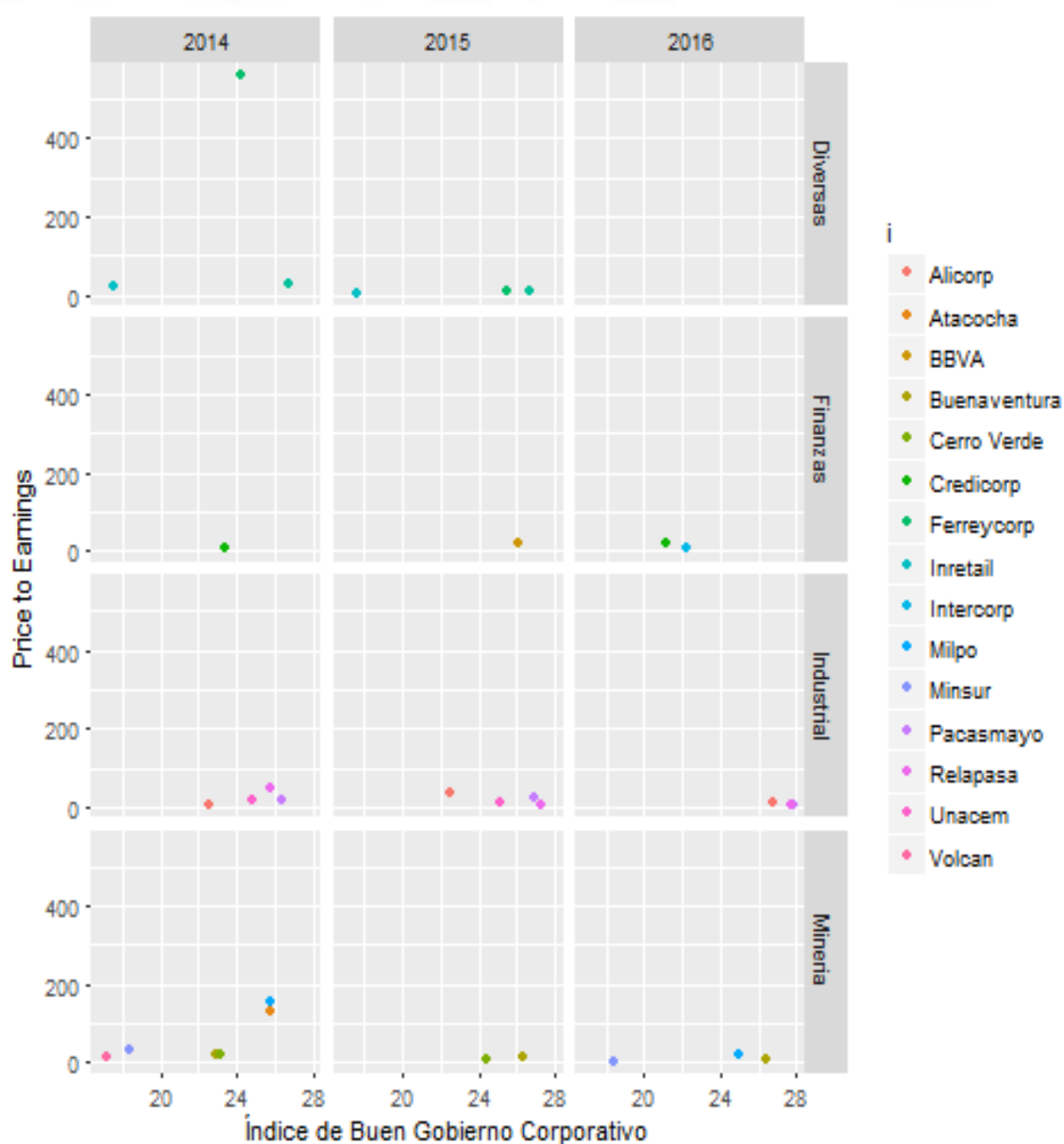


Figura 27. Relación entre el IBGC y el P/E, por año y por sector económico.

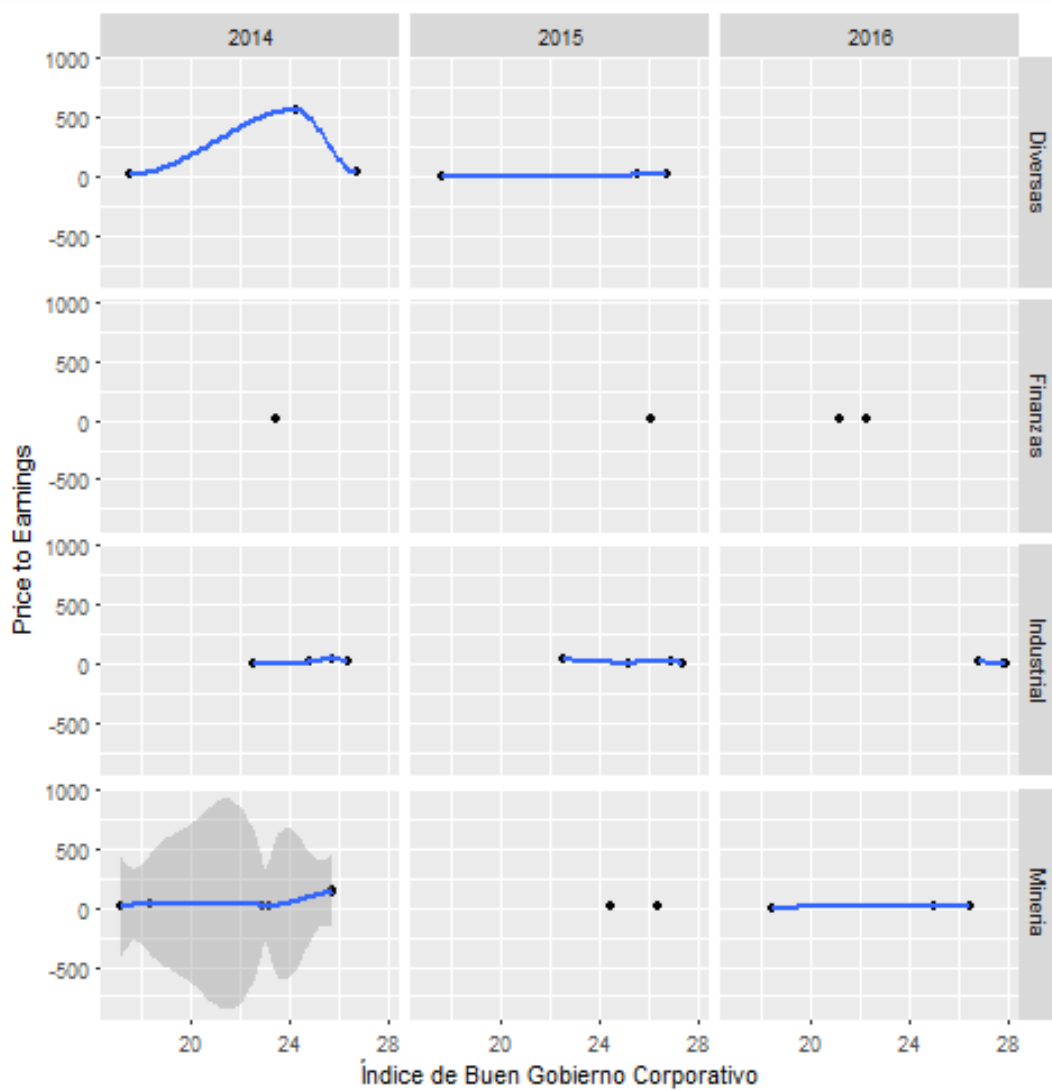


Figura 28. Tendencia en la relación entre el IBGC y el P/E, por año y por sector económico.

**Rendimiento sobre los activos (ROA).** En la Figura 29, se tiene un análisis bivariado. En el eje X, se ha colocado el promedio de los indicadores que componen el índice de buen gobierno corporativo, y que ya han sido previamente detallados; mientras que en el eje Y está el valor del índice de rotación sobre los activos o ROA por sus siglas en inglés (*return over assets*). Con este gráfico, se logra visualizar la relación entre la variable independiente y este indicador de valor, donde cada color representa a una distinta empresa. En líneas generales, no se logra apreciar una relación que indique que a mayor IBGC se genera un ROA más alto. Sin embargo, sí se aprecia que los valores de varias empresas se dispersan del conjunto, siendo este el caso de Minsur, Volcan, entre otras.

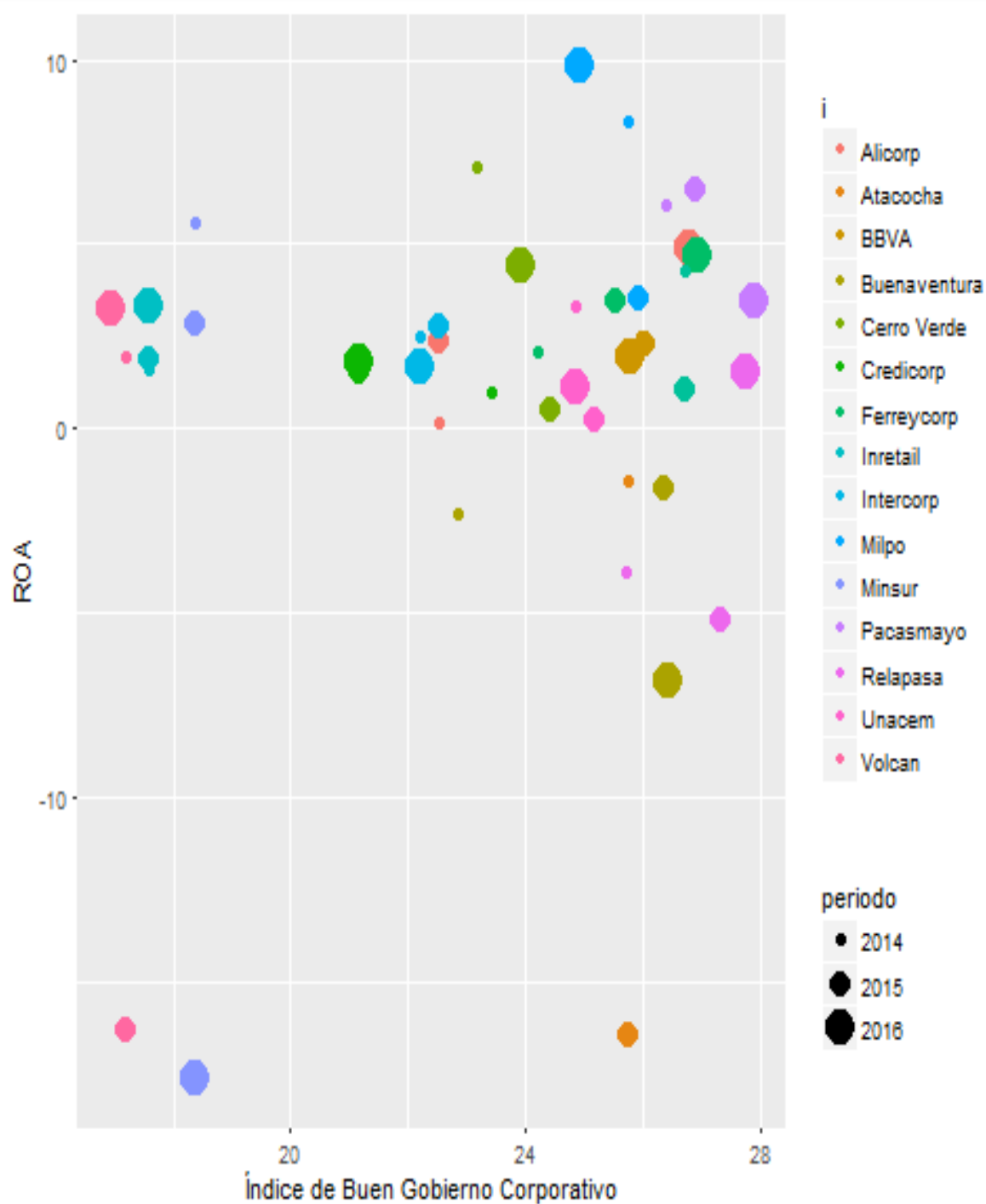


Figura 29. Relación entre el IBGC y el ROA, por año y por empresa.

El análisis anterior se complementa con la Figura 30, la cual contiene la misma información; es decir, los valores del IBGC y del ROA. En este caso, dichos valores se presentan a través de un análisis estadístico que permite ver la tendencia. Se muestra que cuando el IBGC tiene un valor hasta 24, en la medida en que crece, también aumenta el ROA; mientras que a partir de 24 la tendencia se revierte.

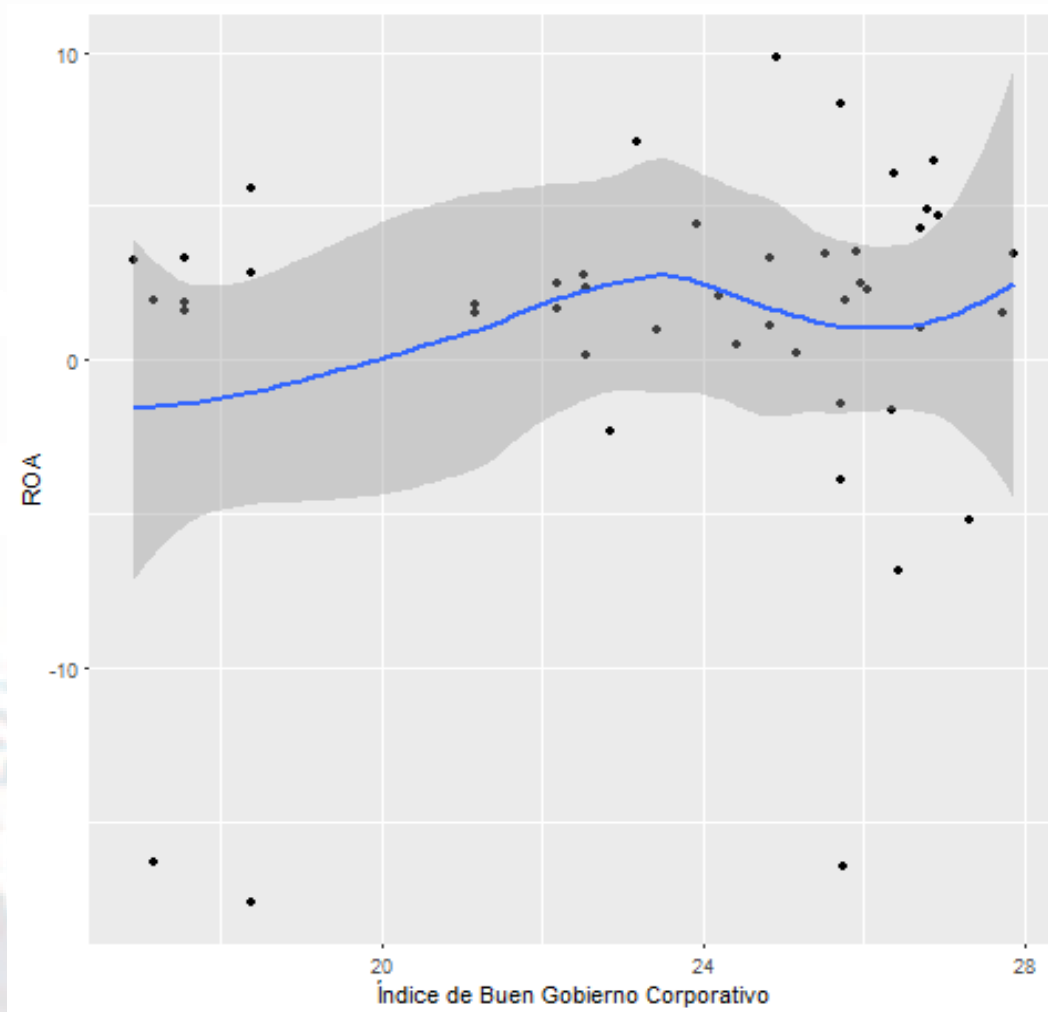


Figura 30 Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROA.

La Figura 31 permite apreciar la relación entre el IBGC como variable independiente (eje X) y el ROA como dependiente (eje Y), pero agrupando a las empresas por sector económico. Lo principal es que se observa que las empresas que están dentro de un mismo sector tienen un ROA similar, como es el caso del sector financiero y el industrial; incluso, cuando esto no se mantiene para las empresas dedicadas a la minería, donde hay mucha mayor dispersión en los valores del ROA. Seguidamente, en la Figura 32, se hace un análisis de tendencia por sector, el cual no arroja un resultado concluyente. Sin embargo, confirma que dentro de las empresas mineras analizadas, cuando el IBGC crece, su ROA también aumenta. Esto es únicamente hasta el IBGC igual a 23, para luego revertir este comportamiento.

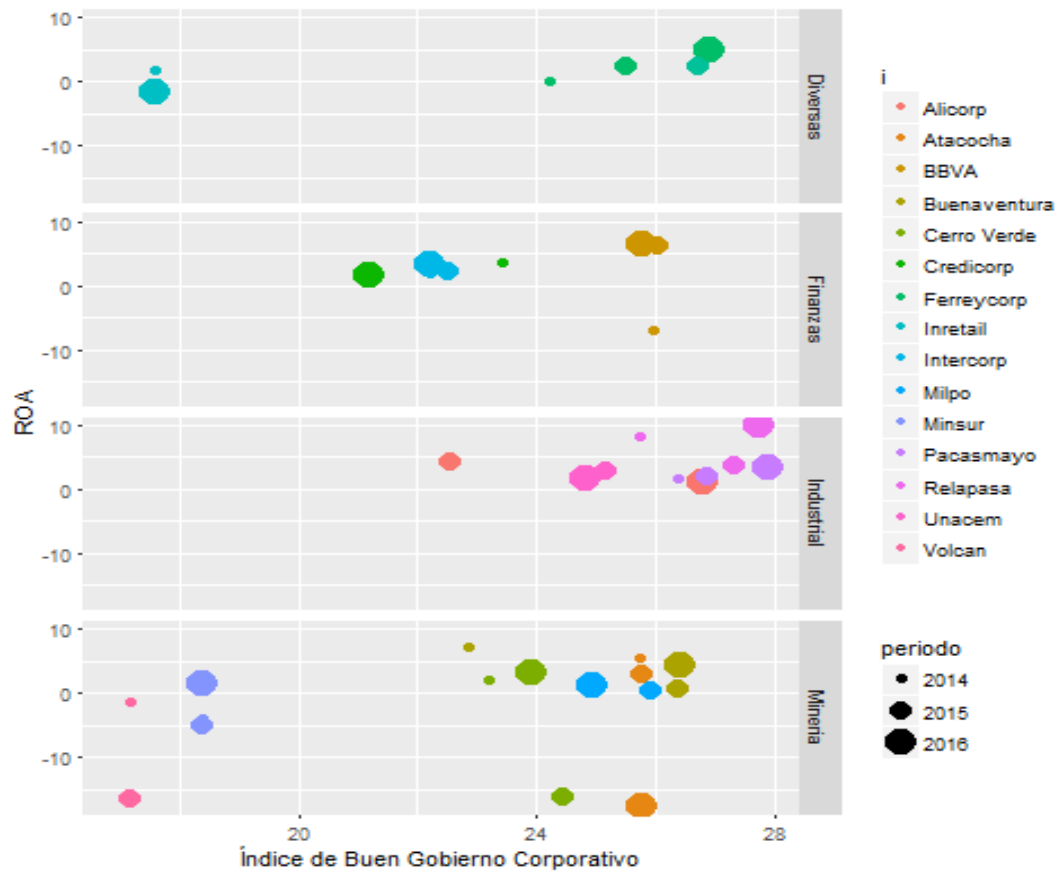


Figura 31. Relación entre el IBGC y el ROA por sector económico.

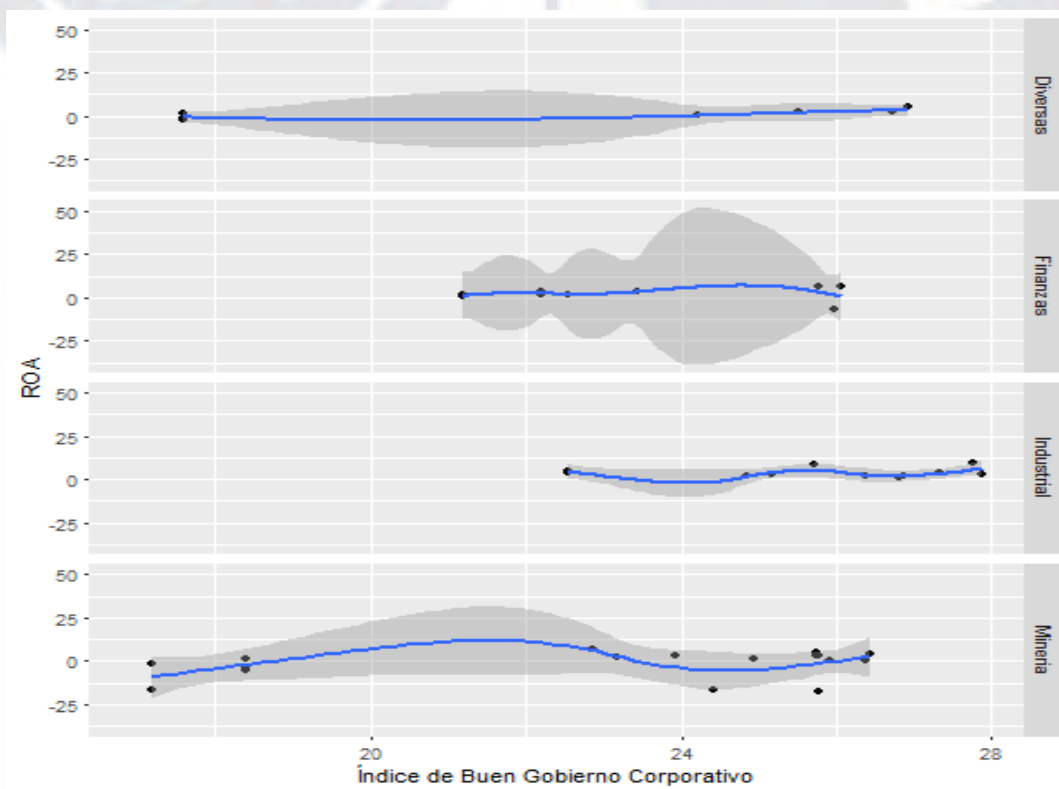


Figura 32. Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROA por sector económico.

Al analizar la relación entre el IBGC y el ROA por año, que se presenta en la Figura 33, se aprecia que en el año 2015, el ROA fue positivo en todos los casos, situación que no ocurrió ni en 2014 ni en 2016. Además, no hay una relación clara entre las dos variables analizadas. En cambio, con el análisis presentado en la Figura 34, se ve que en 2014 y 2016 hay una tendencia clara; ya que a partir de un IBGC superior a 22, las empresas muestran mejores tasas de rendimiento sobre los activos o ROA.

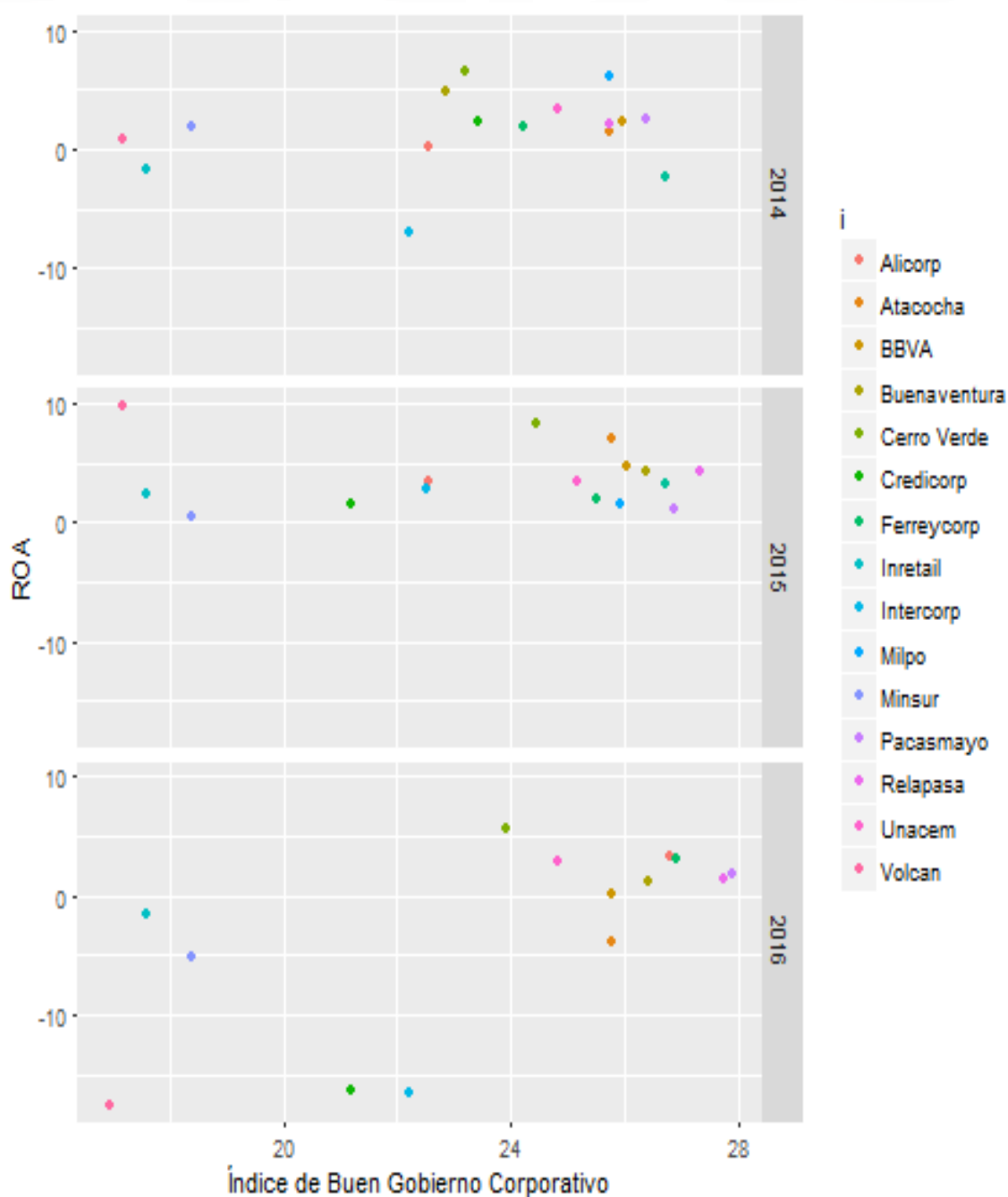


Figura 33. Relación entre el IBGC y el ROA por año.

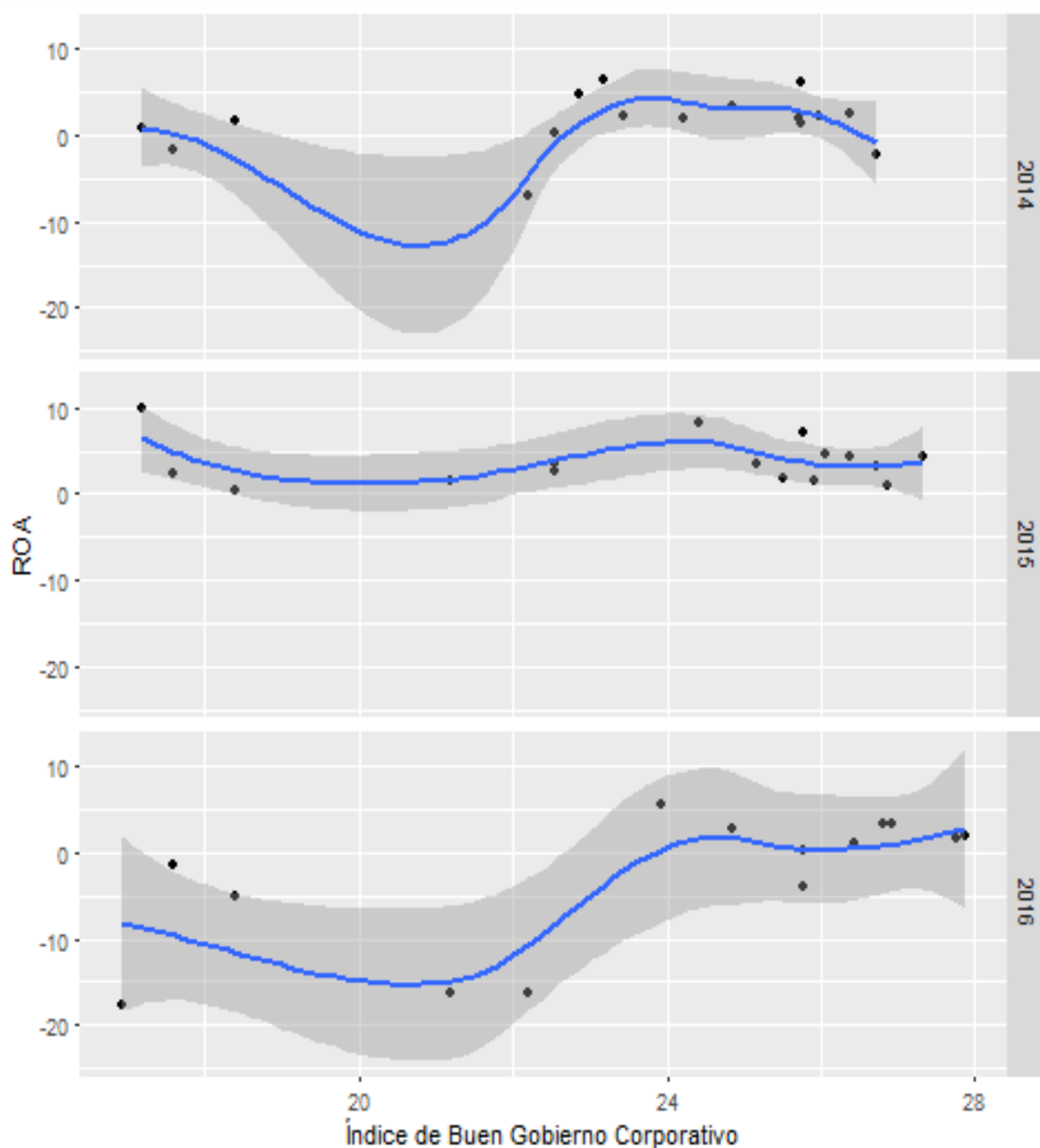


Figura 34. Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROA por año.

A continuación, en la Figura 35, se combina el análisis por sector económico y por año, para ver la relación entre el IBGC y el ROA. Se encontró que no existen diferencias notorias. En la mayoría de los sectores económicos, y por año, se observan líneas rectas como tendencia, lo que indica que el IBGC no influye en el ROA. Esto se da con excepción de la minería, donde a partir de un IBGC igual a 24, aumenta el ROA en la medida en que el valor de la variable independiente también crece (ver Figura 36).



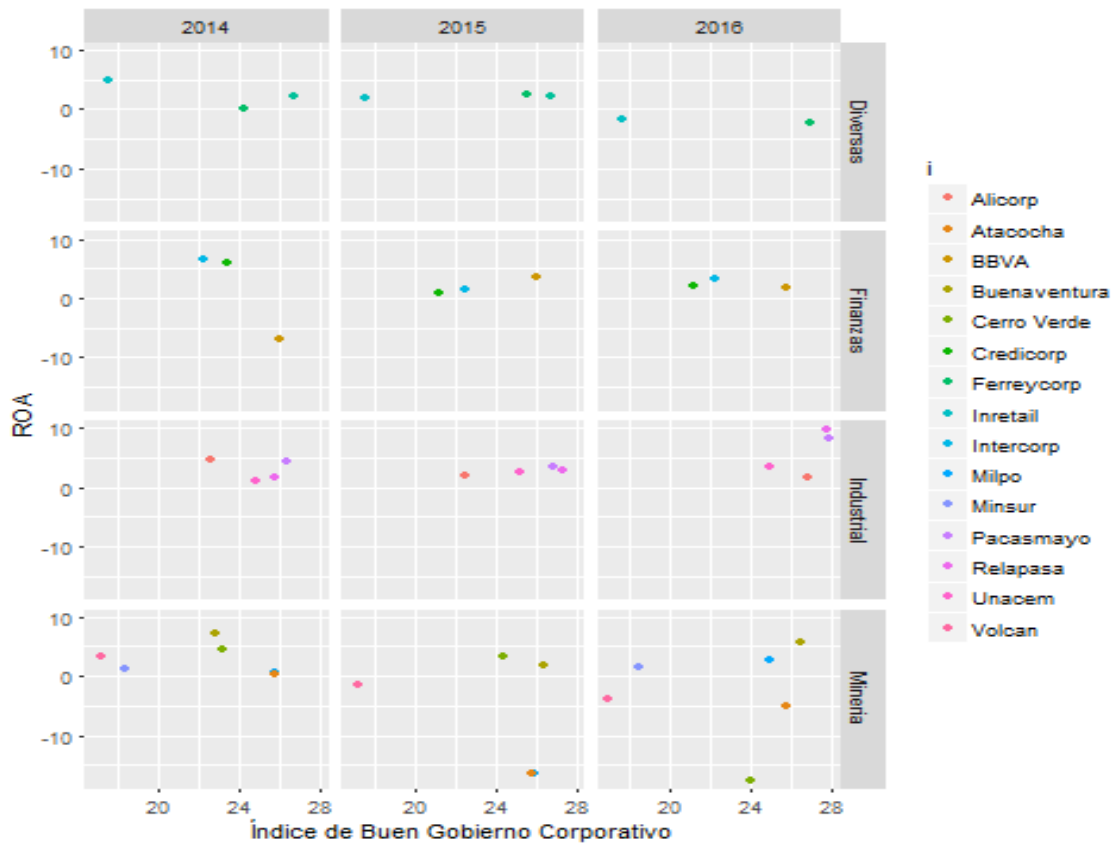


Figura 35. Relación entre el IBGC y el ROA, por año y por sector económico.

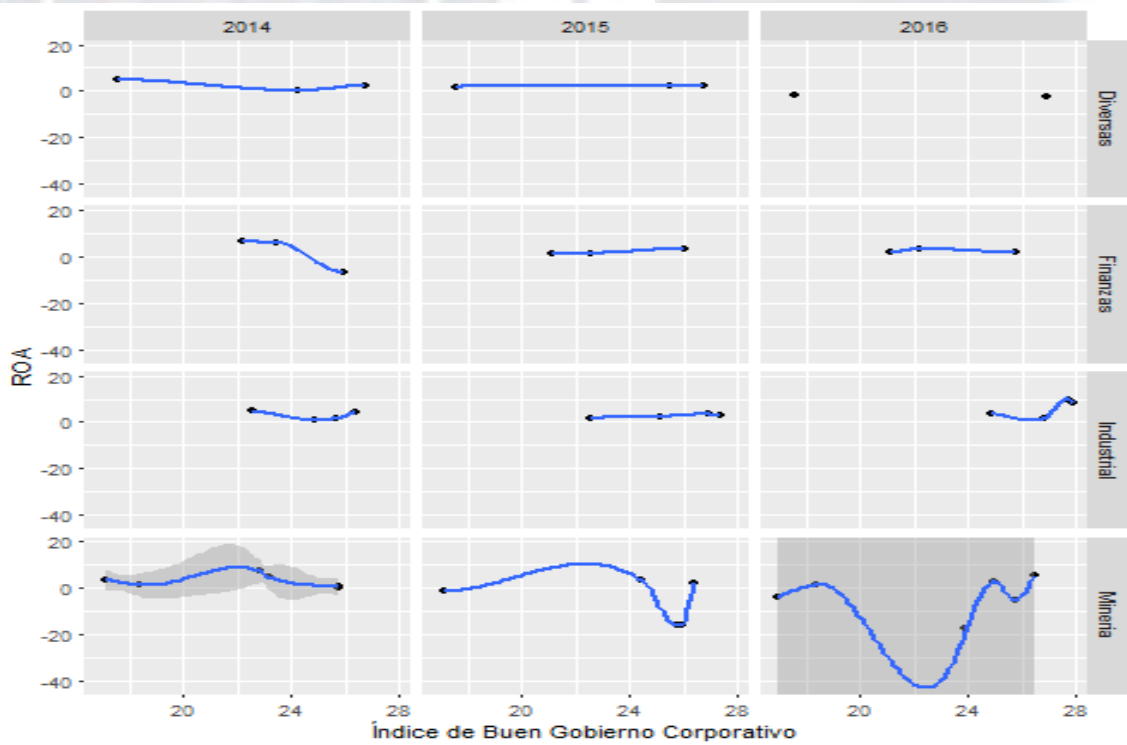


Figura 36. Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROA, por año y por sector económico.

**Retorno sobre el capital invertido (ROIC).** Es un indicador financiero que considera el beneficio operativo neto y el impuesto a la renta, excluyendo el gasto financiero, para dividir este resultado entre el capital invertido. El análisis bivariado del índice de buen gobierno corporativo (IBGC) versus el indicador retorno sobre el capital invertido (ROIC) se presenta en la Figura 37, donde en el eje X se ha colocado al IBGC como variable independiente, y en el eje Y la dependiente es el ROIC. Los resultados que se muestran no permiten ver una relación directa entre ambas variables. Asimismo, luego, en la Figura 38, donde se traza una línea de tendencia, se aprecia que, en la medida en que el IBGC crece, no necesariamente se eleva el ROIC. Incluso, los mayores valores de retorno sobre capital invertido se dan cuando el IBGC es 23.

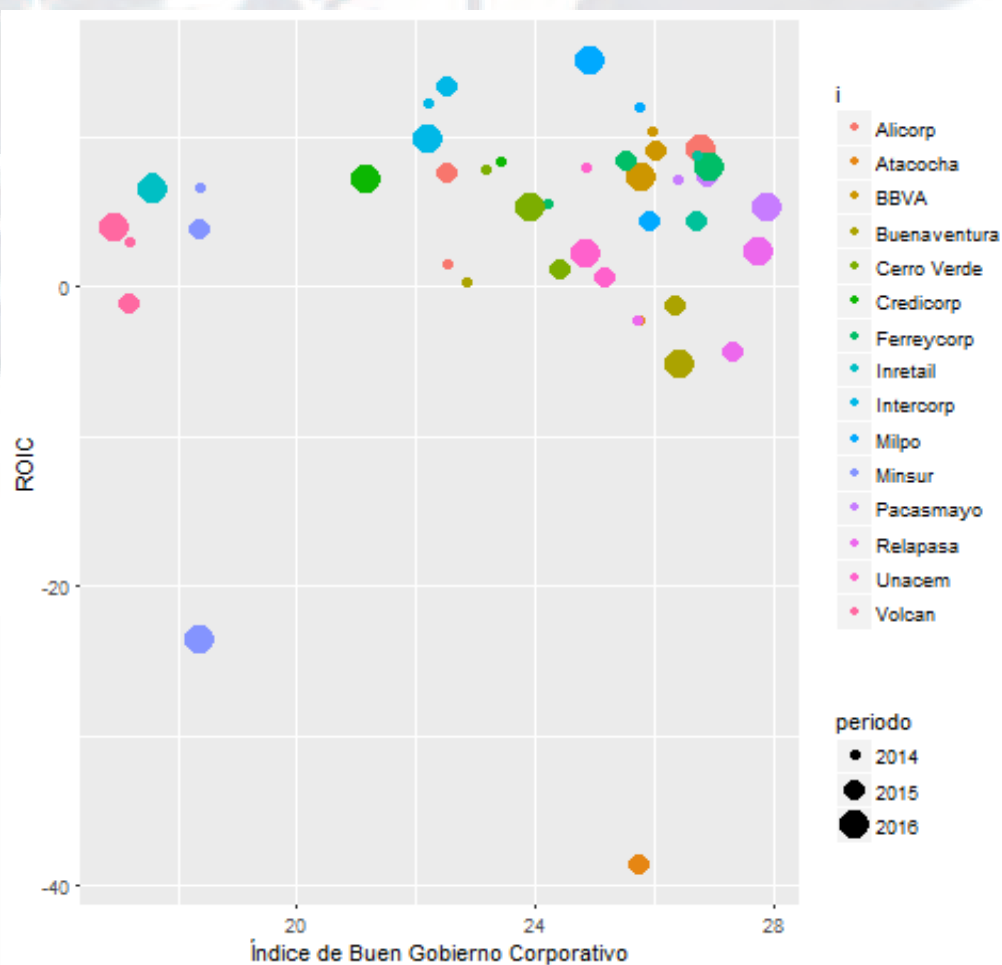
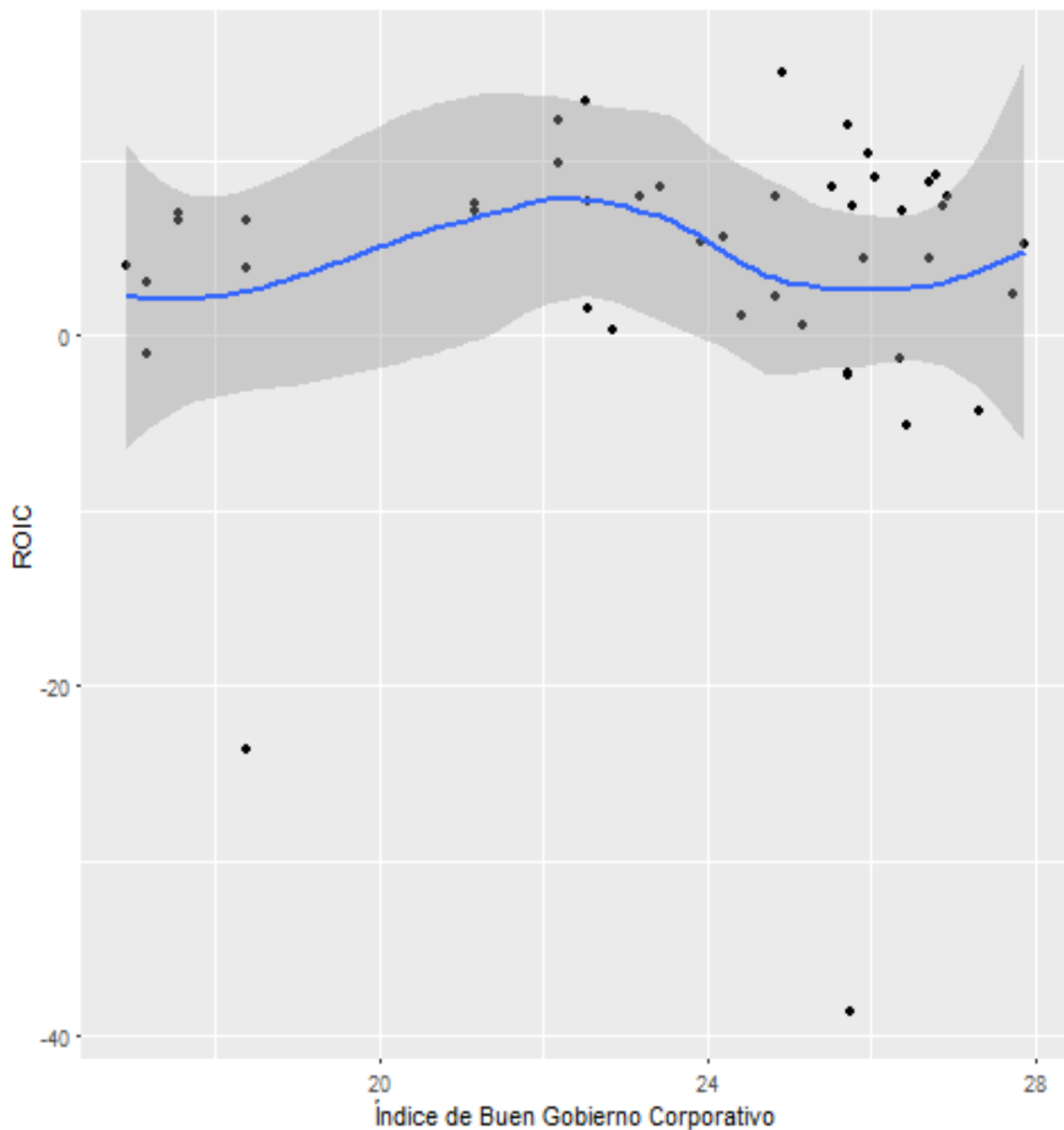


Figura 37. Relación entre el IBGC y el retorno sobre el capital invertido (ROIC), por año y por empresa.



*Figura 38.* Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROIC.

Además, en la Figura 39, se aprecia la relación entre el IBGC como variable independiente (eje X) y el retorno sobre el capital invertido (eje Y), pero agrupando a las empresas por sector económico. El ROIC suele ser positivo, con excepción de las empresas mineras, donde incluso una empresa obtuvo una tasa cercana a -40% en el año 2016. Al revisar las tendencias, que se presentan en la Figura 40, se encuentra que no hay una relación directa; solamente para las empresas agrupadas como diversas hay una relación positiva entre el IBGC y el ROIC.

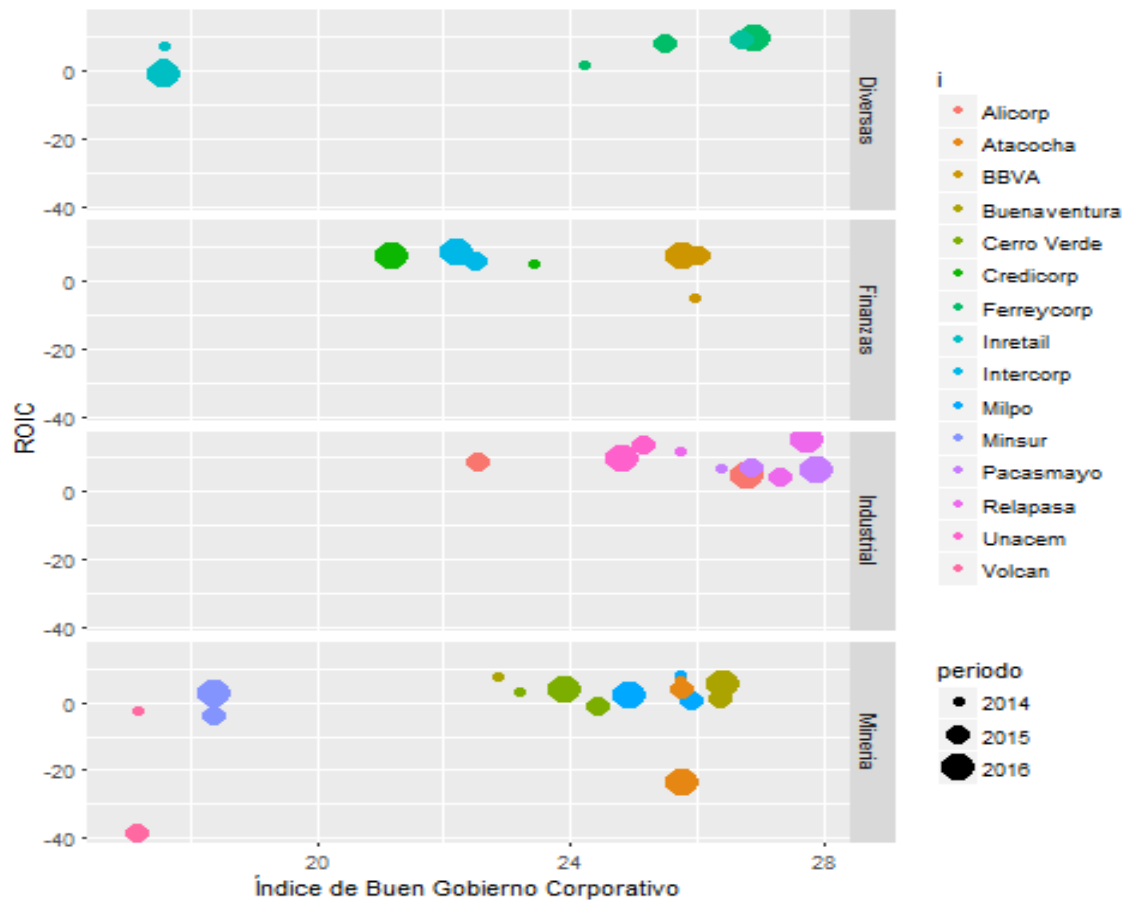


Figura 39. Relación entre el IBGC y el ROIC por sector económico.

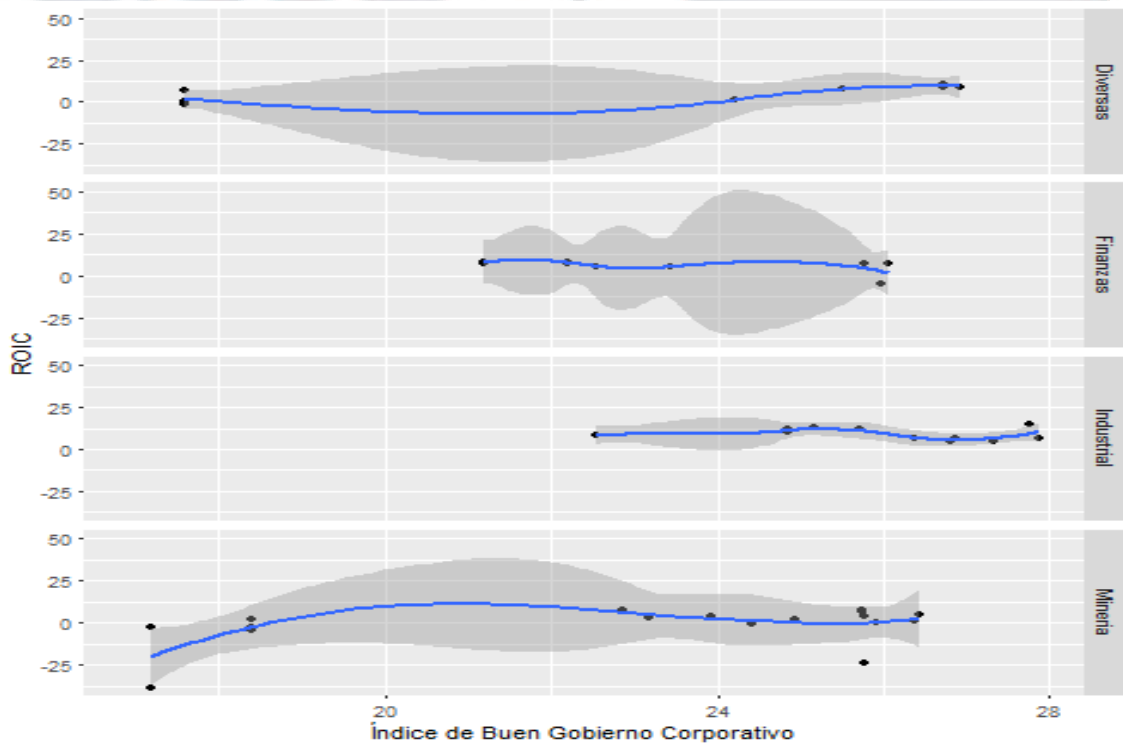


Figura 40. Tendencia en la relación entre el IBGC y ROIC por sector económico.

Al analizar la relación entre el IBGC y el rendimiento sobre capital invertido, que se presenta en la Figura 41, se observa que, en el año 2016, se da la mayor dispersión entre los datos. A primera vista, no se encuentra relación entre las dos variables estudiadas; sin embargo, en la Figura 42, se aprecia que, tanto en el año 2014 como en el 2016, sí hay una relación positiva entre el IBGC y el ROIC. Ello indica que aquellas empresas con un índice de buen gobierno corporativo alto son las que generan mayor rendimiento sobre el capital invertido. No obstante, en el año 2015, esta tendencia es totalmente inversa, aunque menos profunda.

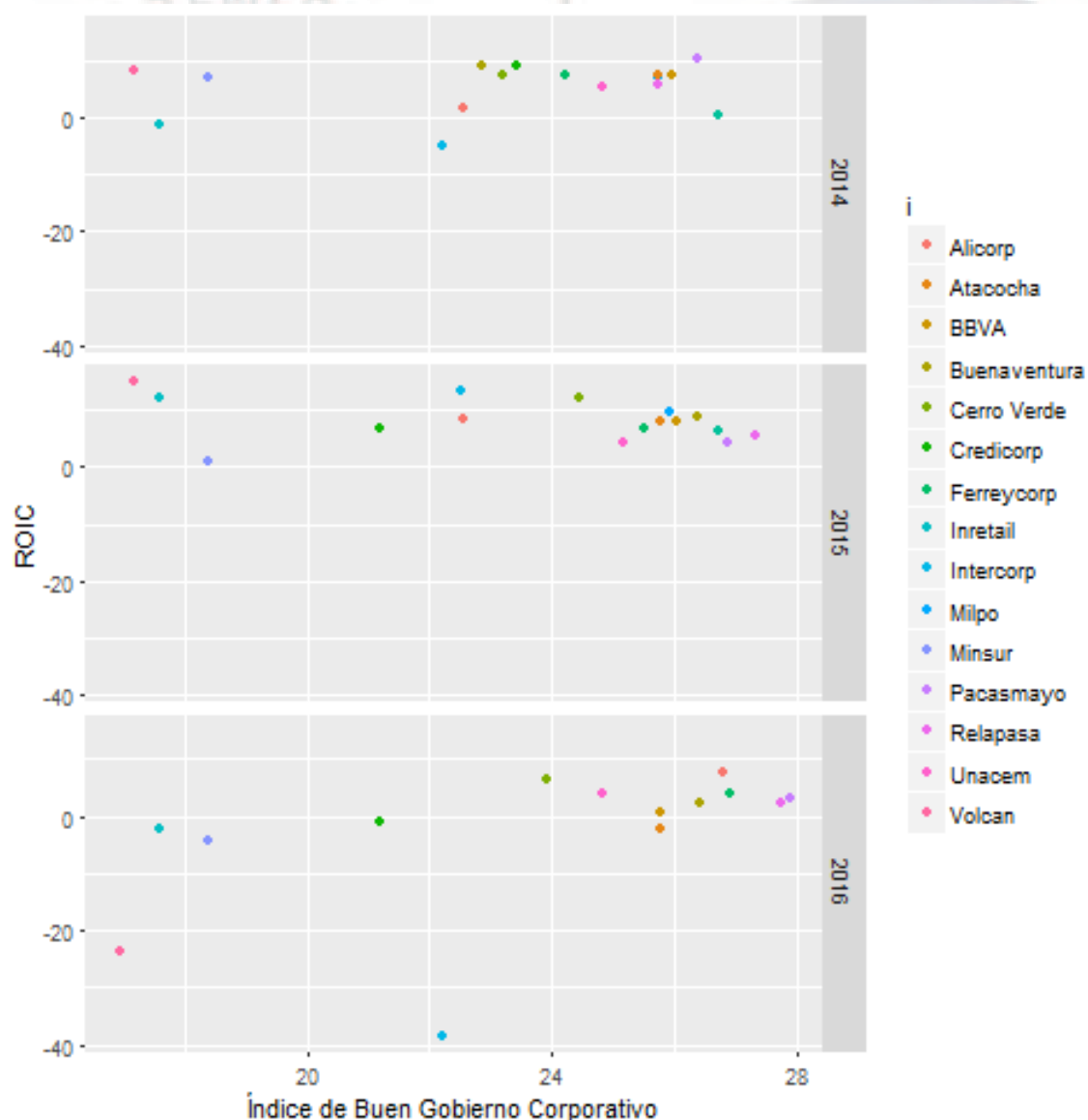


Figura 41. Relación entre el IBGC y el retorno sobre el ROIC por año.

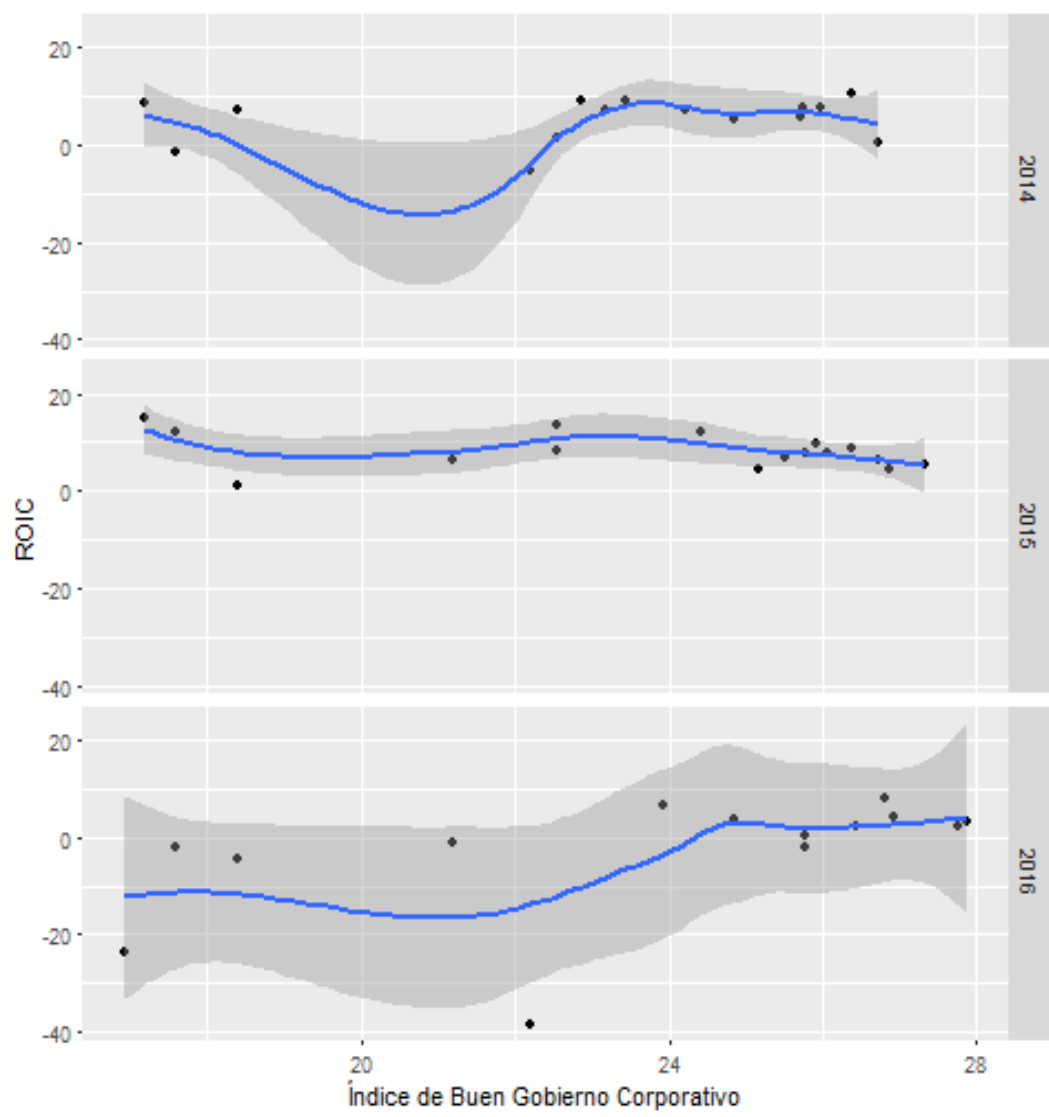


Figura 42. Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROIC por año.

Por último, en la Figura 43, se combina el análisis por sector económico y por año, lo que permite apreciar que no hay relación entre el IBGC y el rendimiento sobre el capital invertido. En la mayoría de los sectores económicos, y por año, se observan líneas rectas como tendencia, lo cual se presenta en la Figura 44. Aquí se indica que el IBGC no influye en la variable dependiente, que en este caso es el precio a ventas. La excepción es el caso de la minería, donde, en 2015 y 2016, se observan grandes variaciones en el ROIC obtenido por las diferentes empresas. Dicha situación no parece estar relacionada con el comportamiento del IBGC y eso se confirmará más adelante con un análisis de regresiones.

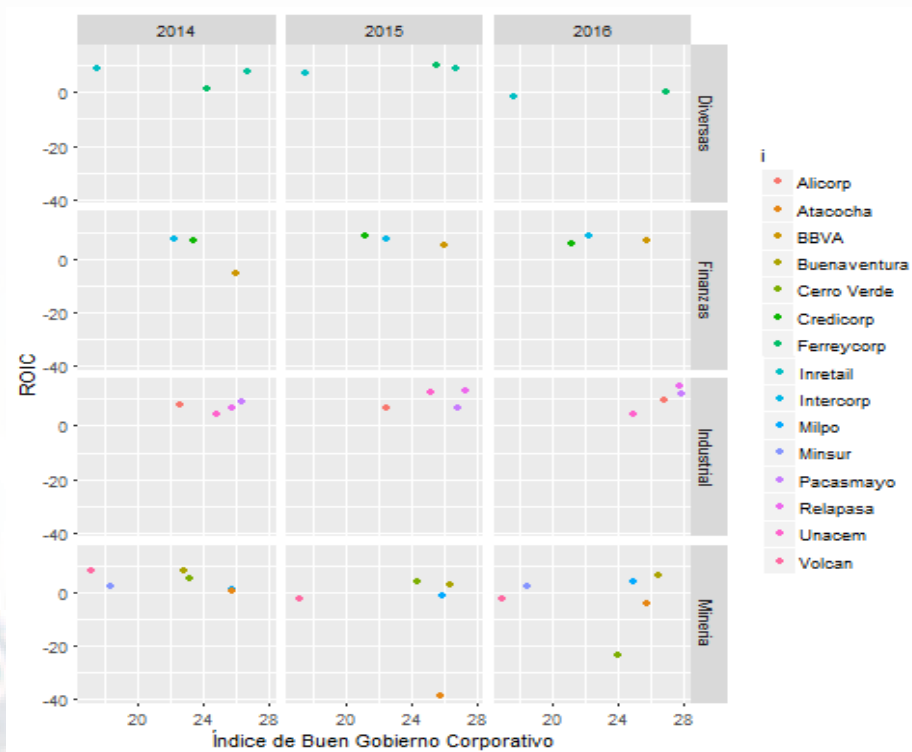


Figura 43. Relación entre el índice de buen gobierno corporativo y el retorno sobre el capital invertido (ROIC), por año y por sector económico.

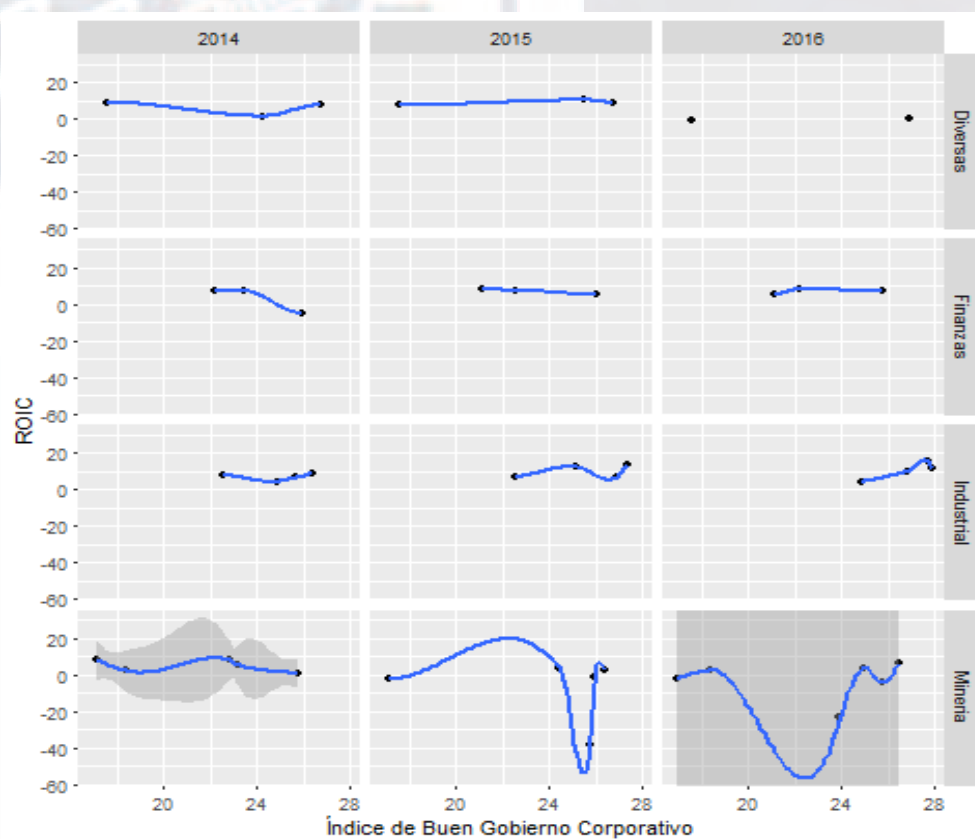


Figura 44. Tendencia en la relación entre el índice de buen gobierno corporativo y el retorno sobre el capital invertido (ROIC), por año y por sector económico.

**Rendimiento sobre capital (ROC).** Este indicador se calcula a partir de la utilidad neta dividida para el capital de la empresa, siendo una herramienta útil para estimar la generación de valor. La Figura 45 corresponde a un gráfico de análisis bivariado, donde en el eje X se ha colocado a la variable independiente IBGC, y en el eje Y está el indicador ROC. Visualmente, se aprecia que no hay una relación entre estas dos variables, así como también se ve que hay tres valores del ROC por debajo de -20%, lo cual no parece guardar ninguna relación con variaciones en el IBGC en las tres empresas correspondientes.

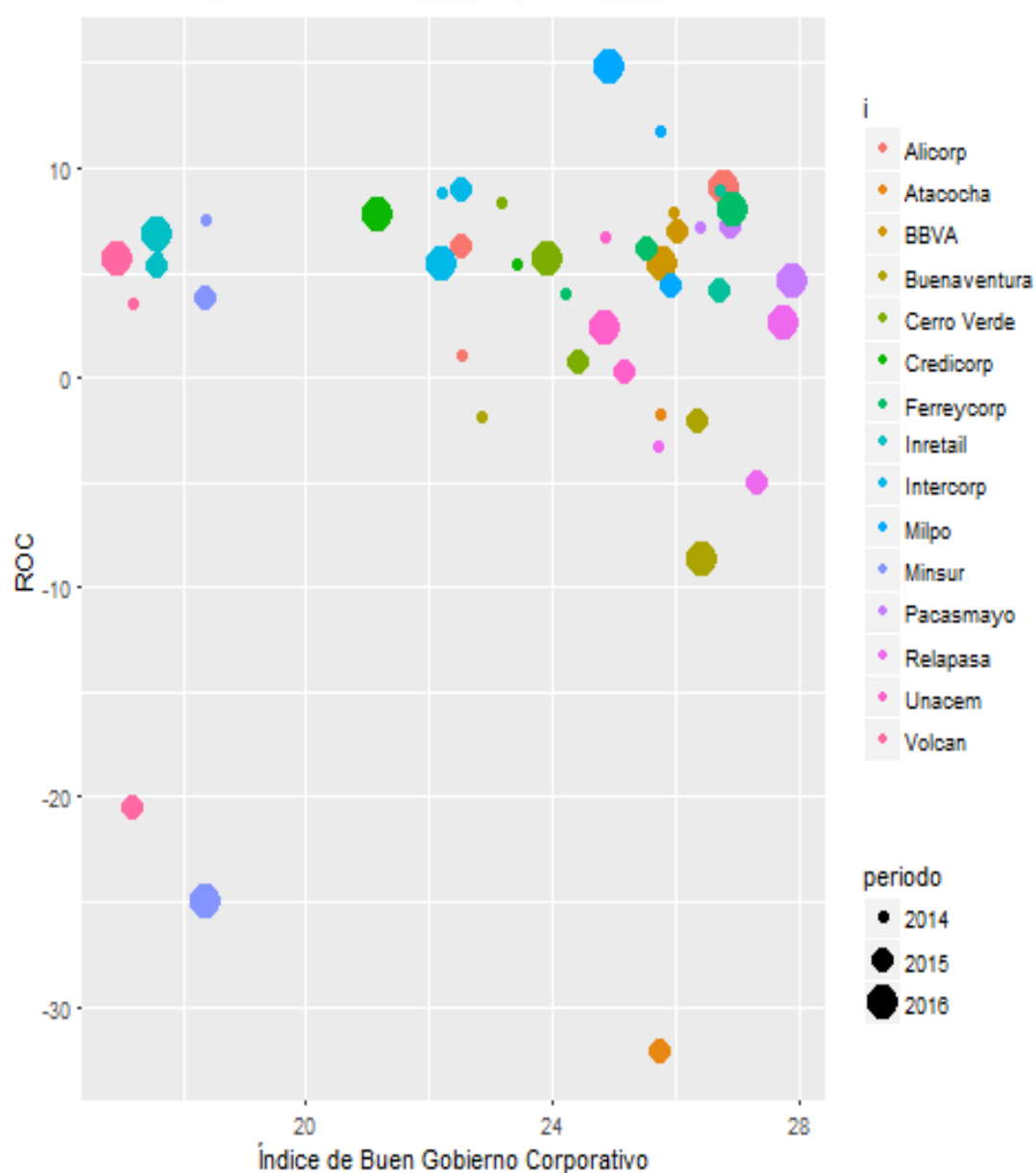
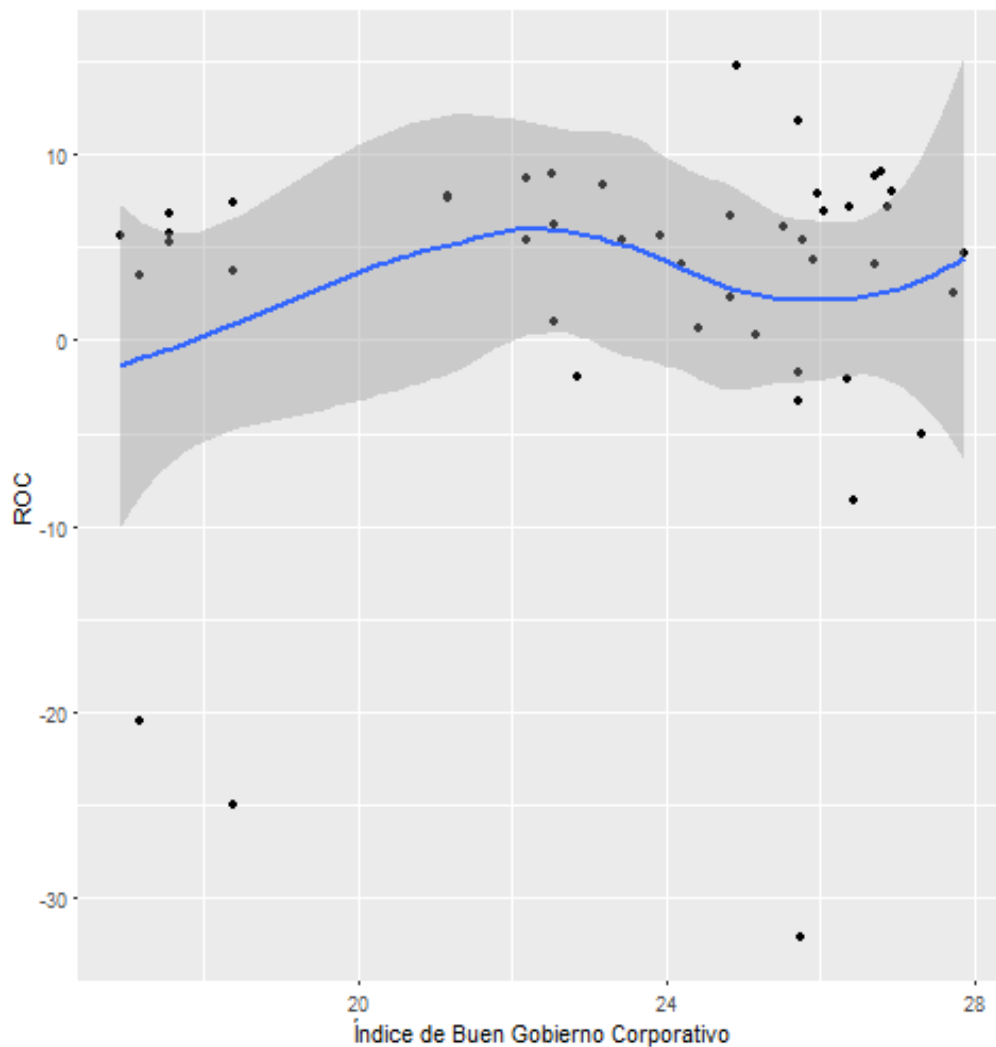


Figura 45. Relación entre el IBGC y el rendimiento sobre capital (ROC), por año y por empresa.



La Figura 46 contiene la misma información que la Figura 44, solo que con un análisis estadístico para ver tendencias en la relación entre las dos variables mencionadas. Los resultados indican que no hay relación entre el IBGC y el rendimiento sobre el capital (ROC), ya que la variable dependiente oscila y no sigue al incremento en el índice de la variable independiente.



*Figura 46.* Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROC.

Al dividir a las empresas en sectores económicos, se ha construido la Figura 47, donde se ve que en ninguno de los cuatro grupos analizados hay una relación clara o directa entre el IBGC y el rendimiento sobre el capital. Esto se confirma en la Figura 48, donde únicamente dentro de las empresas diversas se ve una ligera tendencia positiva.

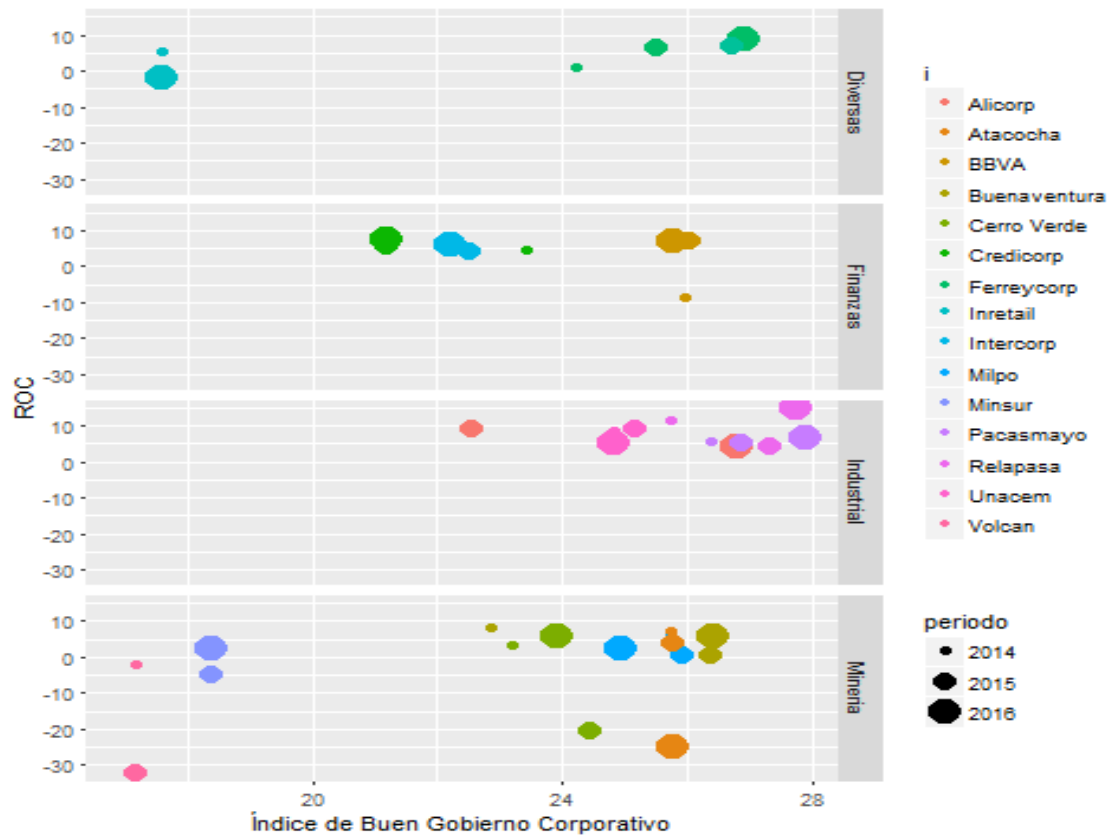


Figura 47. Relación entre el IBGC y el ROC por sector económico.

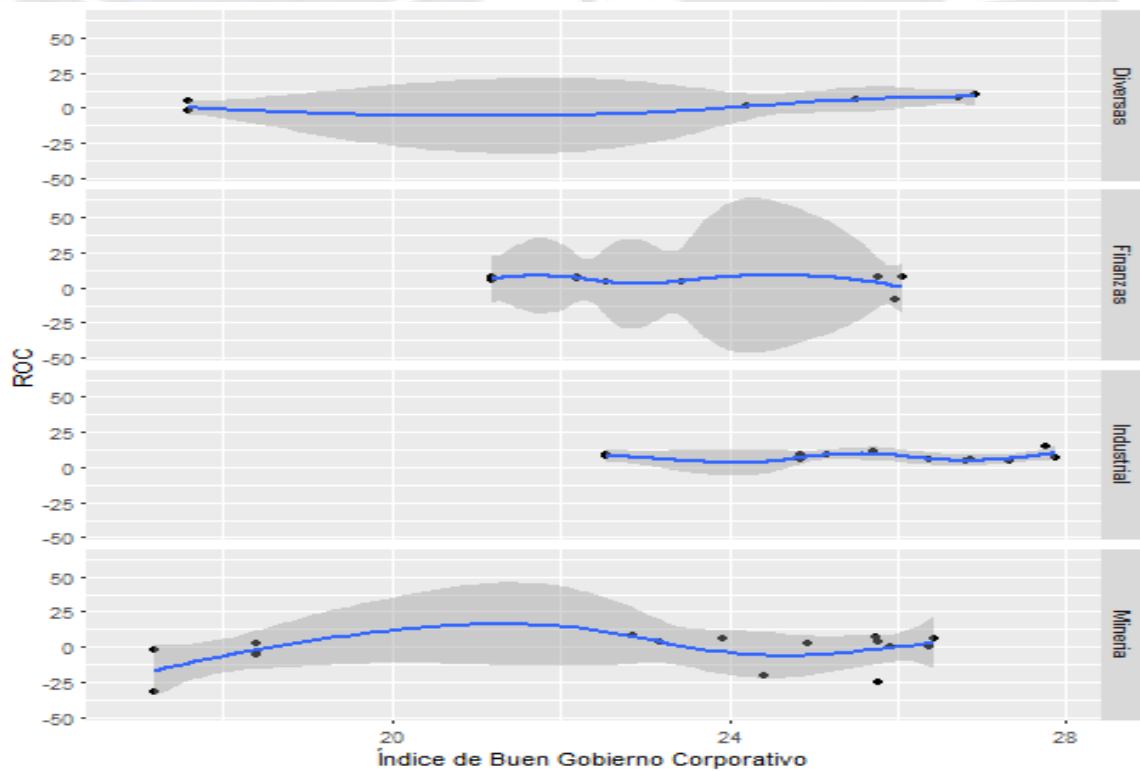


Figura 48. Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROC por sector económico.

Para preparar la Figura 49, los datos se han organizado en torno a los tres años que tiene el período 2014-2016. Se observa que en el año 2016 a menor IBGC, menor es el valor del rendimiento sobre el capital, lo cual se confirma en la Figura 50. Sin embargo, queda claro que un incremento en el índice de buen gobierno corporativo no siempre lleva a aumentar el ROC.

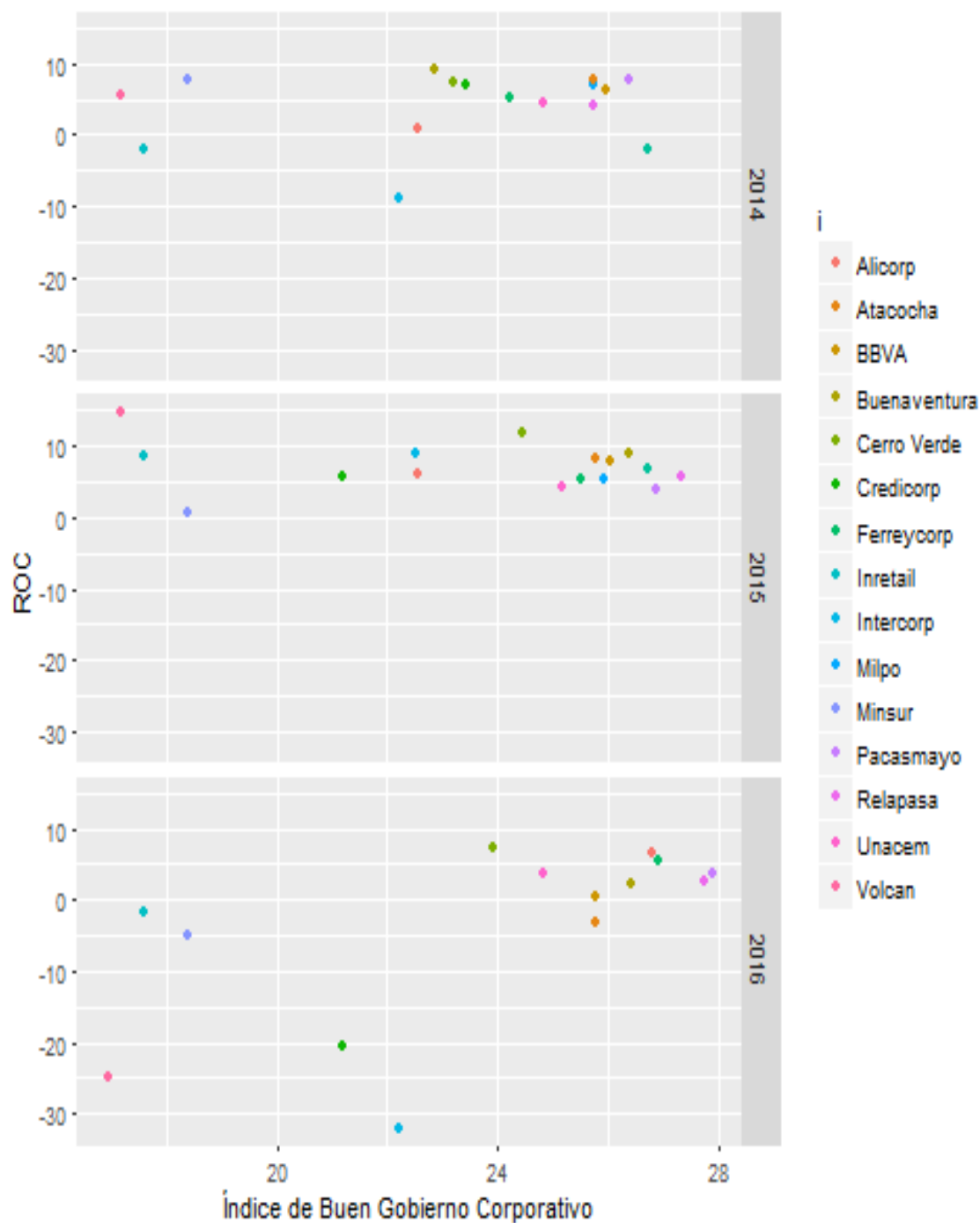


Figura 49. Relación entre el IBGC y el ROC por año.

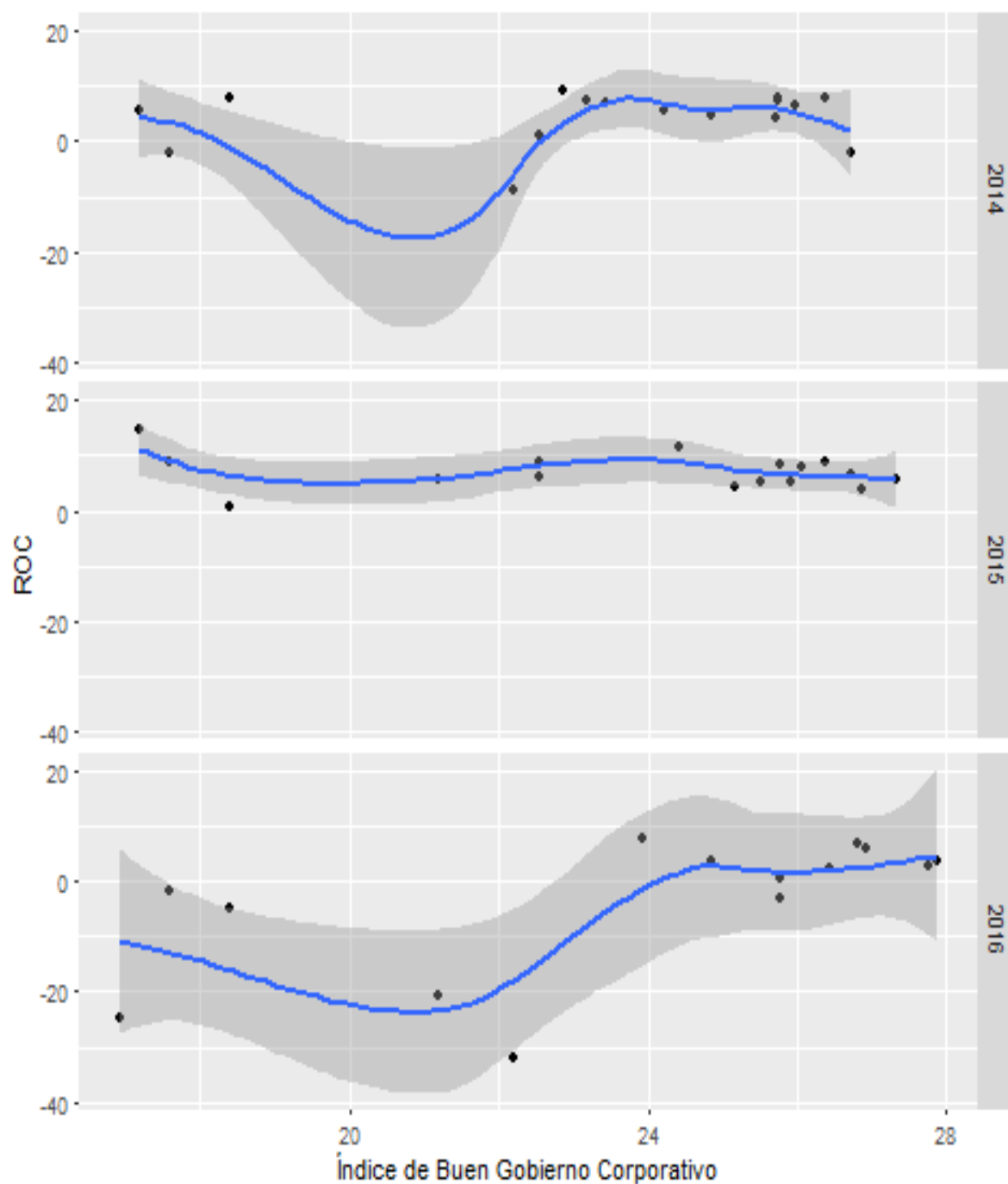


Figura 50. Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROC por año.

La Figura 51 es una mezcla de los análisis anteriores, agrupando a las empresas en torno a los sectores económicos y al año, de manera simultánea. En general, no se observa relación alguna entre el IBGC y el ROC, al generarse líneas rectas de tendencia como se ve en la Figura 52. Sin embargo, dentro del sector minería se ven líneas curvas pero que no indican una relación directa entre las dos variables que se están estudiando.

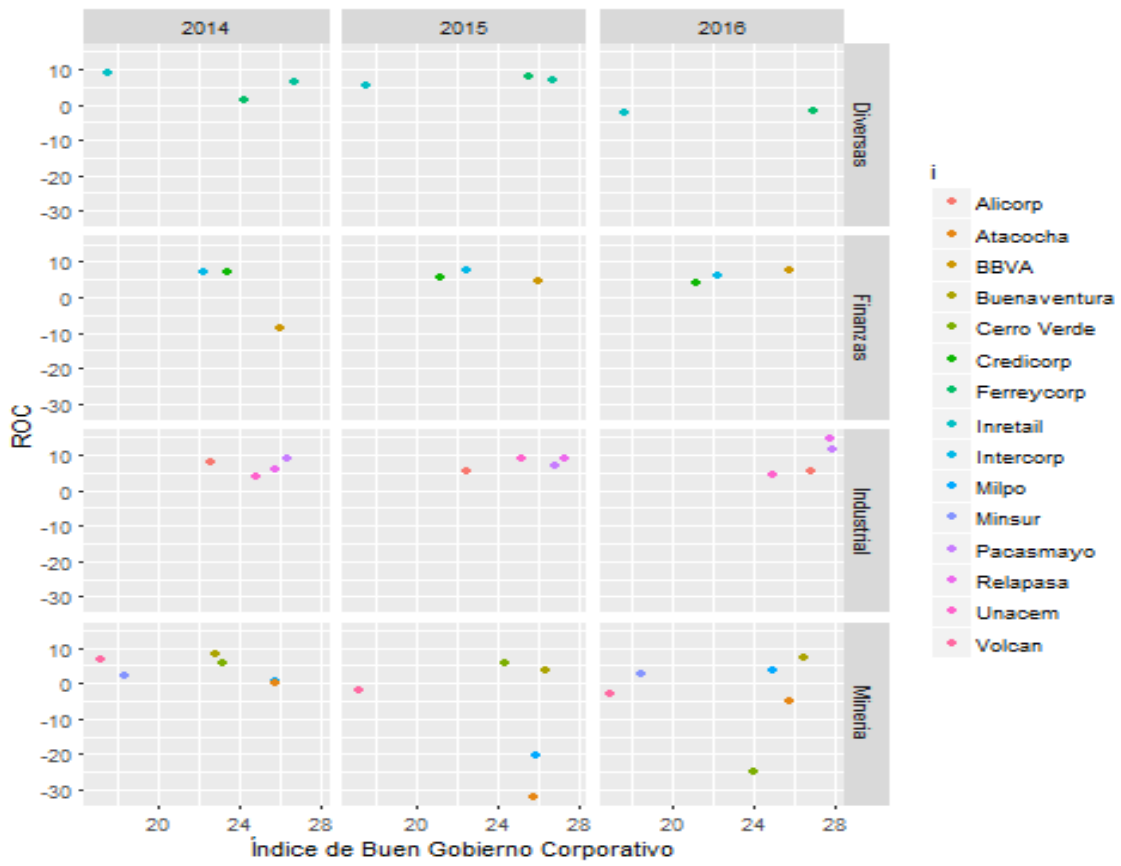


Figura 51. Relación entre el IBGC y el ROC, por año y por sector económico.

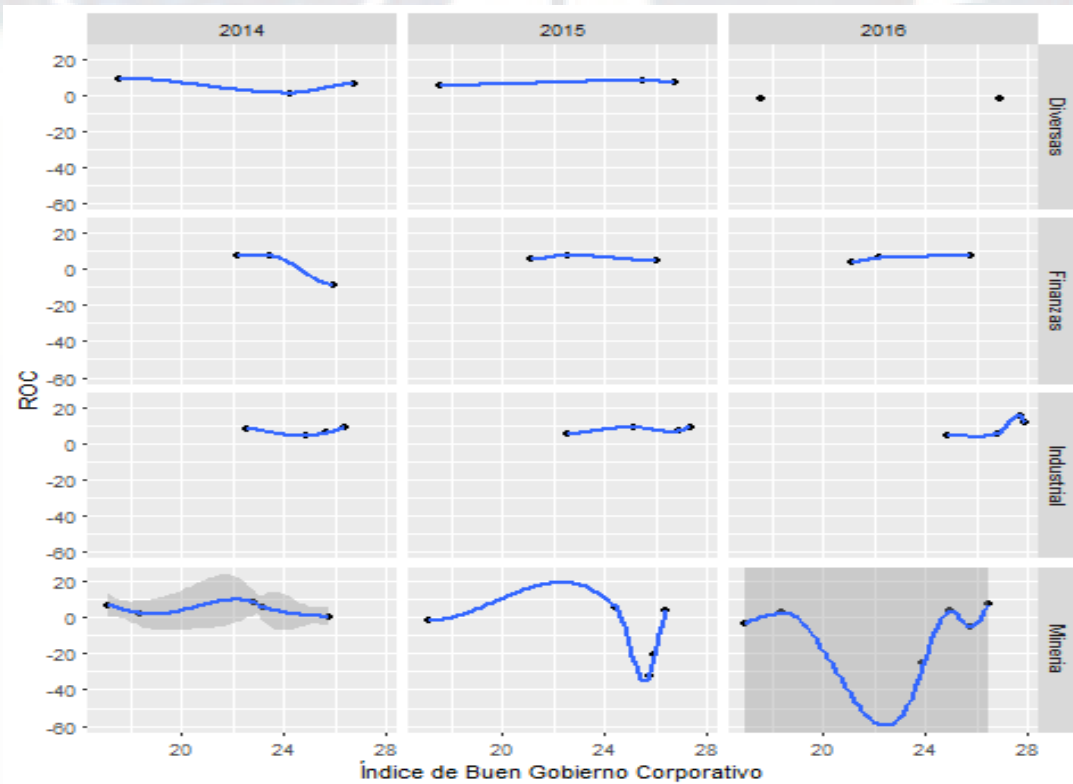
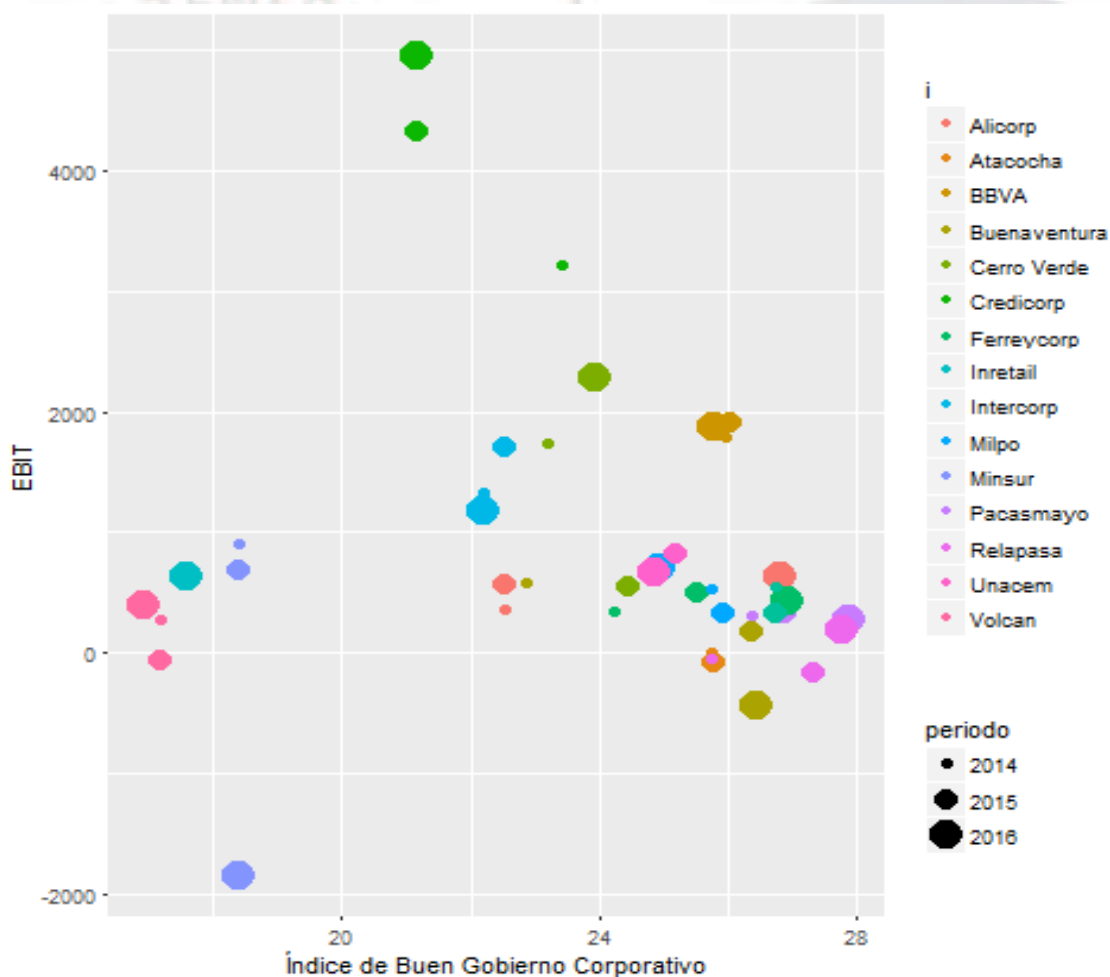


Figura 52. Tendencia en la relación entre el IBGC y el ROC, por año y por sector económico.

**Ganancias antes de impuestos e intereses (EBIT).** Este indicador mide el beneficio operativo que una empresa obtiene, por lo que el ratio señala la capacidad de la organización para llegar a ser rentable, conociéndose también como utilidad operativa neta. En la Figura 53 se tiene un análisis bivariado, en el eje X se ha colocado el promedio de los indicadores que componen el índice de buen gobierno corporativo, y que ya han sido previamente detallados. Mientras que en el eje Y están las ganancias antes de impuestos e intereses o EBIT, por sus siglas en inglés (*earnings before interests and taxes*). Con este gráfico se logra visualizar que no existe una relación entre ambas variables.



*Figura 53.* Relación entre el IBGC y la ganancia antes de impuestos e intereses (EBIT), por año y por empresa.

El análisis anterior se complementa con la Figura 54, la cual contiene la misma información, es decir, los valores del IBGC y del EBIT; pero en este caso se presentan a

través de un análisis estadístico que permite ver la tendencia. Se muestra que cuando el IBGC tiene un valor de alrededor de 20, se alcanzan los mayores valores de EBIT, para luego empezar a decrecer. Entonces, se puede decir que a mayor índice de buen gobierno corporativo, menor es la ganancia antes de intereses e impuestos.

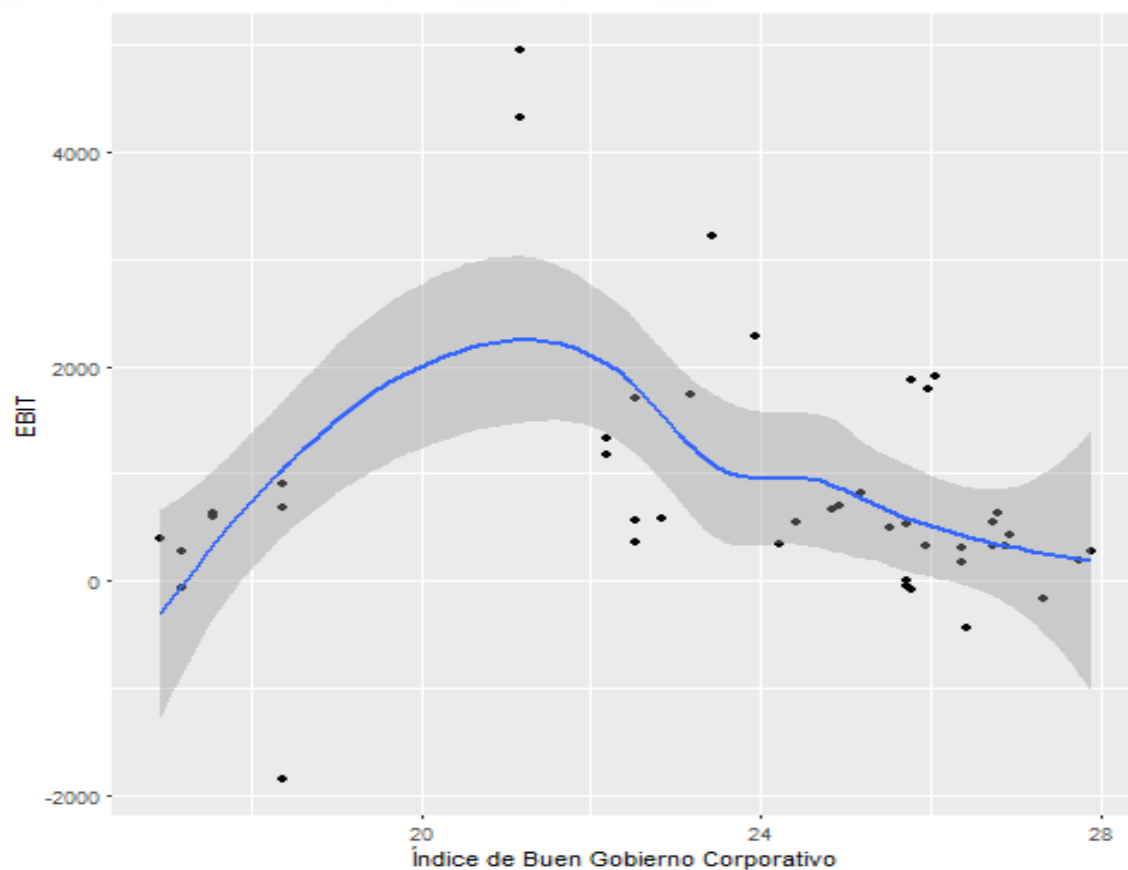


Figura 54. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBIT.

La Figura 55 permite apreciar la relación entre el IBGC como variable independiente (eje X) y las ganancias antes de intereses e impuestos o EBIT como dependiente (eje Y), pero agrupando a las empresas por sector económico. Lo principal es que se observa que las empresas que están dentro de un mismo sector tienen un EBIT similar, independientemente del valor que hayan obtenido en el índice de buen gobierno corporativo. Mientras que esto aplica para las empresas industriales y para las diversas, dentro de las mineras hay una gran dispersión de datos, que se aprecia con menor profundidad en el sector financiero. Este análisis se confirma con los resultados presentados en la Figura 56.

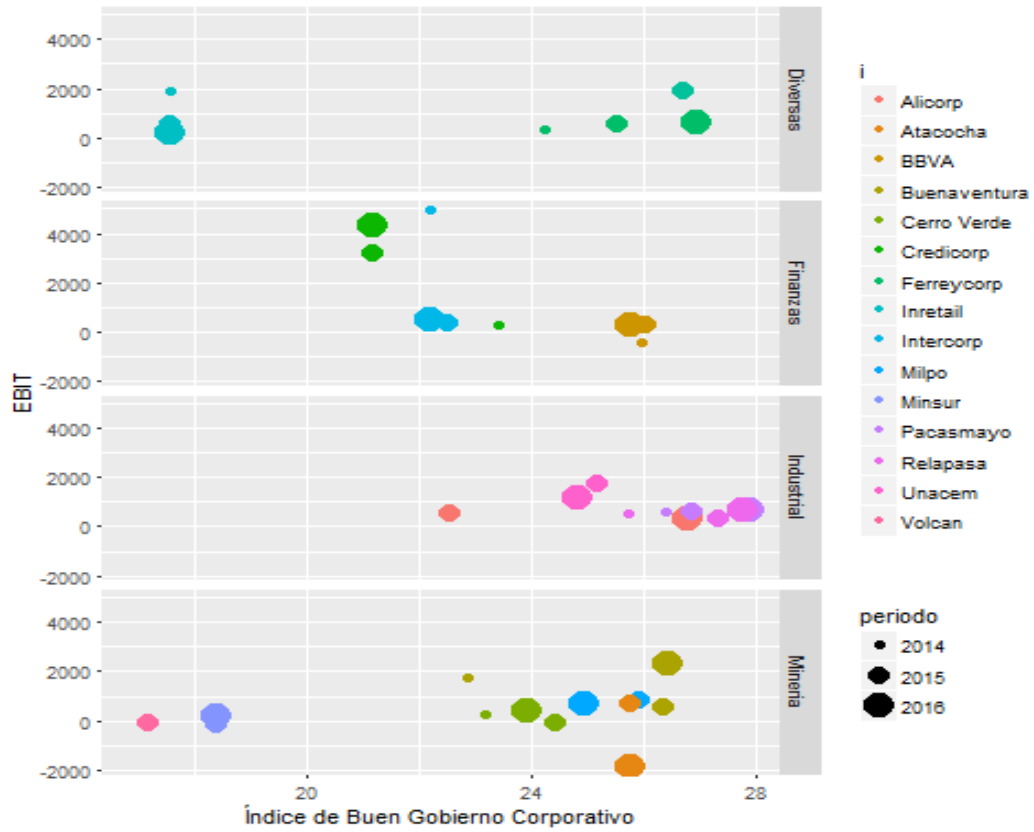


Figura 55. Relación entre el IBGC y el EBIT por sector económico.

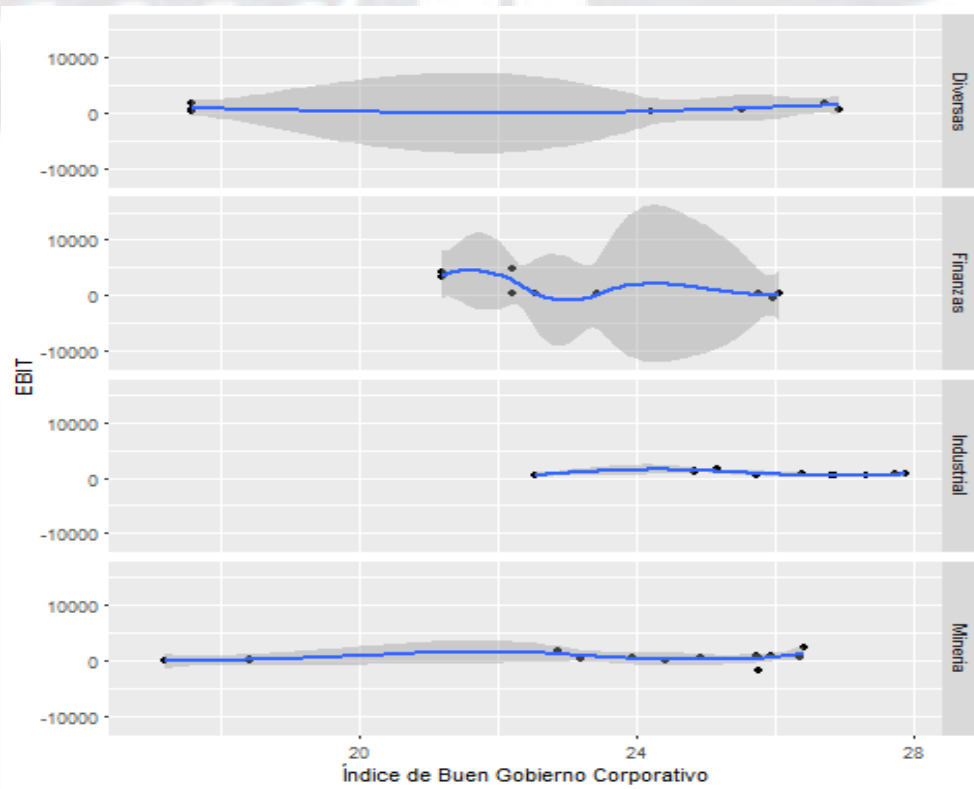


Figura 56. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBIT por sector económico.



Al analizar la relación entre el IBGC y el EBIT por año, que se presenta en la Figura 57, se aprecia que en los años 2015 y 2016 las ganancias antes de intereses e impuestos se mantienen relativamente estables, mostrando no tener relación con los valores de buen gobierno corporativo. En cambio, durante el año 2014, en la Figura 58 se ve una importante oscilación en las ganancias, pero que no parece estar relacionada con el IBGC.

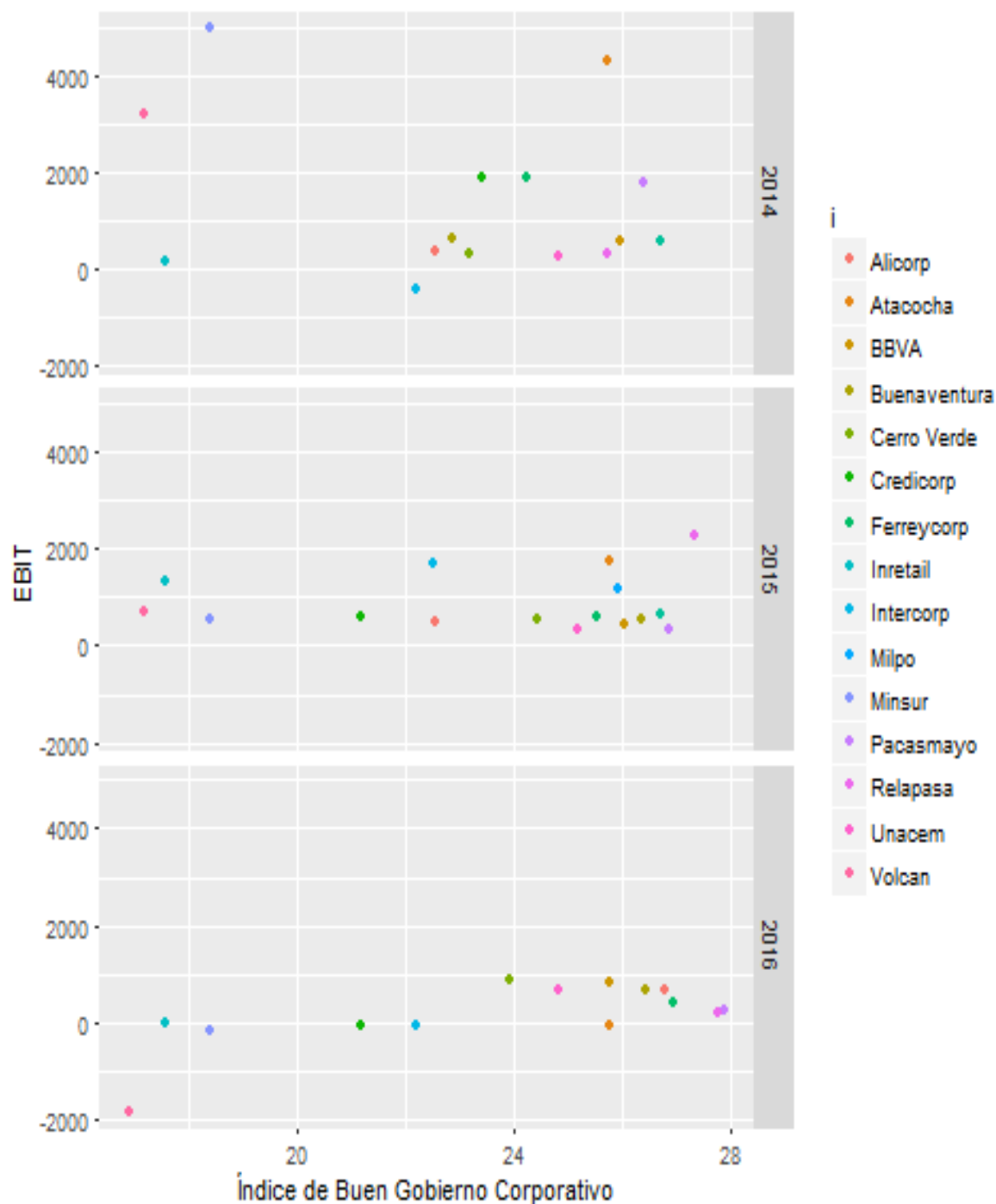


Figura 57. Relación entre el IBGC y el EBIT por año.

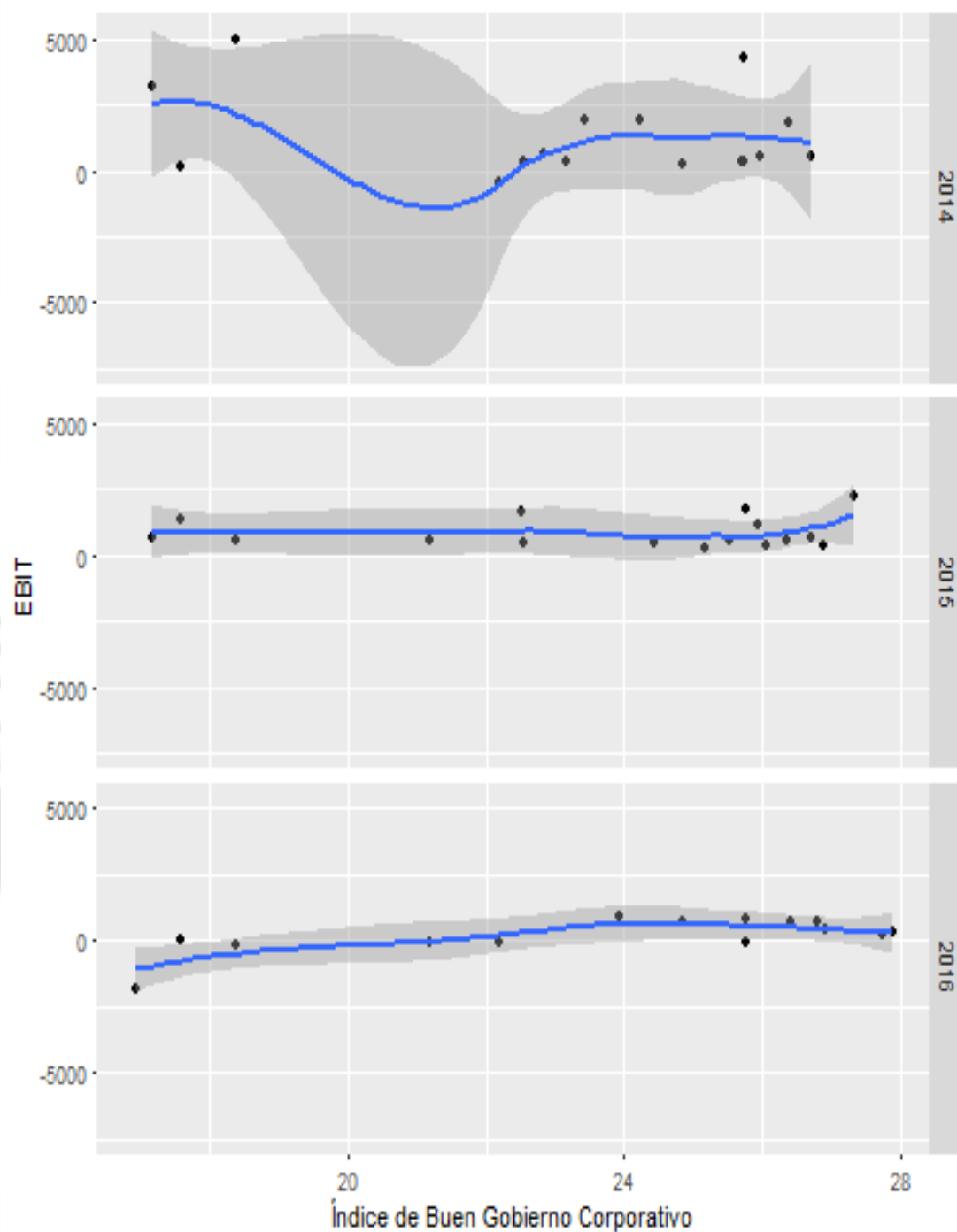


Figura 58. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBIT por año.

A continuación, en la Figura 59 se combina el análisis por sector económico y por año, para ver la relación entre el IBGC y el EBIT, lo cual se complementa con las líneas de tendencia de la Figura 60. Se aprecia que dentro del sector financiero, en el año 2015 a mayor IBGC, menor fue el EBIT; pero luego, en el año 2016, la tendencia se revirtió debido probablemente a otras variables no consideradas en este análisis.

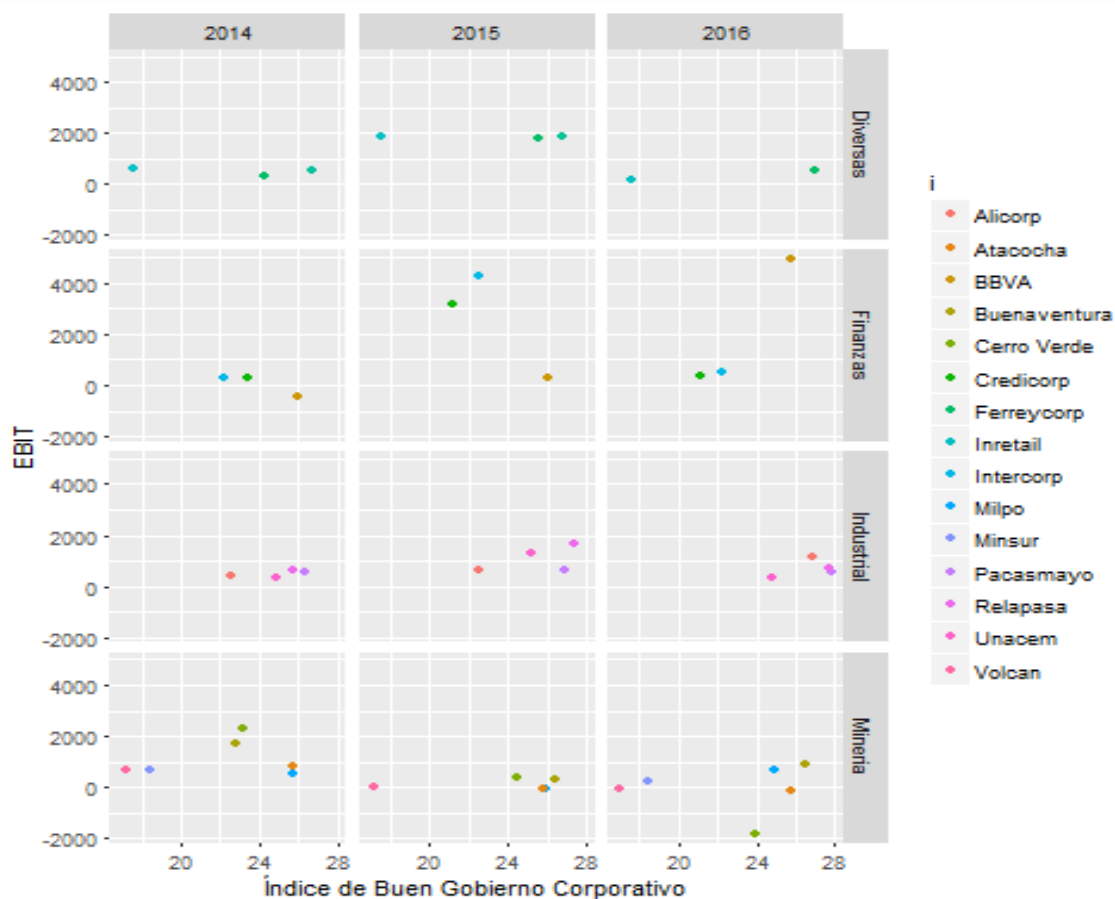


Figura 59. Relación entre el IBGC y el EBIT, por año y por sector económico.

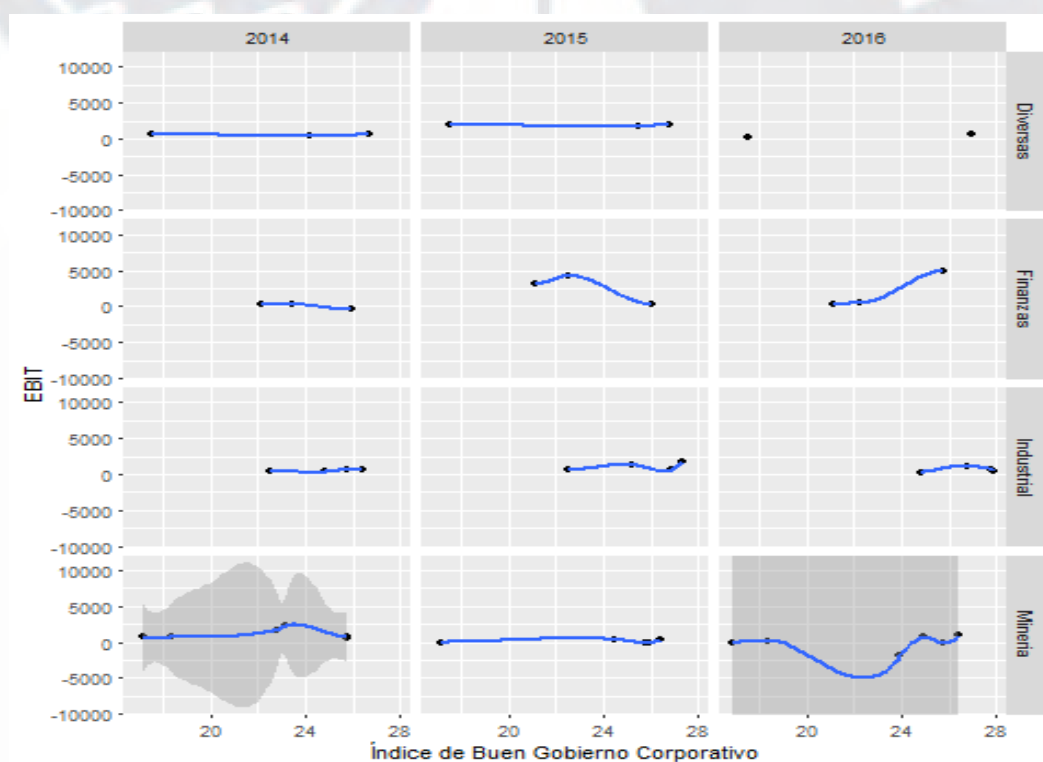
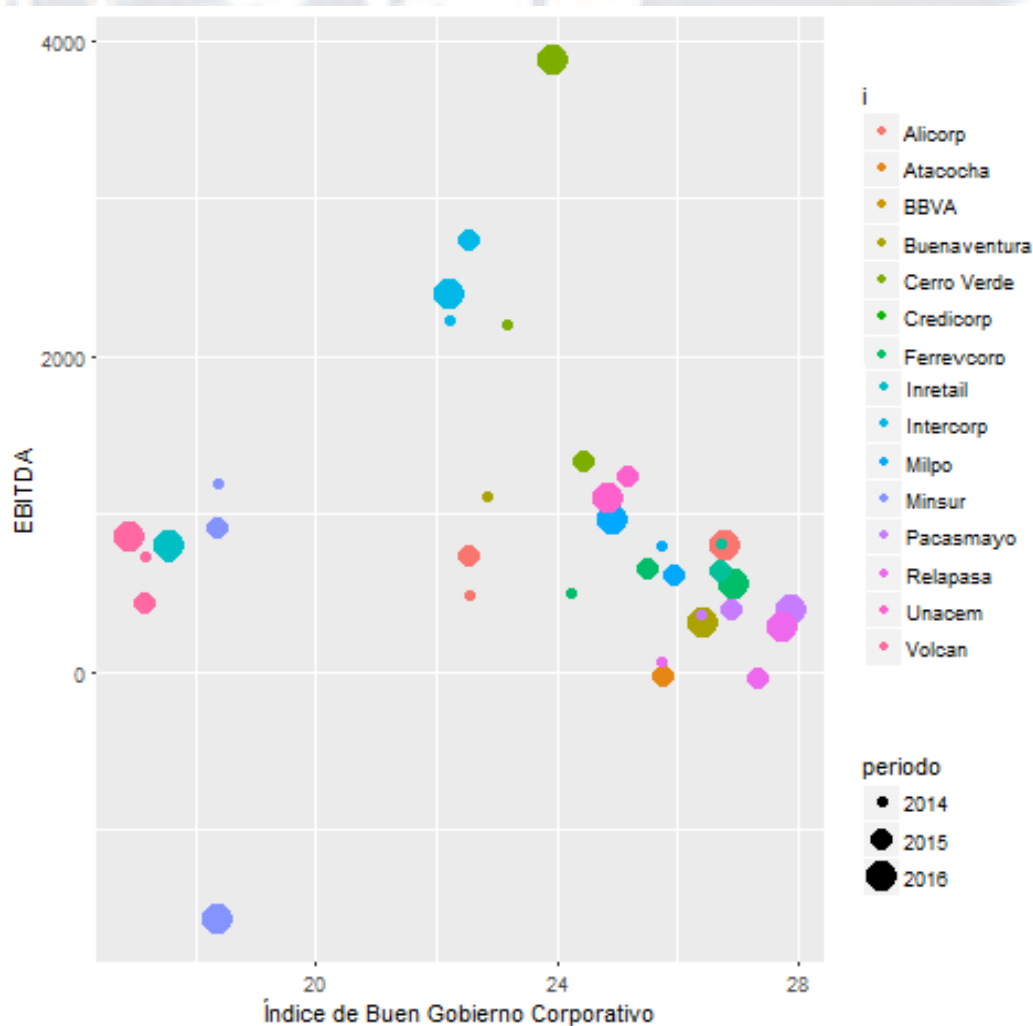


Figura 60. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBIT, por año y por sector económico.

***Beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA).***

Como su nombre lo indica, se toma la utilidad operativa y se le añaden las amortizaciones y depreciaciones, que no implican erogación de efectivo, para tener el EBITDA. El análisis bivariado índice de buen gobierno corporativo (IBGC) versus indicador EBITDA se presenta en la Figura 61, donde en el eje X se ha colocado al IBGC como variable independiente, y en el eje Y al EBITDA como la dependiente. Los resultados que se muestran no permiten ver una relación directa entre ambas variables. Luego, en la Figura 62, donde se traza una línea de tendencia, se aprecia que en la medida en que el IBGC crece, no se eleva el EBITDA. Incluso, los mayores valores de beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones se obtienen cuando el IBGC está en alrededor de 22.



*Figura 61.* Relación entre el IBGC y los beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA), por año y por empresa.

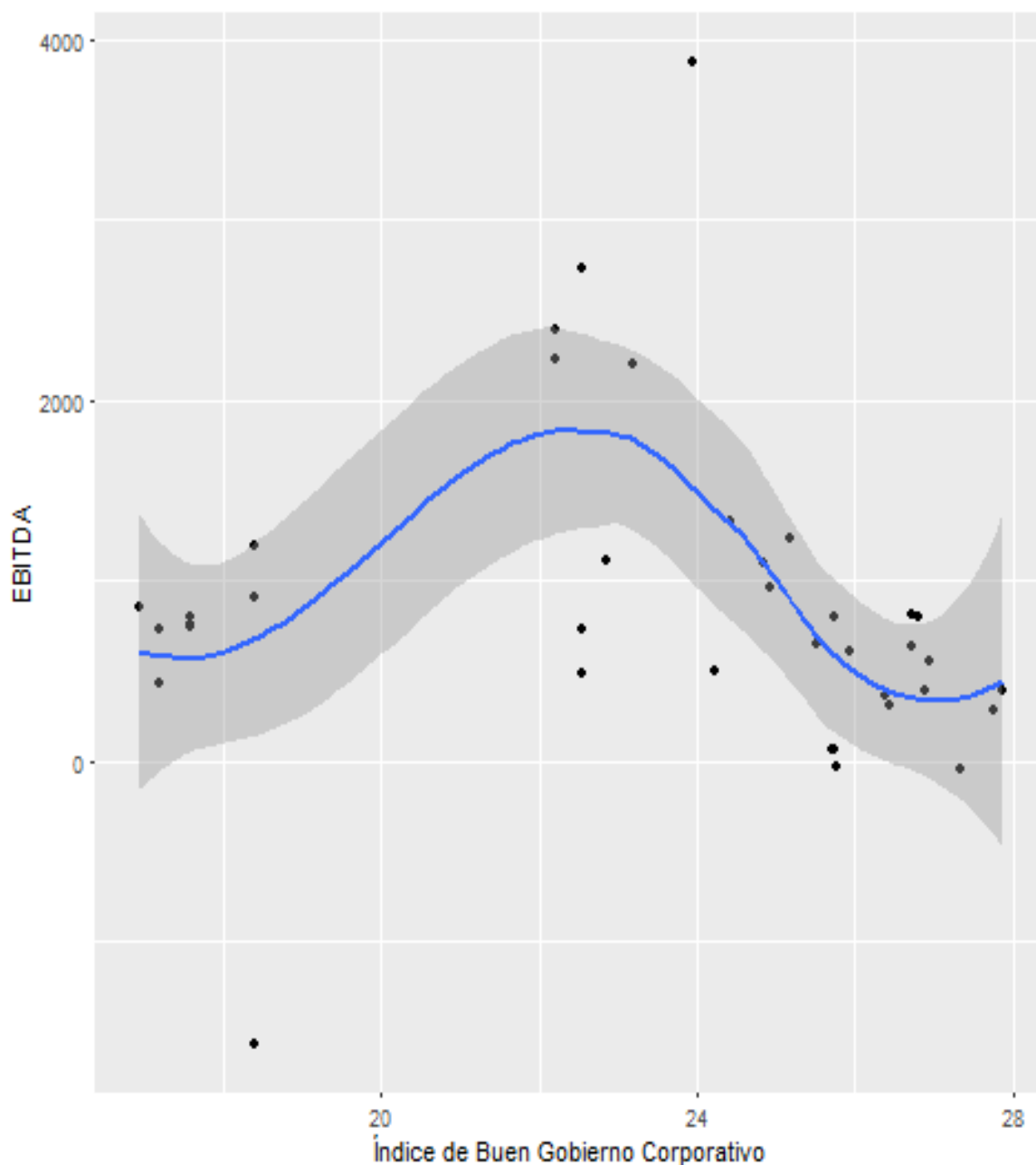


Figura 62. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBITDA.

En la Figura 63 se aprecia la relación entre el IBGC como variable independiente (eje X) y los beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones o EBITDA (eje Y), pero agrupando a las empresas por sector económico. El EBITDA es siempre positivo en todos los sectores, con excepción de las empresas mineras, donde hay mucha dispersión entre los valores. Al revisar las tendencias, que se presentan en la Figura 64, se encuentra que no hay una relación directa entre las dos variables analizadas.

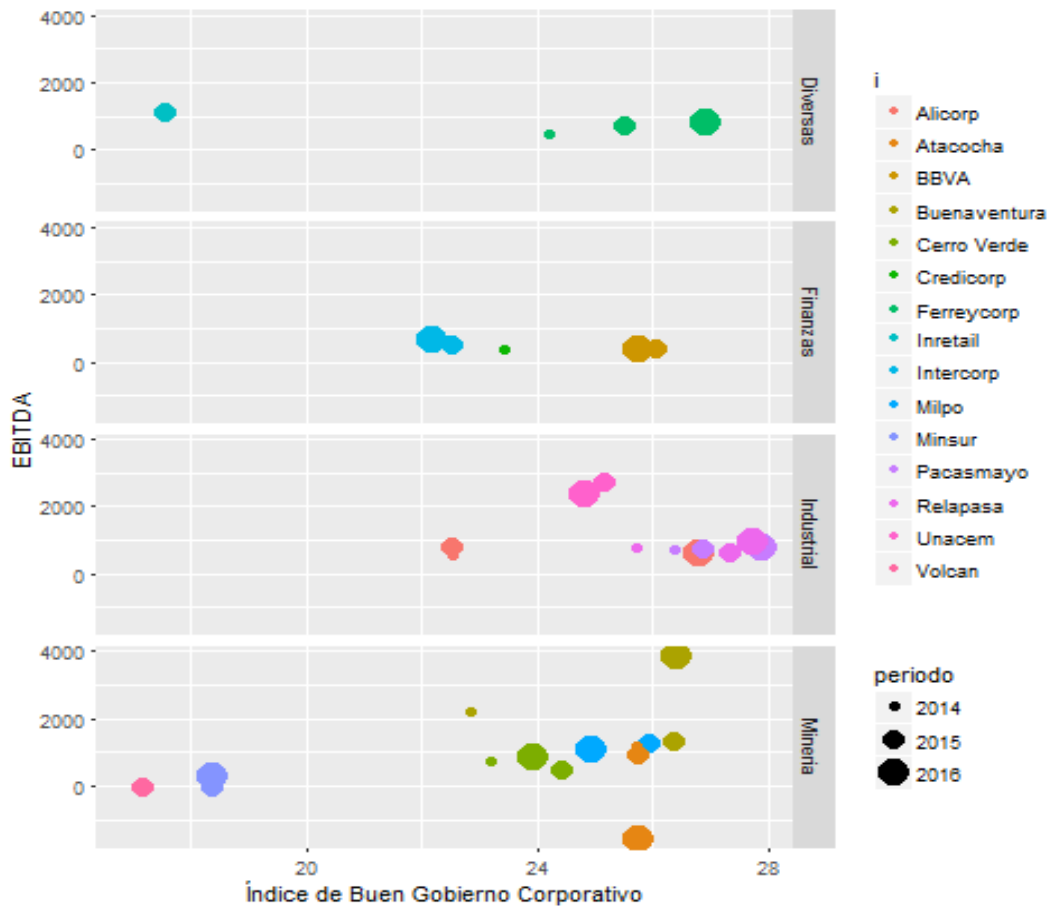


Figura 63. Relación entre el IBGC y el EBITDA por sector económico.

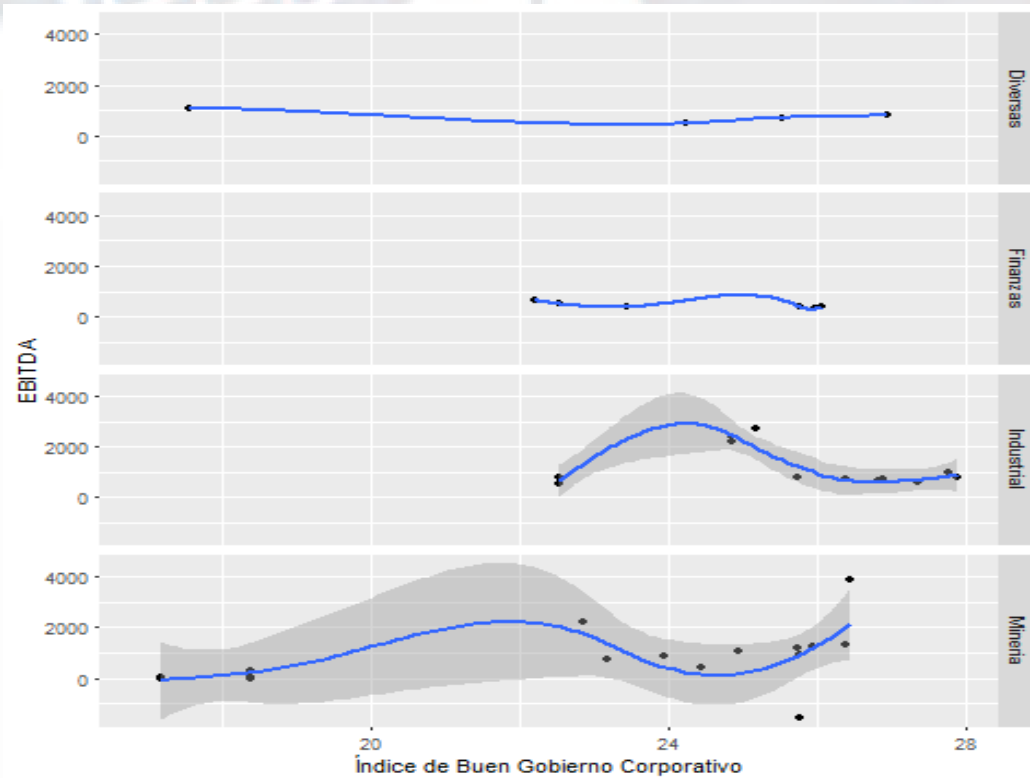


Figura 64. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EBITDA por sector económico.

Al analizar la relación entre el IBGC y los beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, que se presenta en la Figura 65, se observa que en el año 2016 se da la mayor dispersión entre los datos, con varias empresas mostrando pérdidas. A primera vista, no se encuentra relación entre las dos variables estudiadas, pero luego, en la Figura 66, se aprecia que para el año 2016 sí hay una relación positiva entre el IBGC y el EBITDA, lo que indica que aquellas empresas con un índice de buen gobierno corporativo alto son las que generan mayores beneficios. Pero esta tendencia no es clara en 2014 ni en 2015.

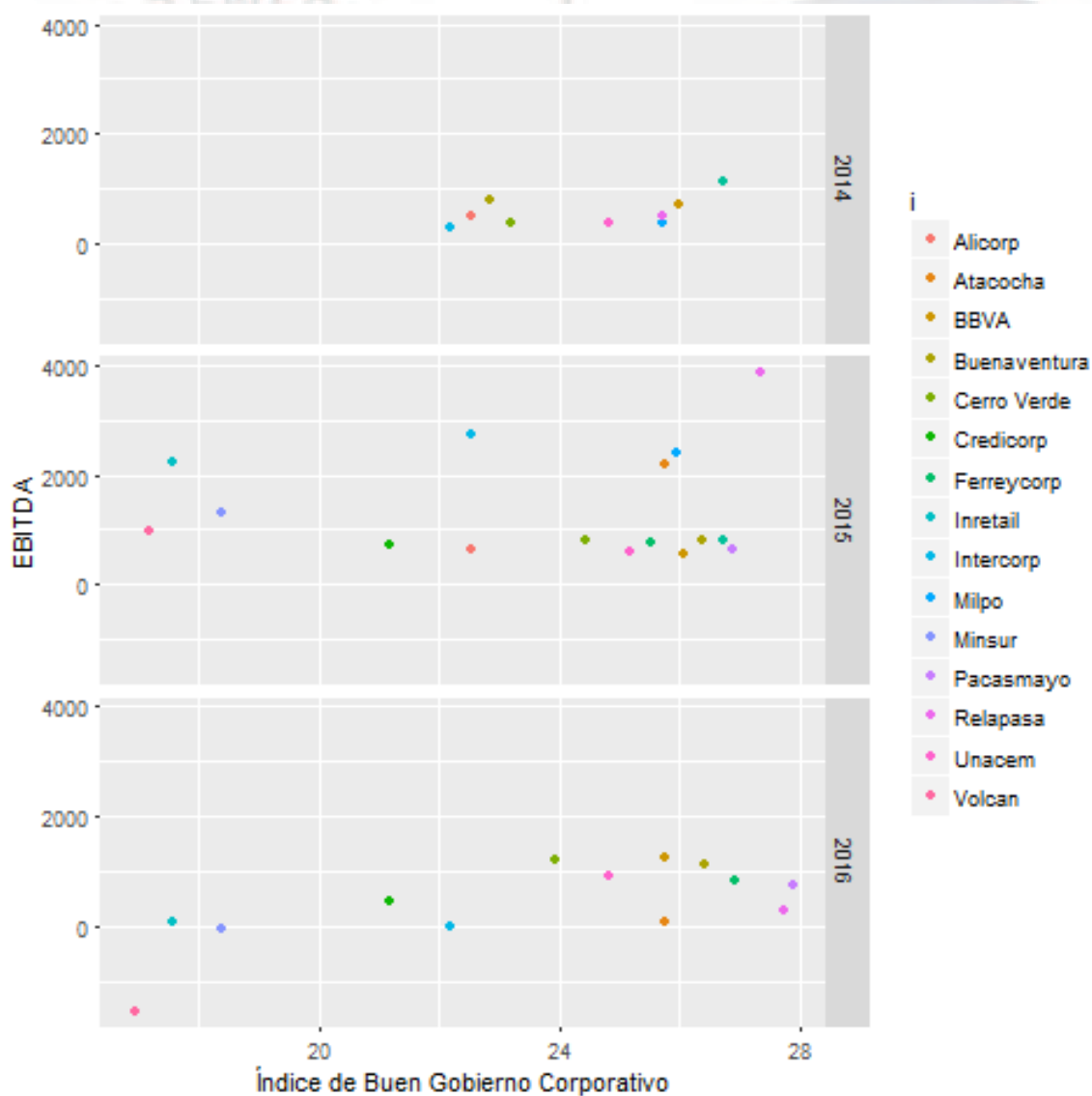


Figura 65. Relación entre el IBGC y el EBITDA por año.

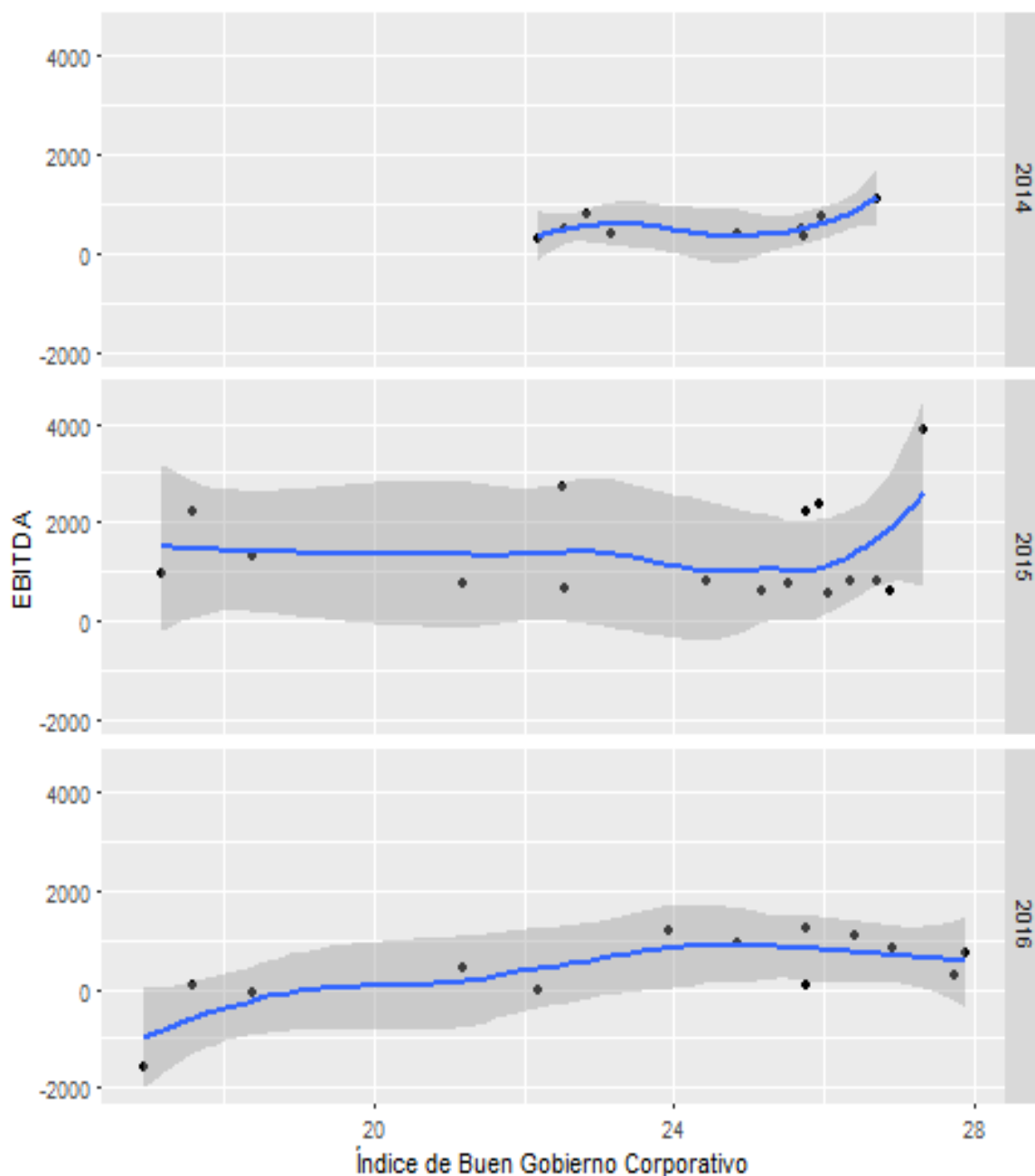


Figura 66. Tendencia en la relación entre el IBGC y EBITDA por año.

En la Figura 67 se combina el análisis por sector económico y por año, lo que permite apreciar que no hay relación entre el IBGC y los beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones. En el año 2014 la tendencia revela líneas rectas, en tres de los cuatro sectores económicos, como se presenta en la Figura 68, indicando que el IBGC no influye en la variable dependiente, que en este caso es el EBITDA. En cambio, para el sector de la minería se ven curvas, pero que no evidencian relación entre las dos variables.



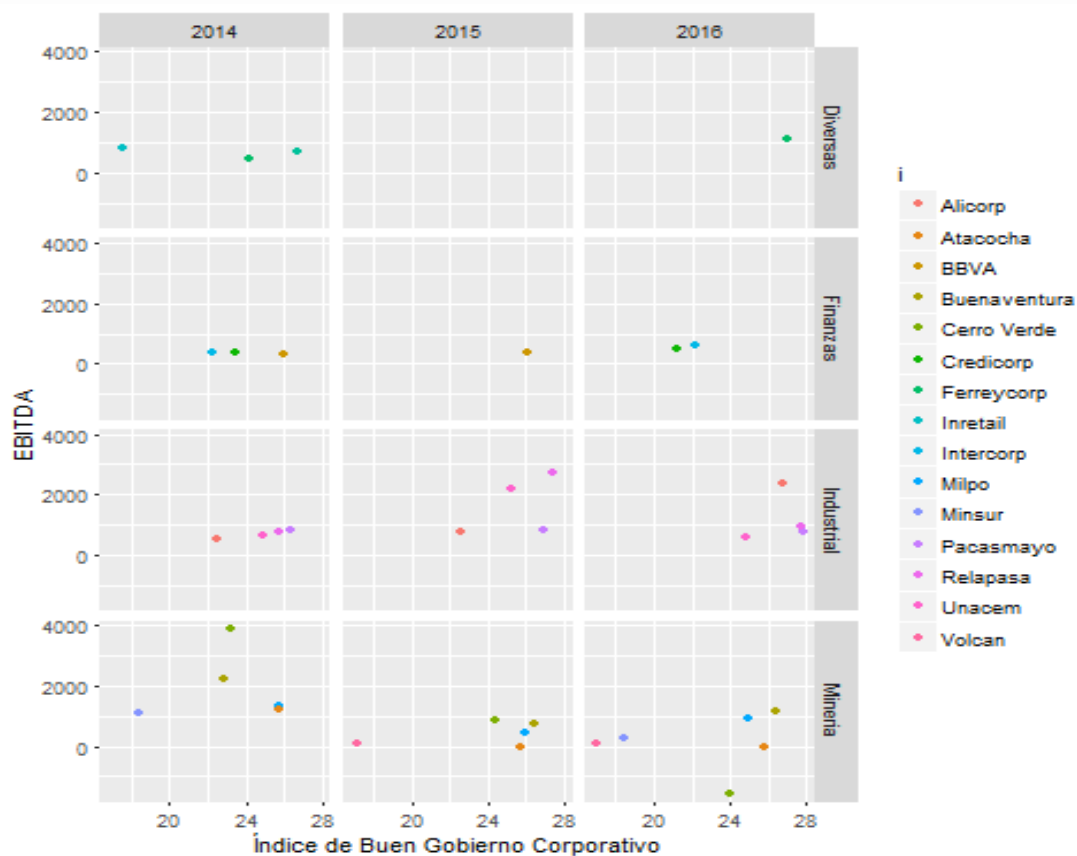


Figura 67. Relación entre el IBGC y el EBITDA, por año y por sector económico.

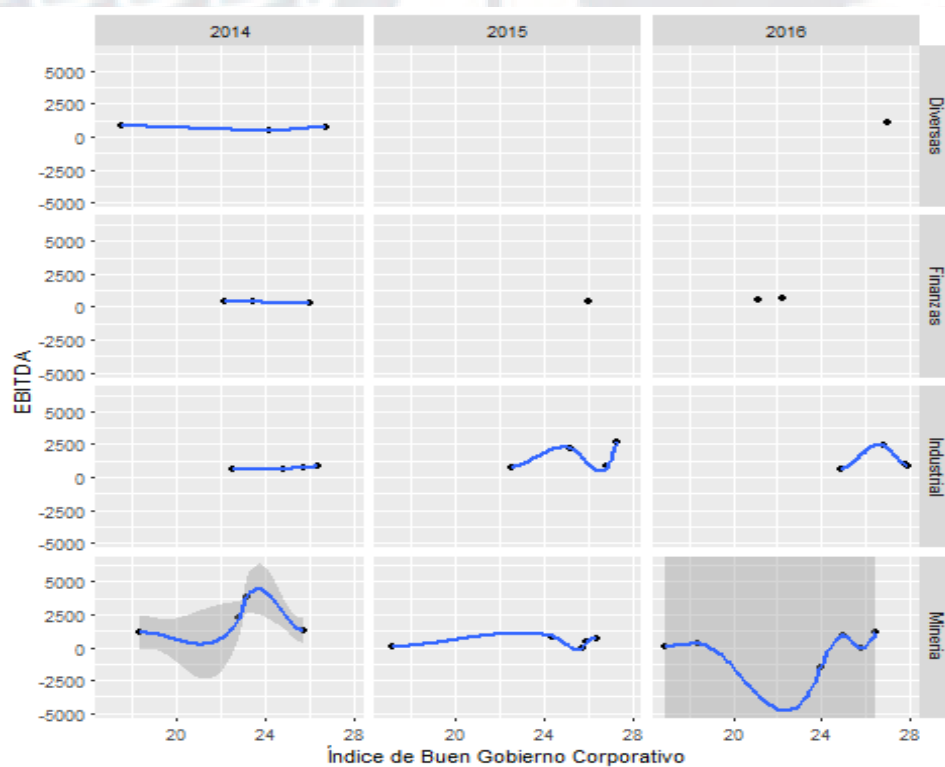


Figura 68. Tendencia en la relación entre el IBGC, por año y por sector económico.

**Valor de la empresa (EV).** Es una medida del valor total de una empresa y se calcula usando la capitalización del valor mercado más la deuda, los intereses minoritarios y las acciones preferentes; a todo esto, se le resta el efectivo y equivalente total. La Figura 69 corresponde a un gráfico de análisis bivariado, donde en el eje X se ha colocado a la variable independiente índice de buen gobierno corporativo (IBGC), y en el eje Y está el indicador valor de empresa (EV). Visualmente, se aprecia que no hay una relación entre estas dos variables, así como también se ve que todas las empresas incluidas en la muestra, excepto Cerro Verde, tienen un EV de 10,000 o menos.

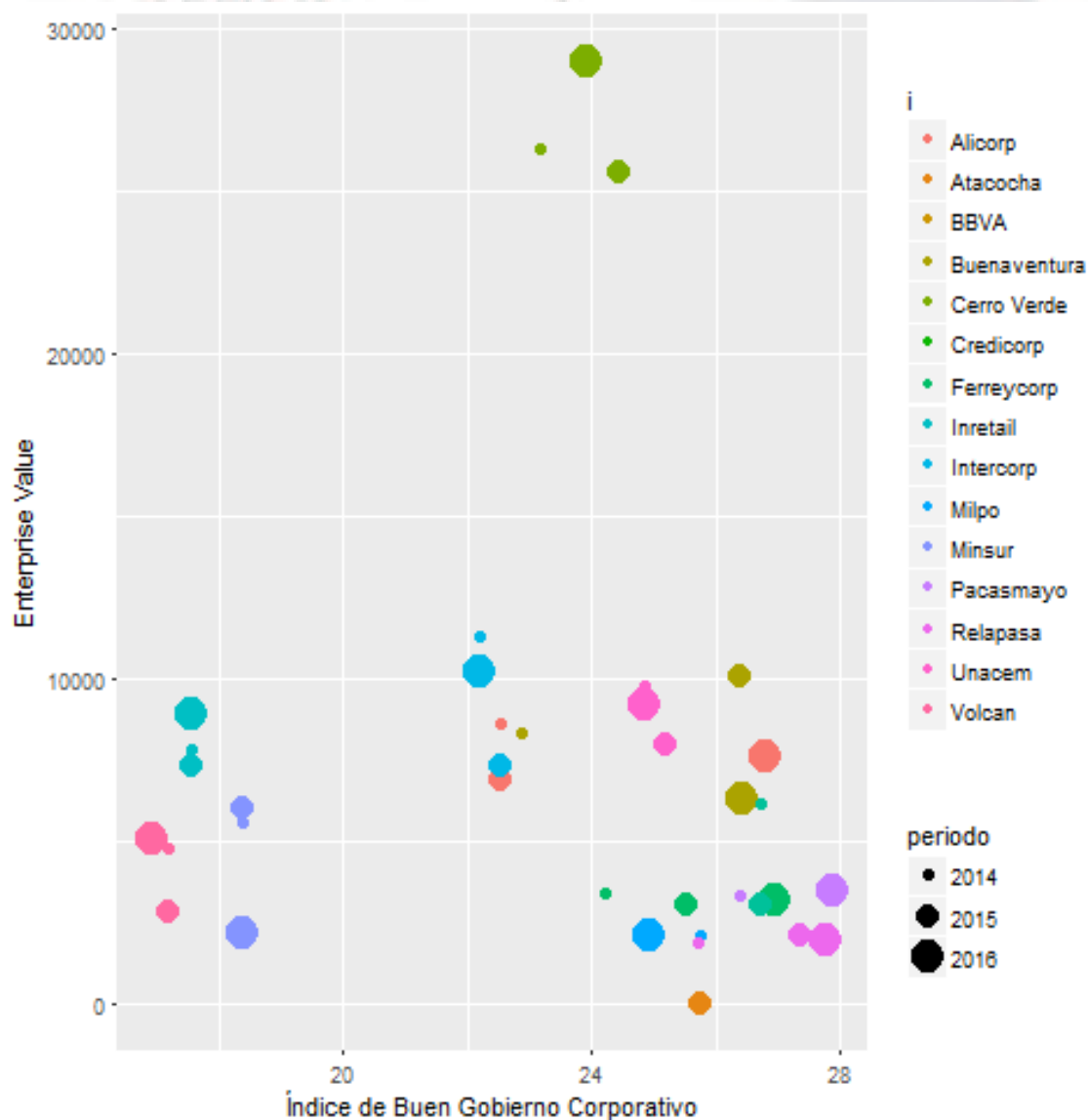
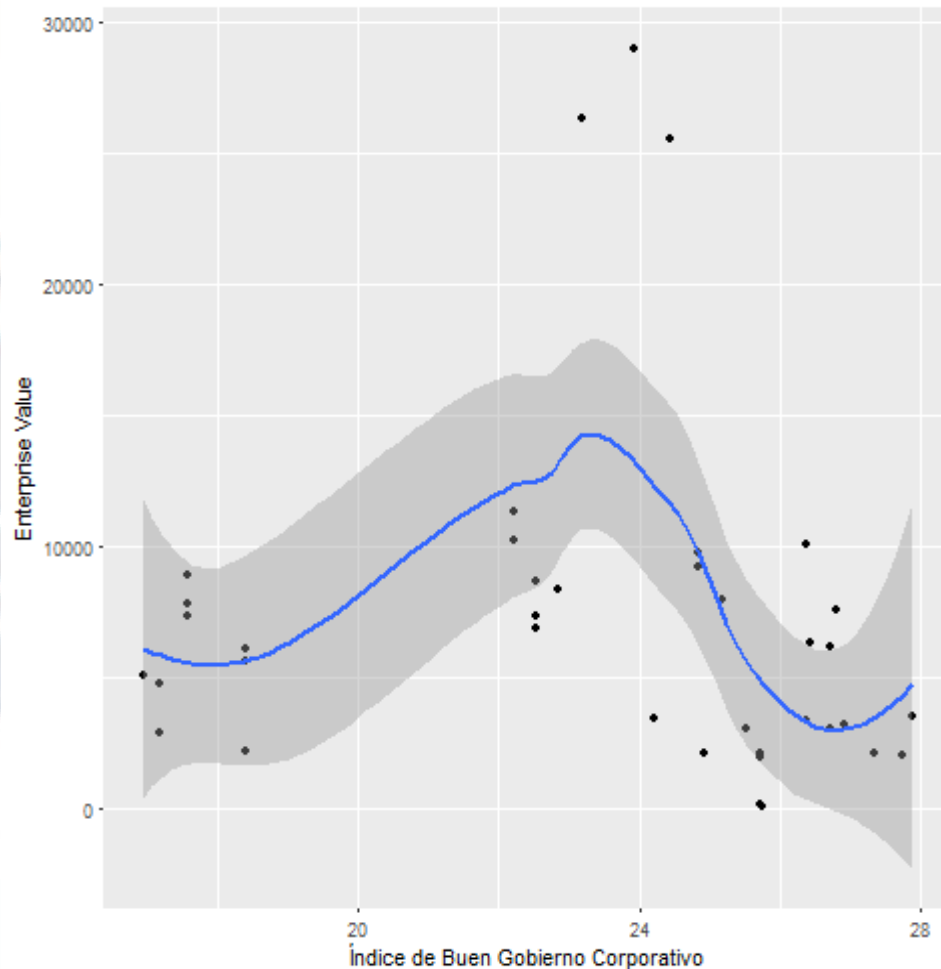


Figura 69. Relación entre el IBGC y el valor de la empresa (EV), por año y por empresa.

La Figura 70 contiene la misma información que la Figura 69, solo que con un análisis estadístico para ver tendencias en la relación entre las dos variables mencionadas. Los resultados indican que no hay relación entre el IBGC y el valor de la empresa (EV), ya que la variable dependiente oscila y no sigue al incremento en el índice de la variable independiente.



*Figura 70.* Tendencia en la relación entre el IBGC y el EV.

Al dividir a las empresas en sectores económicos, se ha construido la Figura 71, donde se ve que en ninguno de los cuatro grupos analizados hay una relación clara o directa entre el IBGC y el valor de empresa o EV. Esto se confirma en la Figura 72, donde únicamente dentro de las empresas mineras se aprecia una ligera tendencia positiva hacia la parte derecha de la curva.

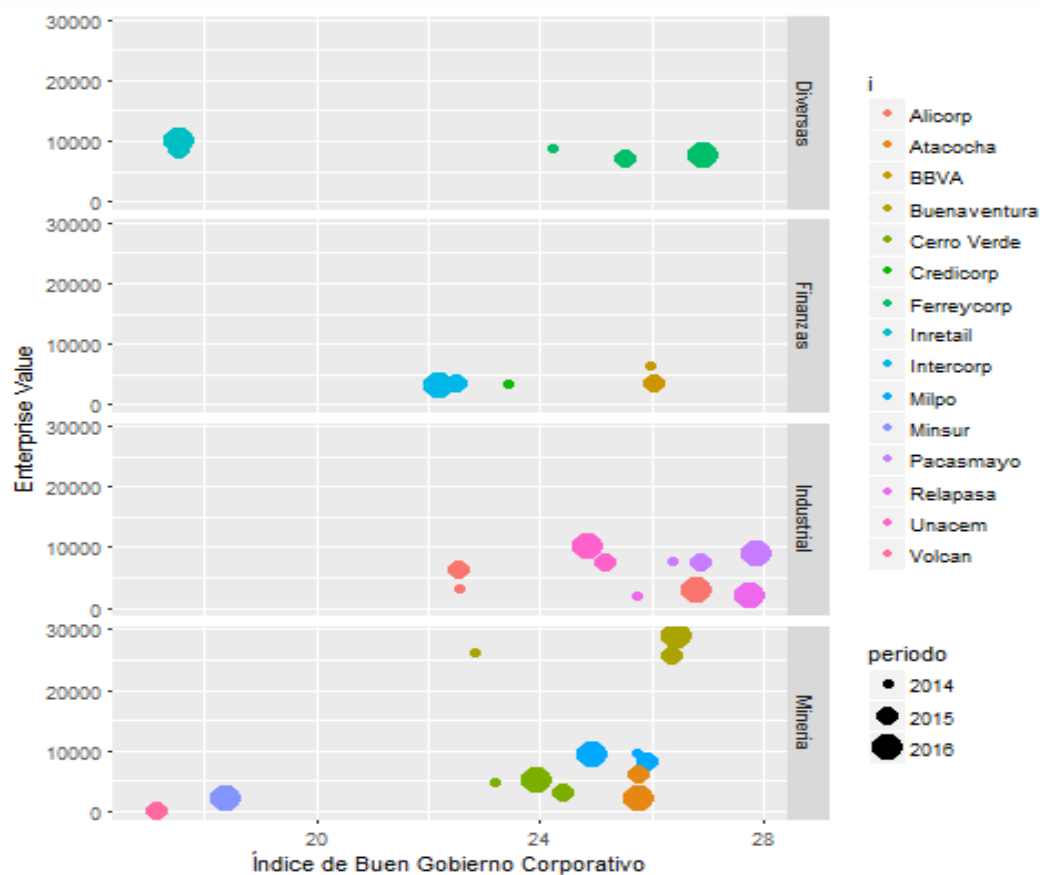


Figura 71. Relación entre el IBGC y el EV por sector económico.

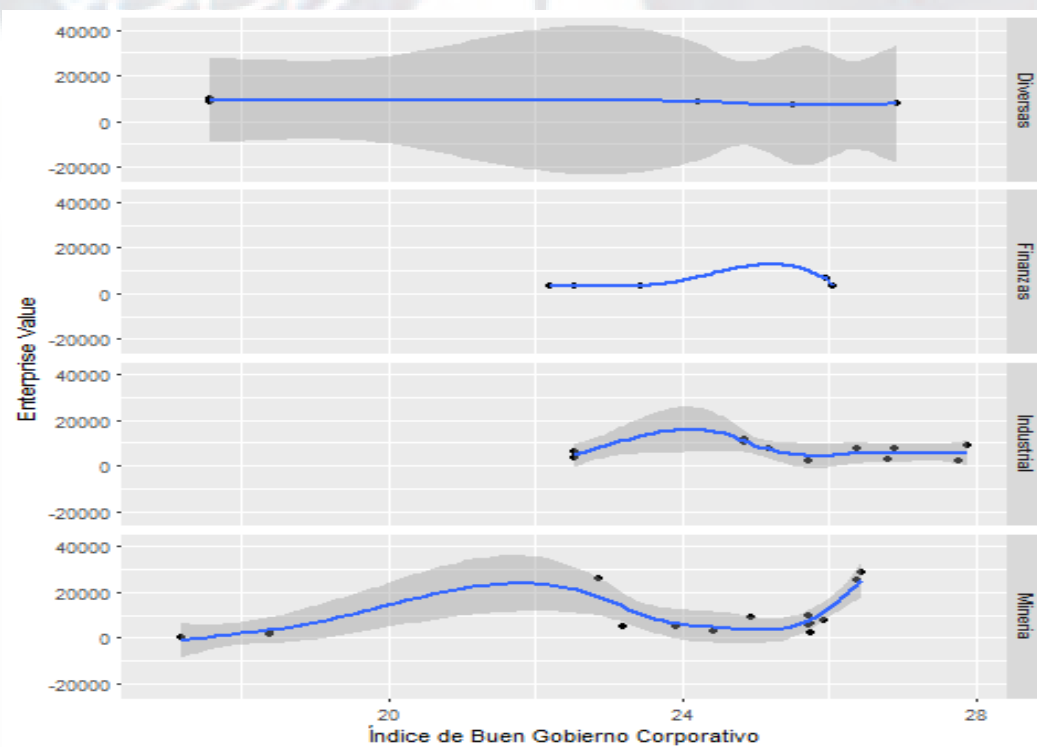


Figura 72. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EV por sector económico.

Para preparar la Figura 73, los datos se han organizado en torno a los tres años que tiene el período 2014-2016. Se observa que solamente en el año 2015 algunas empresas obtuvieron altos valores de empresa (EV), superando incluso 20,000 en algunos casos. Luego, en la Figura 74 se aprecia que para este mismo año sí hay una tendencia al aumento del valor de empresa, en la medida en que se incrementa el índice de buen gobierno corporativo.

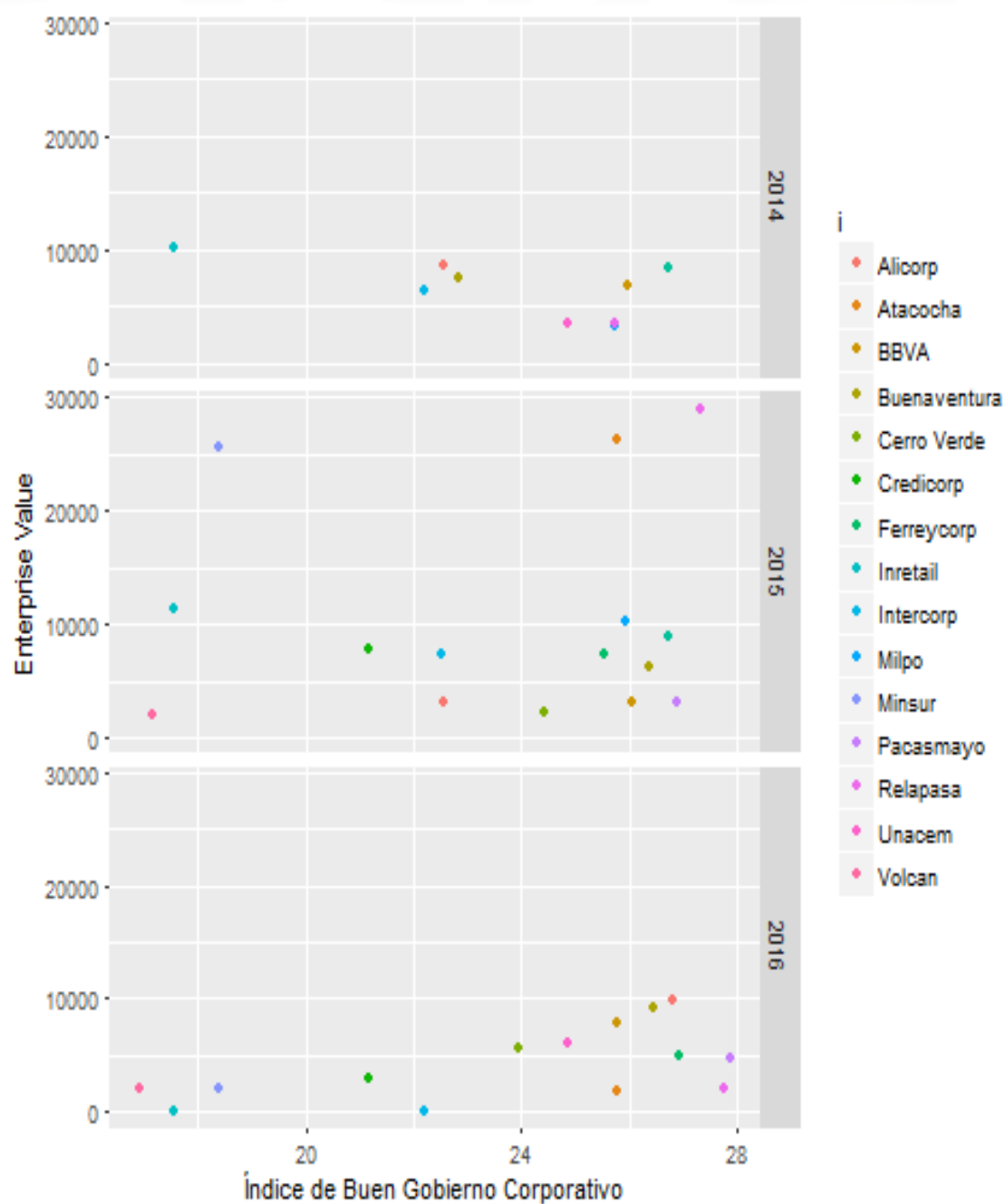


Figura 73. Relación entre el IBGC y el EV por año.

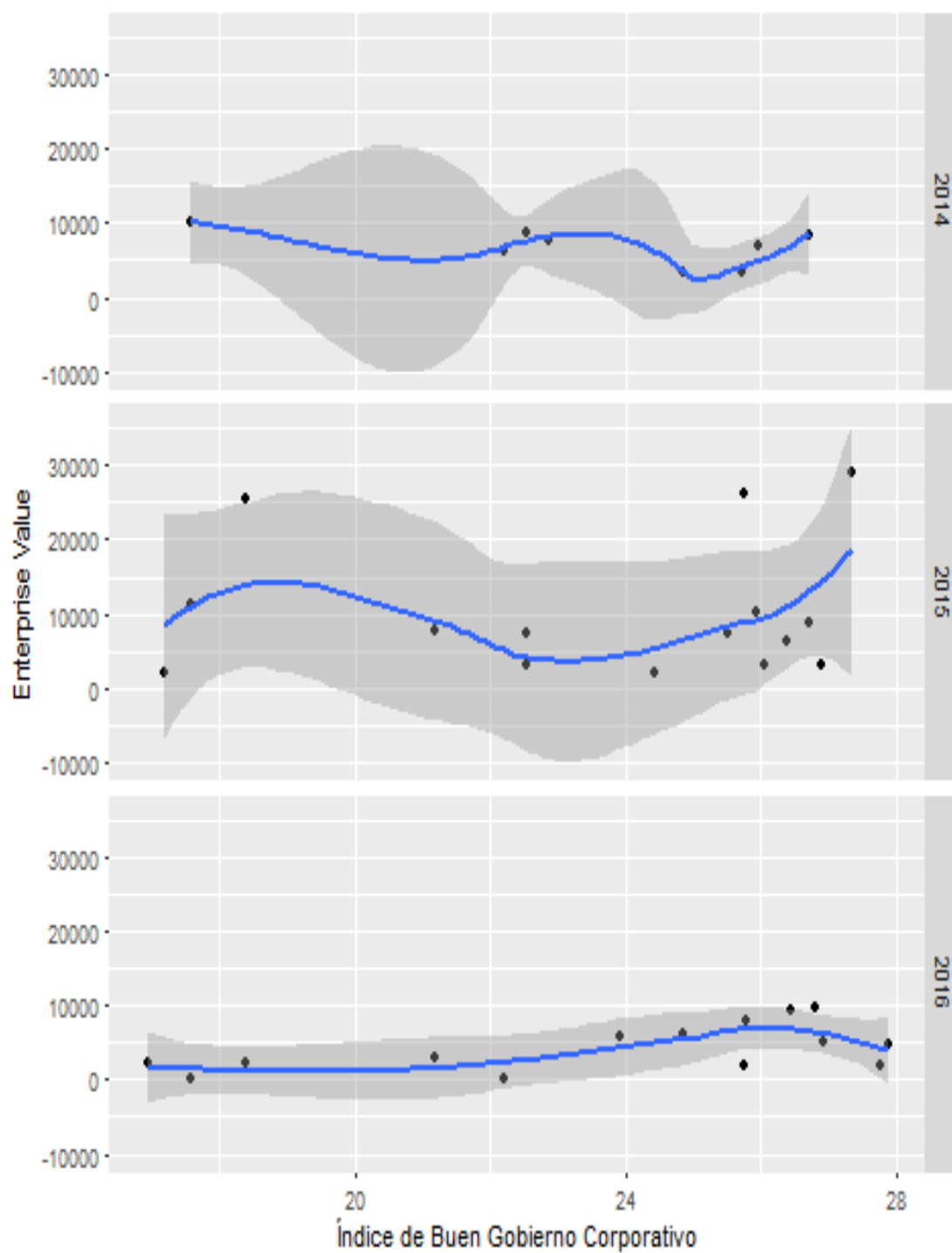


Figura 74. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EV por año.

La Figura 75 es una mezcla de los análisis anteriores, agrupando a las empresas en torno a los sectores económicos y al año, de manera simultánea. En general, no se observa relación alguna entre el IBGC y el valor de empresa (EV), al generarse líneas rectas de tendencia, como se ve en la Figura 76. Esto aplica para todos los cuadrantes.

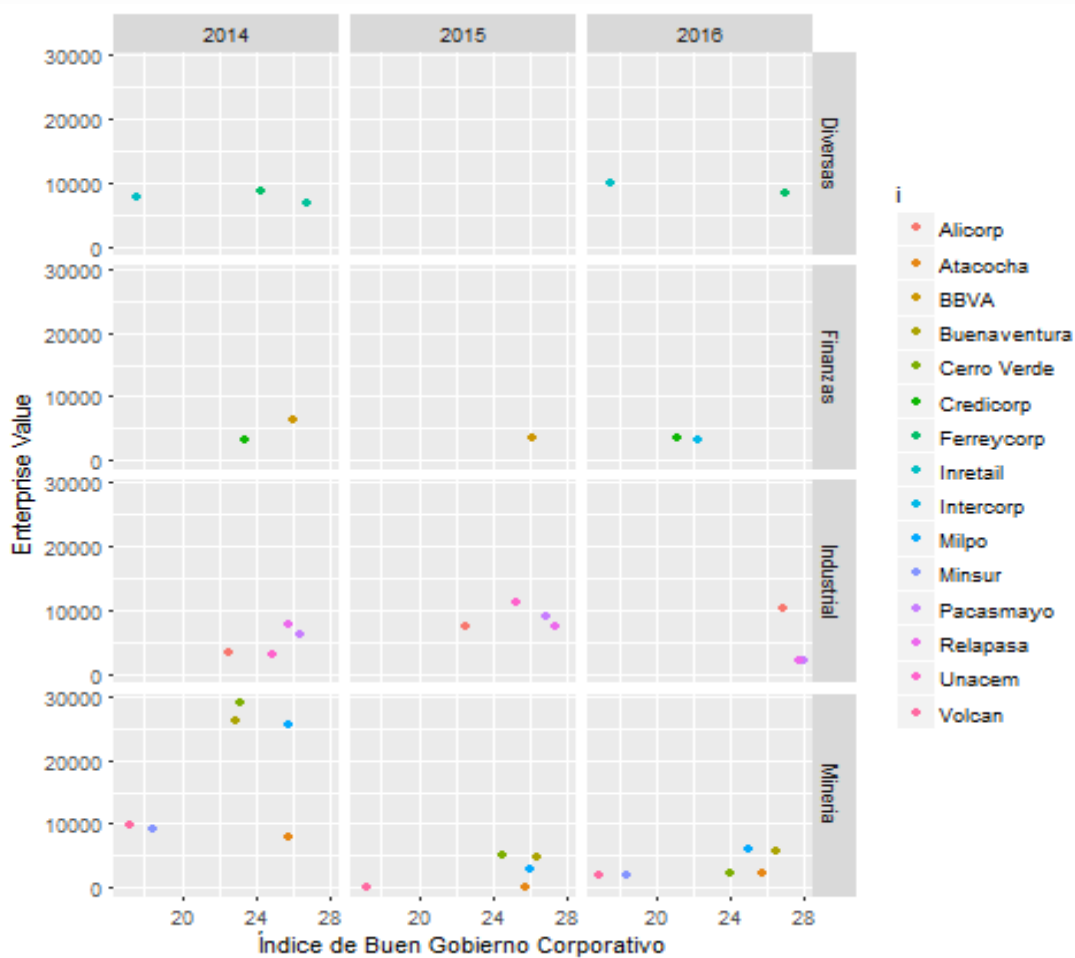


Figura 75. Relación entre el IBGC y el EV, por año y por sector económico.

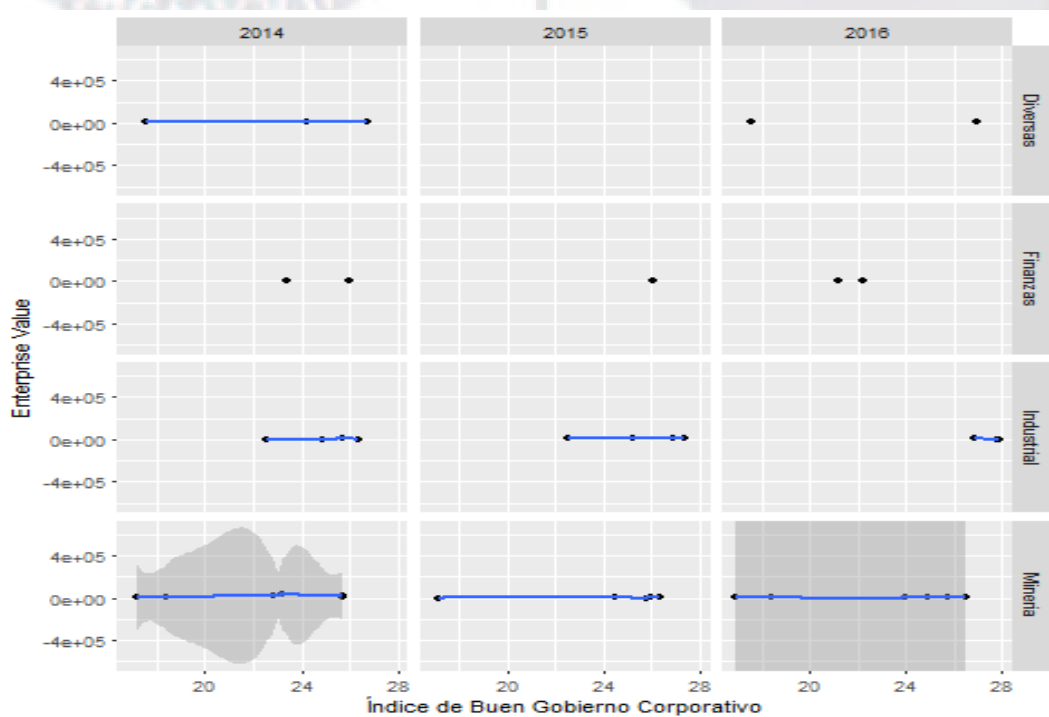


Figura 76. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EV, por año y por sector económico.

**Valor económico agregado (EVA).** Es la utilidad neta operativa después de impuestos menos el cargo de capital, que se obtiene al multiplicar el capital total por el costo de capital. En la Figura 77 se tiene un análisis bivariado, en el eje X se ha colocado el promedio de los indicadores que componen el índice de buen gobierno corporativo, y que ya han sido detallados anteriormente. Mientras que en el eje Y está el valor económico agregado o EVA. Con este gráfico se logra visualizar que no existe una relación entre ambas variables. Lo mismo que se confirma con la Figura 78, donde se aprecia que las oscilaciones en el EVA no están asociadas al valor del IBGC.

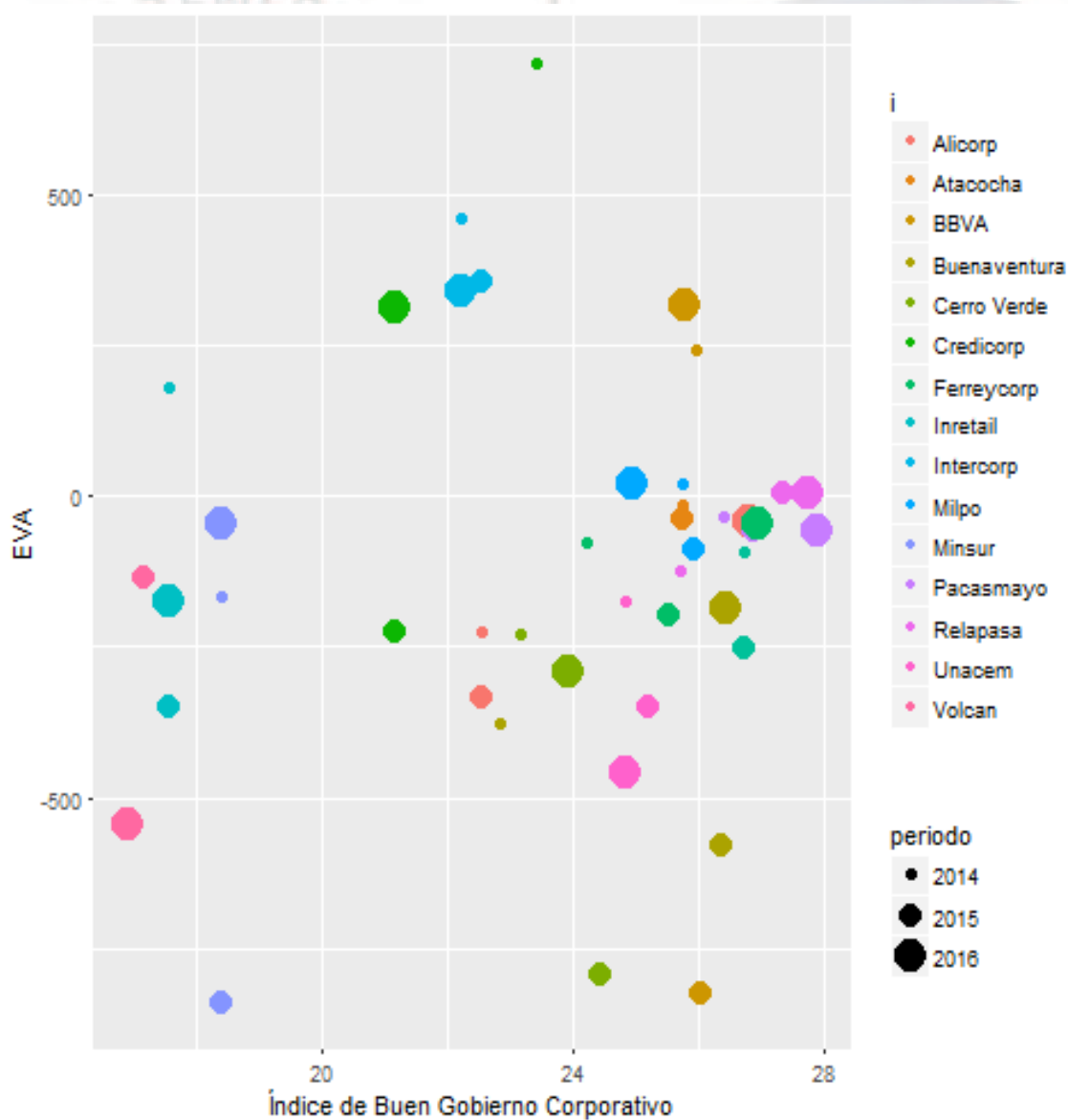
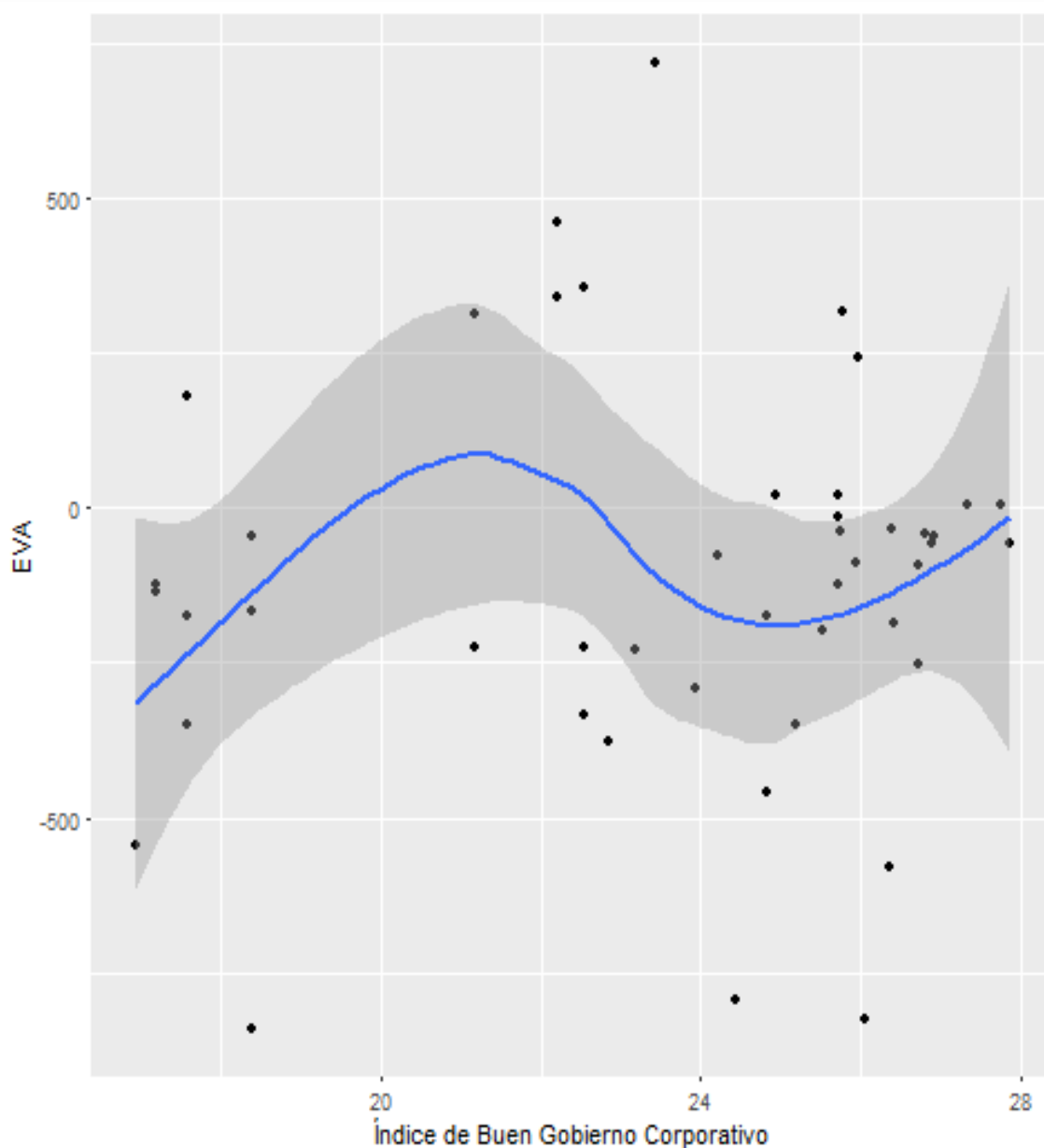


Figura 77. Relación entre el IBGC y el valor económico agregado (EVA), por año y por empresa.





*Figura 78.* Tendencia en la relación entre el IBGC y el EVA.

La Figura 79 permite apreciar la relación entre el IBGC como variable independiente (eje X) y el valor económico agregado o EVA como dependiente (eje Y), pero agrupando a las empresas por sector económico. Lo principal es que se observa que el EVA sufre grandes variaciones dentro de todos los sectores, pero son las empresas mineras las que han tenido un valor más negativo, a pesar de mostrar altos valores en el índice de buen gobierno corporativo. Posteriormente, en la Figura 80 se ve que no hay relación alguna entre las dos variables analizadas y es por ello que las tendencias por sector se asemejan a líneas rectas.

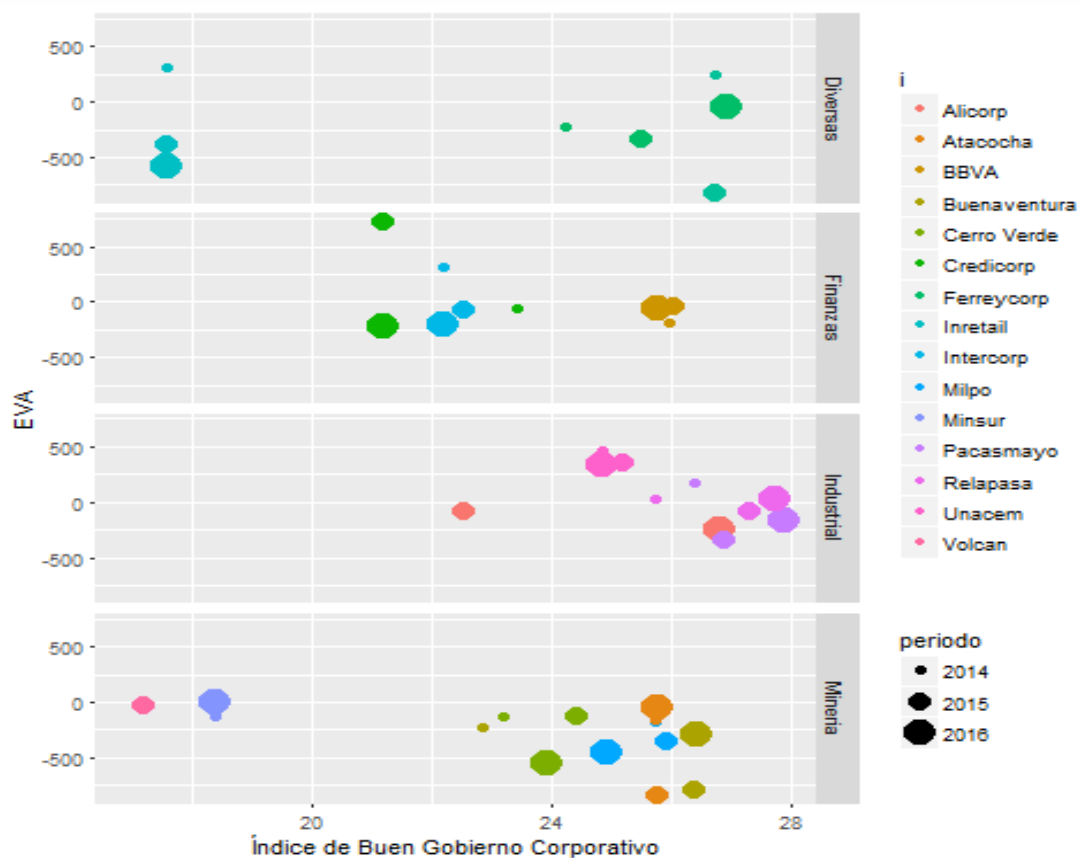


Figura 79. Relación entre el IBGC y el EVA por sector económico.

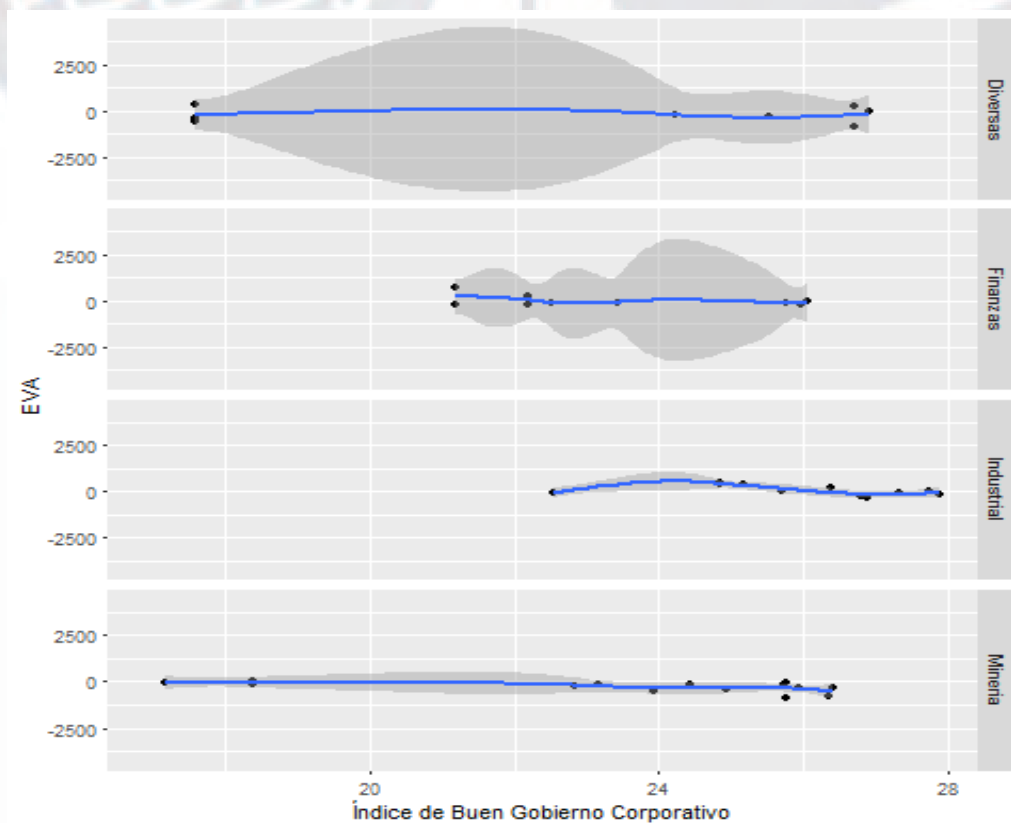


Figura 80. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EVA por sector económico.

Al analizar la relación entre el Índice de Buen Gobierno Corporativo y el EVA por año, que se presenta a continuación en la Figura 81, se aprecia que no hay relación entre las dos variables en ninguno de los tres períodos incluidos en la investigación. Esto se confirma con la Figura 82.

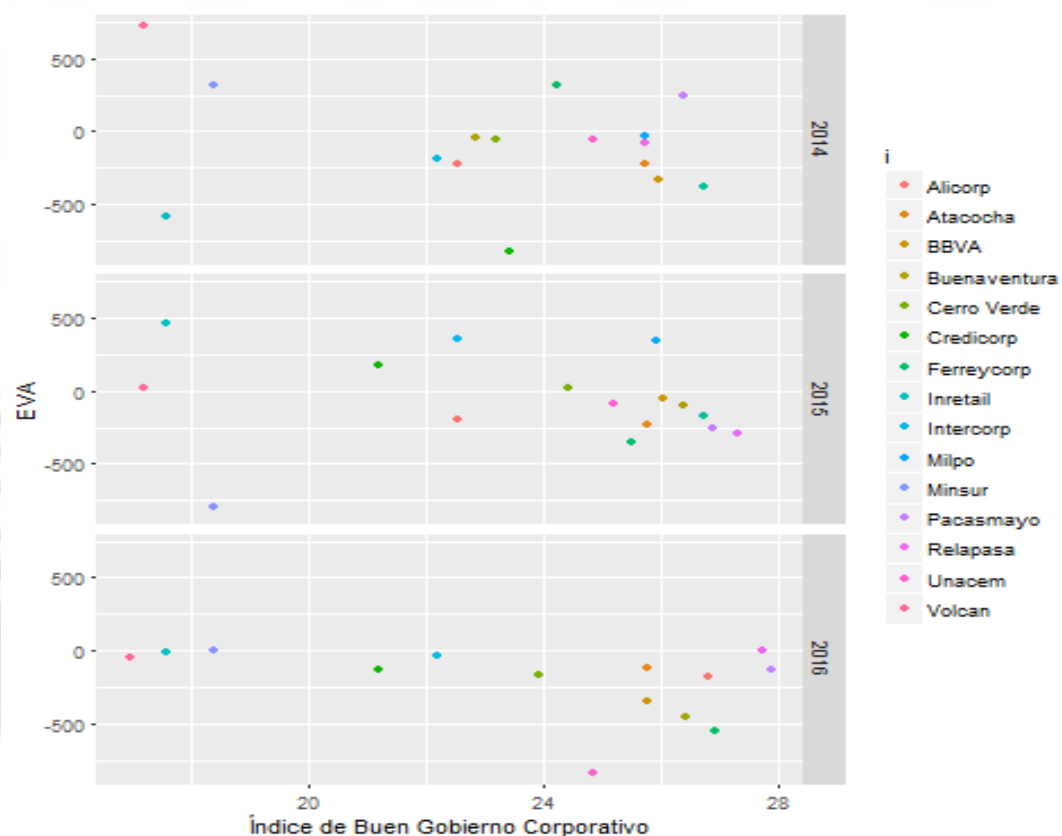


Figura 81. Relación entre el IBGC y el EVA por año.

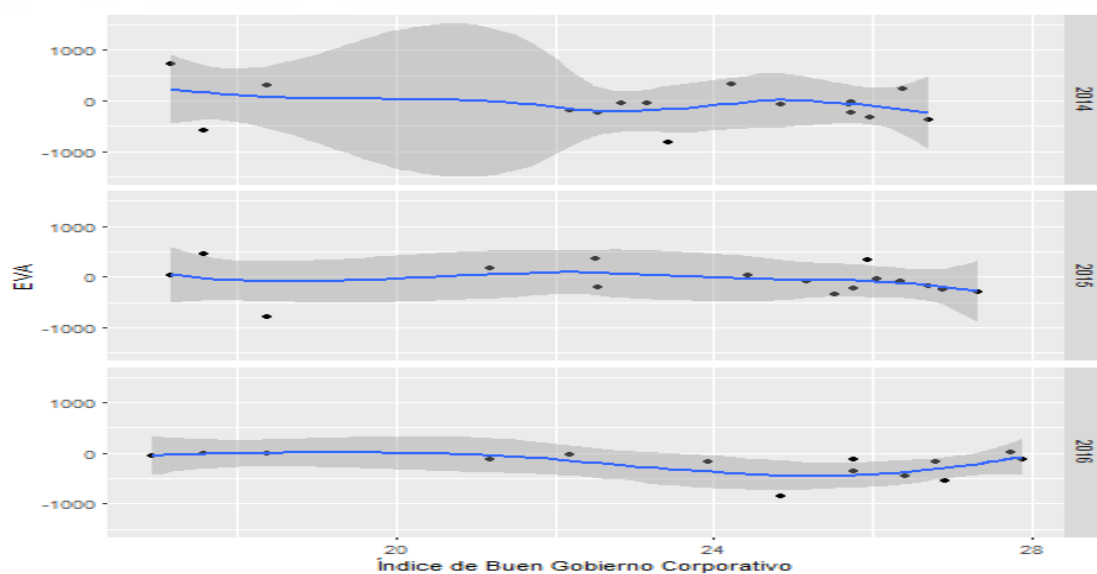


Figura 82. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EVA por año.

A continuación, en la Figura 83 se combina el análisis por sector económico y por año, para ver la relación entre el Índice de Buen Gobierno Corporativo y el EVA, lo cual se complementa con las líneas de tendencia de la Figura 84. Se puede apreciar que no existe relación entre las dos variables, independientemente del sector económico o del año que se trate.

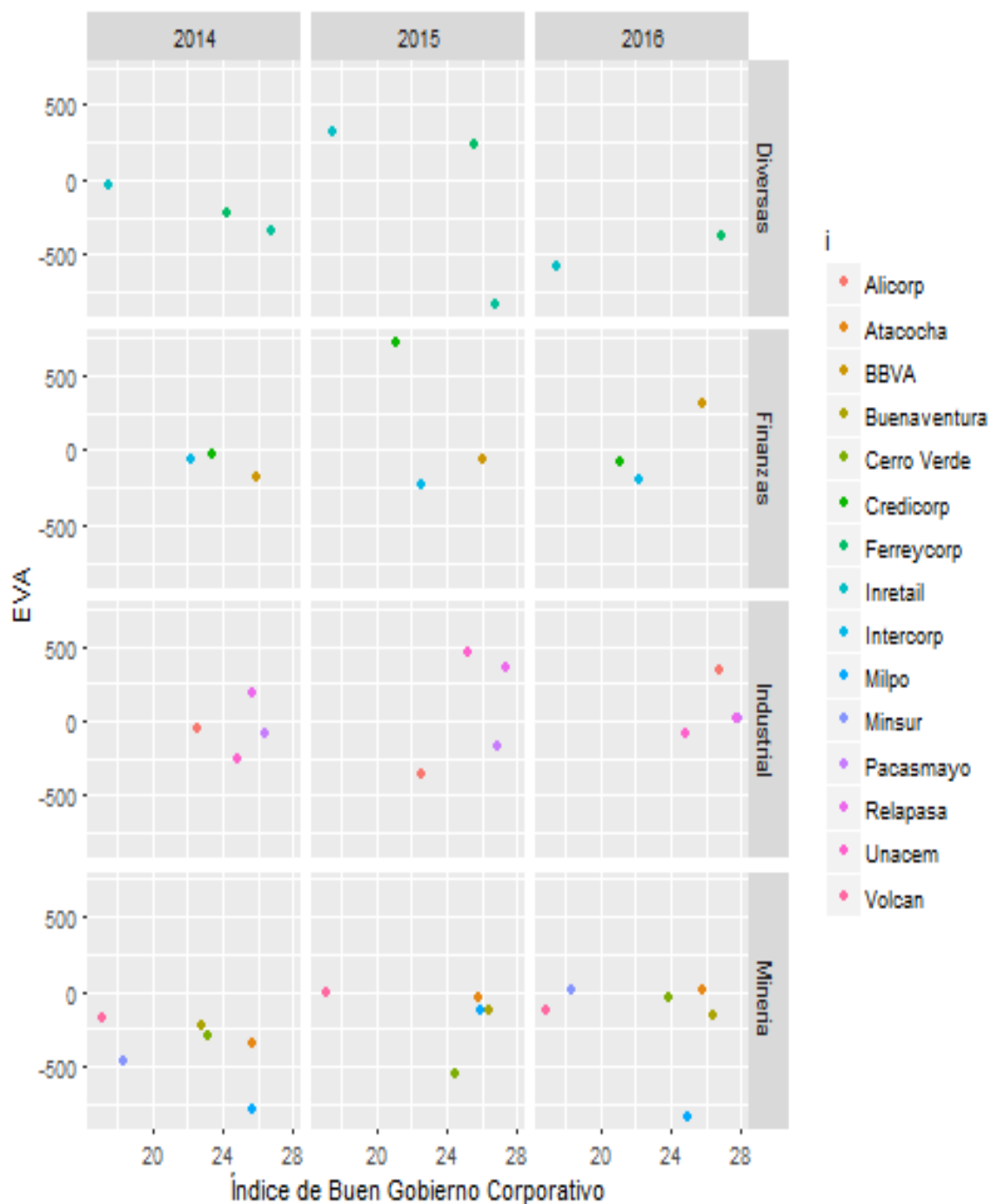


Figura 83. Relación entre el IBGC y el EVA, por año y por sector económico.

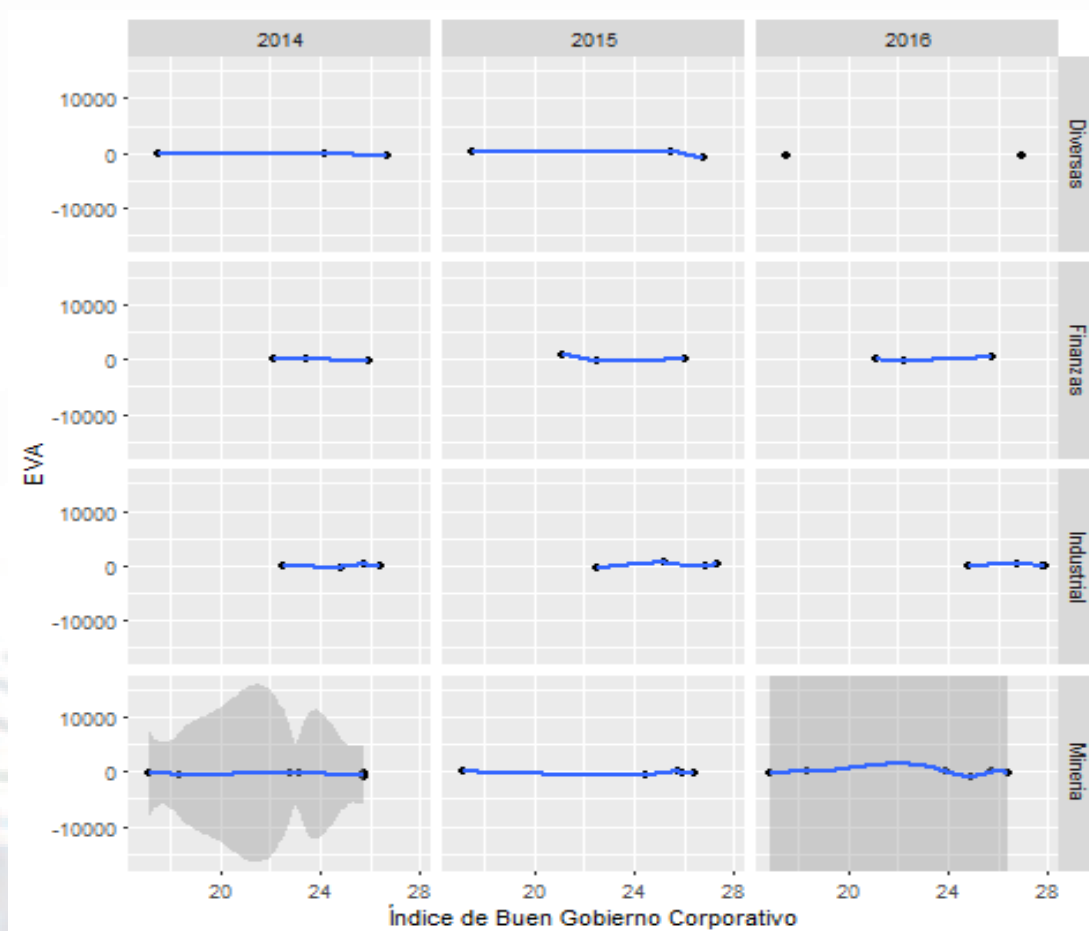


Figura 84. Tendencia en la relación entre el IBGC y el EVA, por año y por sector económico.

### 4.3. Relación entre Buen Gobierno Corporativo y Valor de las Empresas

En el punto anterior se presentaron análisis gráficos, los cuales evidenciaron que no existe relación entre el índice de buen gobierno corporativo y la generación de valor de la empresa, a través de diversos indicadores. Ahora, en la Tabla 5 se hace un análisis de regresiones para cada uno de estos indicadores, mostrándose el coeficiente, la significancia y el r-cuadrado.

El coeficiente corresponde al valor de la regresión entre el indicador de valor de la empresa y el índice de gobierno corporativo. Mientras que la significancia es el p-value de la prueba de significancia. En general, la relación entre las variables no es significativa y se generan valores r-cuadrados muy bajos. Por lo que se entiende que no existe relación entre el buen gobierno corporativo y los indicadores analizados.

Tabla 5

*Análisis de Regresiones entre las Variables de Estudio*

Indicador	Coefficiente	Significancia (%)	R-cuadrado (%)	Prueba de significancia (alfa=5%)	Prueba de significancia (alfa=10%)
Costo de capital promedio ponderado (WACC)	-0.10	49	1	No significativa	No significativa
Precio a ventas (PTS)	0.01	89	0	No significativa	No significativa
Precio a ganancias (P/E)	-1.61	76	0	No significativa	No significativa
Rendimiento sobre los activos (ROA)	0.28	26	3	No significativa	No significativa
Variación del ROA	0.26	12	6	No significativa	No significativa
Rendimiento sobre el capital invertido (ROIC)	0.04	92	0	No significativa	No significativa
Variación del ROIC	0.22	16	5	No significativa	No significativa
Rendimiento sobre el capital (ROC)	0.26	51	1	No significativa	No significativa
Variación del ROC	0.30	8	8	No significativa	Significativa
Ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT)	-25.54	62	1	No significativa	No significativa
Variación del EBIT	0.33	29	3	No significativa	No significativa
Beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA)	-18.64	66	1	No significativa	No significativa
Variación del EBITDA	-0.07	32	3	No significativa	No significativa
Valor de la empresa (EV)	-144.85	64	1	No significativa	No significativa
Variación del EV	-0.01	55	1	No significativa	No significativa
Valor económico agregado (EVA)	7.74	59	1	No significativa	No significativa

## Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

### 5.1. Conclusiones

Al culminar la presentación y análisis de los resultados, los investigadores concluyen que con la información generada sí ha sido factible dar respuesta al propósito general del estudio, el cual se refiere a determinar el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2014-2016. A continuación, se da respuesta a las preguntas de la investigación que se plantearon en el Capítulo I.

*¿Cuál es el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor de las empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima durante el período 2014-2016?* Se concluye que no hay relación entre la variable independiente índice de buen gobierno corporativo, y la variable dependiente valor de la empresa. Se llega a esta conclusión luego de analizar la relación entre el IBGC y varios indicadores que se utilizaron para operacionalizar la variable valor de la empresa.

Esto coincide con resultados encontrados anteriormente en el extranjero por Langebaek y Ortiz (2007), quienes analizaron la relación entre las mismas dos variables, pero entre las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Bogotá. Ellos definieron el valor de la empresa como valor de mercado y valor en libros; y a pesar de usar indicadores diferentes a los del presente estudio, los resultados llevaron a la misma conclusión. Así mismo, la investigación de Villada (2014), también en Colombia, pero enfocada en pequeñas y medianas empresas, llegó a la misma conclusión de que no existe relación entre el índice de buen gobierno corporativo y el valor de la empresa.

Los resultados de la presente investigación también coinciden con otros dos estudios realizados en el Perú. En primer lugar, se tiene la investigación de Acosta et al. (2016), quienes se enfocaron en empresas del sector minero, probando la hipótesis de que al adoptar

prácticas de buen gobierno corporativo, los administradores tienen capacidad de impactar positivamente en el valor de las empresas; para encontrar que es falsa. Luego, León et al. (2017) condujeron un estudio similar pero delimitado a empresas del sector seguros, y llegaron a la misma conclusión. Por tanto, ahora también hay evidencia de que la falta de relación entre el índice de buen gobierno corporativo y valor de la empresa no se limita a cierto sector, sino que se extiende a las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

***¿Cuáles son las empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima que tuvieron buen gobierno corporativo en los años 2014-2016?*** Las empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL) son 18, que corresponden a las empresas con mayor liquidez entre las que cotizan en la BVL. Pero se encontró que solamente 15 de estas 18 compañías emitieron informes de buen gobierno corporativo, de manera constante en el período 2014-2016. Las tres empresas que no publicaron esta información son: (a) Graña y Montero SAA, (b) Southern Copper Corp. y (c) Trevali Mining Corp. Por lo tanto, no hay evidencia de que estas tres empresas tengan buen gobierno corporativo.

Para las 15 empresas que sí publicaron información anual de buen gobierno corporativo durante el período 2014-2016 se encontró que hay una media de 0.757, donde el valor máximo es 1.00 al cumplir con todos los aspectos. Por tanto, se concluye que hay un nivel medio de buen gobierno corporativo. Se encontró que el mayor puntaje está en el pilar de riesgo y cumplimiento, mientras que el menor valor se encontró en transparencia de la información. De acuerdo con lo señalado por Siebens (2002), esto implica que no se han formado buenos gobiernos corporativos, ya que no hay una apertura completa porque no se brinda amplia información de manera transparente y oportuna.

Según Lefort y González (2008), es común que en América Latina la administración de las empresas recaiga muchas veces en los accionistas mayoritarios, y esto podría explicar



el incumplimiento total o completo con las normas del índice de buen gobierno corporativo que se ha encontrado en las empresas de la BVL. Debe mencionarse, que un nivel bajo en el IBGC implica que no se siguen los Principios de Gobierno Corporativo emitidos por la OCDE en el año 1999 y que tienen como objetivo proteger los derechos de los accionistas o propietarios (OCDE, 2004). Por tanto, es posible que esto desmotive la inversión, tal y como lo señalaron Highhouse et al. (2009).

***¿Qué empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, y que practican buen gobierno corporativo, generaron valor financiero entre los años 2014 - 2016?*** En relación con la variable valor de la empresa, esta se operacionalizó a través de los siguientes indicadores: (a) costo de capital promedio ponderado (WACC), (b) precio a ventas (PTS), (c) precio a ganancias (P/E), (d) rendimiento sobre los activos (ROA), (e) retorno sobre el capital invertido (ROIC), (f) rendimiento sobre capital (ROC), (g) ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT), (h) beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA); (i) valor de la empresa (EV), y (j) valor económico agregado (EVA). Se encontró que no hay un comportamiento estandarizado o un valor similar en ninguno de los indicadores para las empresas que integran el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL).

De las 15 empresas analizadas, se encontró que las siguientes generaron valor durante el período 2014-2016, al mostrar incrementos en la mayoría de los índices mencionados en el párrafo anterior: (a) BBVA Banco Continental SA, (b) Intercorp Financial Services Inc, (c) Compañía Minera Milpo SAA, (d) Alicorp SAA, (e) Refinería La Pampilla S.A.A. (Relapasa) y (f) Cementos Pacasmayo SAA. Esto implica que solamente seis de las 15 empresas que sí publican los resultados de buen gobierno corporativo, lograron crear valor entre 2014 y 2016.

Con el análisis de los indicadores de la variable valor de la empresa, pero agrupando los datos por sector económico, se encontró que hay comportamientos similares en algunos indicadores, como por ejemplo el costo de capital promedio ponderado o el rendimiento sobre los activos que tienen tasas similares por sector. Esto se refiere, por ejemplo, a que todas las empresas del sector industrial suelen tener un ROA similar, lo mismo que las financieras; lo cual se debe a que las empresas de un mismo sector tienen estructuras de activos similares (Isaac et al., 2009). Esto también ocurre con el rendimiento sobre capital (ROC) y con el rendimiento sobre capital invertido (ROIC).

Sin embargo, lo anterior no aplica para las empresas del sector minero, entre las cuales se encontró gran dispersión en los datos. Es así que mientras unas empresas han tenido rentabilidad, otras han generado importantes pérdidas, con valores negativos en los indicadores EBIT (ganancias antes de intereses e impuestos) y EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones). Situación que se agravó en el año 2016.

Así mismo, al analizar los resultados de valor de las empresas por año se encontró que varios indicadores asociados con rendimiento, ganancias y beneficios mostraron disminuciones durante el 2016. Pero esto no pudo ser atribuible a un efecto en la variación del índice de buen gobierno corporativo, por lo que se deben identificar cuáles son las otras posibles causas, cuyo efecto fue más perceptible para las empresas mineras que por las del sector industrial o financiero.

## **5.2. Recomendaciones**

A partir de las conclusiones de la investigación se plantean las siguientes recomendaciones:

1. A la Bolsa de Valores de Lima se le recomienda incrementar la exigencia en cuanto a la implementación de un buen gobierno corporativo y demandar la publicación oportuna de esta información junto con los estados financieros y las

memorias anuales. Para lograrlo se pueden reforzar las sanciones y aplicarlas oportunamente. No solo es importante exigir el cumplimiento de su publicación, sino que, se debería contar con un sistema de validación o contraste para las respuestas que las empresas proporcionan, lo antes mencionado permitirá incrementar la confiabilidad sobre el grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Adicionalmente, la encuesta realizada por la Bolsa de Valores de Lima a las empresas que conforman el mercado de valores, se basa principalmente en preguntas dicotómicas, cuya respuesta es sí o no. Este tipo de preguntas no permiten profundizar el análisis, ya que no se pueden medir características adicionales. En ese sentido, se recomienda la reestructuración de la encuesta.

2. A los administradores de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima se les recomienda seguir meticulosamente las normas de buen gobierno corporativo, porque esto garantiza el cuidado de los intereses de los accionistas y favorece la inversión.
3. A los inversionistas se les recomienda revisar detalladamente cuáles empresas cumplen con la entrega de la información solicitada de manera puntual, antes de tomar decisiones de inversión, las cuales no se pueden fundamentar solamente en potenciales resultados económicos.
4. A los estudiantes de finanzas y administración se les recomienda ahondar en las razones por las que empresas peruanas no adoptan las medidas de un buen gobierno corporativo.
5. A la comunidad académica se le recomienda conducir investigaciones para encontrar las causas de variaciones en el valor de las empresas, ya que se sabe que esto no está relacionado con el índice de buen gobierno corporativo.

### 5.3. Futuras Investigaciones

Con el análisis de los resultados se encontró que dentro del Índice de Buen Gobierno Corporativo, fue el pilar de transparencia de la información el que presentó menor valor medio de cumplimiento en las empresas que componen el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima. Entonces se propone la idea de realizar una investigación que ahonde en este tema, para comprender por qué las empresas peruanas que cotizan en la BVL no remiten oportunamente toda la información que se requiere, de acuerdo con la normativa. Dicho estudio podría ser cualitativo, para ahondar en las respuestas, describiendo la situación de estas empresas.

Se propone conducir una investigación correlacional, con enfoque cuantitativo, donde la variable dependiente continúe siendo el valor de las empresas, pero utilizando diferentes variables independientes. De acuerdo con la teoría, podrían escogerse variables como, por ejemplo, el cumplimiento de dispositivos legales del mercado de valores (Lefort & González, 2008).

Se propone utilizar metodologías más avanzadas de reconocimiento de patrones, por ejemplo, técnicas de Machine Learning. Estas técnicas modernas permitirían encontrar patrones no lineales que relacionarían el Índice de Buen Gobierno Corporativo con la generación de valor en las empresas.

## Referencias

- Abed, S., Al-Attar, A., & Suwaidan, M. (2012, enero). Corporate governance and earnings management: Jordanian evidence. *International Business Research*, 5(1), 216-225.
- Acosta, D., Barreda, P., Díaz, I., & Visso, D. (2016). *Prácticas de buen gobierno corporativo y su impacto en el valor de las empresas* (Tesis de licenciatura). Universidad de Ciencias Aplicadas, Lima, Perú.
- Arispe, A. (2017, 07 de marzo). No habrá desarrollo del mercado de valores sin research. *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/viva-la-bolsa/2017/03/07/no-hab>
- Bolsa de Valores de Lima. (2013). *Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/acercabuengobierno.html>
- Bolsa de Valores de Lima. (2018a). *Empresas*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/mercempresas.html>
- Bolsa de Valores de Lima. (2018b). *Índices en bolsa*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/estadist/mercindicesmercado.html>
- Brander, J., & Lewis, T. (1986). Oligopoly and financial structure: The limited liability effect. *The American Economic Review*, 76(5), 956-970.
- Carroll, A. (1989). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-506.
- Chu, M. (2012). *La creación de valor en las finanzas: Mitos y paradigmas*. Lima, Perú: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- Chun, R. (2005). Corporate reputation: Meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews*, 7(2), 91-109.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2004). *Valoración: Medición y gestión del valor*. Barcelona, España: Deusto.

- Cueto, D. (2015, 25 de junio). Gobierno corporativo: Un enfoque sistémico. *Conexión ESAN*. Recuperado de <https://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2015/06/25/gobierno-corporativo-enfoque-sistemico/>
- Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: Theory and practice*. New Jersey, NJ: Wiley.
- Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Donaldson, T. (1989). *The ethics of international business*. New York, NY: Oxford University Press.
- Duque, J. (2010, febrero). *Formulación de estrategias para la gestión del gobierno corporativo bajo el enfoque de la metodología de gerencia organizacional de proyectos. Caso de estudio consultora Ducado & Salom* (Tesis de maestría). Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, Venezuela.
- Enciclopedia Financiera. (s.f.). *Teoría de la eficiencia de los mercados*. Recuperado de <http://www.encyclopediainanciera.com/gestioncarteras/teoria-de-la-eficiencia-de-los-mercados.htm>
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: The real key to creating wealth*. Indianapolis, IN: Wiley.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Recuperado de [http://www.aempresarial.com/asesor/adjuntos/metodos\\_de\\_valorizacion\\_de\\_empresas.pdf](http://www.aempresarial.com/asesor/adjuntos/metodos_de_valorizacion_de_empresas.pdf)
- Fombrun, C. J. (1996). Reputation: Realizing value from the corporate image. *Harvard Business Press*, 10(1), 99-101.
- Fombrun, C. J., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.

- Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Marshfield, MD: Pitman.
- García, M. (2003): *El gobierno corporativo y las decisiones de desarrollo empresarial. Evidencia en las cajas de ahorros españolas* (Tesis Doctoral). Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Tenerife, España.
- George, D., & Mallery, P. (2003). *Spss for Windows step by step: A simple guide and reference* (4th ed.). Boston, MA: Allyn & Bacon.
- Gómez, R. (2002). *Una herramienta para la toma de decisiones gerenciales: La creación de valor (EVA)*. Recuperado de <http://www.ugr.es/~rgomezl/documentos/publiclibros/CreacionValor/CreaciondeValor.pdf>
- Goodpaster, K. E. (1991). Business ethics and stakeholder analysis. *Business Ethics Quarterly*, 1(1), 53-73.
- Gruber, M., & Ross, S. (1978). The current status of the capital asset pricing model (CAPM). *Journal of Finance*, 33(3), 885-901.
- Gruszczynski, M. (2006). *Corporate Governance and Financial Performance of Companies in Poland*. *International Advances In Economic Research*, 12 (2), 251-259.
- Harding, M. (2011). *Eficiencia de mercado y regulación financiera: El nuevo paradigma y una aplicación al caso chileno* (Tesis de licenciatura). Universidad de Chile, Santiago de Chile, Chile.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista P. (2010). *Metodología de la investigación* (5a ed.). México, D. F., México: McGraw-Hill.
- Highhouse, S., Broadfoot, A., Yugo, J. E., & Devendorf, S. (2009). Examining corporate reputation judgments with generalizability theory. *The Journal of Applied Psychology*, 94(3), 782-789.

- Indacochea A. (2005). *Una propuesta para mejorar las prácticas de gobierno corporativo en el Perú*. Lima, Perú: CENTRUM Católica.
- Isaac, J., Flores, O., Hernández, F., Torres, C., & García, C. (2009, junio). La rentabilidad económica (ROA) en las pymes exportadoras de Monterrey Nuevo León, México. *Observatorio de la Economía Latinoamericana*, (116), 1-19.
- Jensen, M. (1986, mayo). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnston, D. (2004). *White paper sobre gobierno corporativo en América Latina*.  
Recuperado de  
[https://mba.americaeconomia.com/sites/mba.americaeconomia.com/files/gobierno\\_corporativo.pdf](https://mba.americaeconomia.com/sites/mba.americaeconomia.com/files/gobierno_corporativo.pdf)
- Klapper, L., & Love, I. (2004). *Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets*. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Krafft, J., Qu, Y., Quatraro, F., & Ravix, J. (2014). *Corporate Governance, Value and Performance of Firms: New Empirical Results on Convergence from a Large International Database*. *Industrial and Corporate Change*, 23 (2), 361-397.
- La Bonilla F. (2010, enero-junio). El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio. *Revista Nacional de administración*, 1(1), 55-70.
- Langebaek, A., & Ortiz, J. (2007, julio). Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. *Borradores de Economía*, (447), 1-37.
- Ledesma, R., Molina, G., & Valero, P. (2002, diciembre). Análisis de consistencia interna mediante Alfa de Cronbach: Un programa basado en gráficos dinámicos. *Psico-USF*, 7(2), 143-152.



- Lefort, F., & González, R. (2008). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile. *Revista ABANTE*, 11(1), 17-37.
- León, R., Mayegibo, S., Noriega, F., & Terrones, J. (2017). *Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas representativas del sector seguros en Lima* (Tesis de maestría). CENTRUM Católica, Lima, Perú.
- Lerna, H. (2017). *Metodología de la investigación: Propuesta, anteproyecto y proyecto*. Bogotá, Colombia: ECOE.
- López, V., & Iglesias, S. (2006). Percepciones directivas del recurso reputación: Estudio empírico de sus relaciones con el rendimiento empresarial. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 1(28), 139-160.
- Lozano, M. B. (2005, junio). El mercado de control empresarial ante el conflicto de agencia accionista-directivo. *Tribuna Económica*, (823), 217-233.
- Malhorta, N. (2008). *Investigación de mercados* (5a ed.). México D. F., México: Pearson.
- Manotas, D., & Manyoma, P. (2000). Hacia una nueva métrica financiera basada en teoría de restricciones. *Estudios Gerenciales*, 16(76), 61-75.
- Martínez, I. M., & Olmedo, I. (2010). Revisión teórica de la reputación en el entorno empresarial. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 13(44), 59-77.
- Martínez, J. (2013, 05 de febrero). Ventajas del SPSS [Publicación en un blog]. Recuperado de <http://tuspss.blogspot.pe/2013/02/ventajas-del-spss.html>
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* (5a ed.). Madrid, España: Ecobook.
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico. (2004). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico. (2016). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE y del G20*. Recuperado de <http://www.ecgi.global/download/file/fid/11988>
- Paz-Ares, C. (2004). *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*. Recuperado de [http://www.indret.com/pdf/182\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf)
- Peters, T., & Waterman, T. (1982). *En busca de la excelencia: Lecciones de las empresas mejor gestionadas de Estados Unidos*. Barcelona, España: Folio.
- Powell, W., & DiMaggio, P. (Eds). (1991). *The new institutionalism in organizational analysis*. Chicago, IL: University of Chicago.
- Prats, J. (2001, octubre). Gobernabilidad democrática para el desarrollo humano. Marco conceptual y analítico. *Revista Instituciones y Desarrollo*, (10), 103-148.
- Rapallo, M. (2002). *La creación de valor: Una aproximación* (Documentos de Trabajo de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales). Madrid, España: Universidad Complutense de Madrid.
- Roberts, P., & Dowling, G. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093.
- Rubio, B., & Aragón, A. (2002). Factores explicativos del éxito competitivo: Un estudio empírico en la pyme. *Cuadernos de Gestión*, 2(1), 49-64.
- Sarmiento, J. (2016). *Valoración de empresas*. Recuperado de <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>
- Scott, J. (2000). *Social network analysis: A handbook* (2a ed.). Londres, Inglaterra: Sage.
- Sharpe, W., Alexander, G., & Bailey, J. (1999). *Investments* (6a ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

- Siebens, H. (2002). Concepts and working instruments for corporate governance. *Journal of Business Ethics*, 39(1/2), 109-116.
- Vargas, J. (2006, agosto). Análisis de fundamentos de la teoría institucional. *Revista Digital Universitaria*, 6(8), 1-21.
- Vidarte, J. (2009). El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Gestión & Desarrollo*, 6(2), 103-110.
- Villada, L. (2014). *Gobierno corporativo, mecanismo para generar esquemas de competitividad e innovación en las pyme concentradas en Santiago de Cali: Un estudio de casos* (Tesis de maestría). Universidad Autónoma de Occidente, Cali, Colombia.
- Wessels, C. (2003, junio). Reputation defined. *CSR Magazine*, 2(3), 28-29.
- Zucker, L. (1987). Institutional theories of organization. *Annual Review of Sociology*, (13), 443-464.

## **Apéndice A: 26 Principios de Buen Gobierno Corporativo para Sociedades Peruanas**

### **I. Los Derechos de los Accionistas**

1. No se debe incorporar en la agenda asuntos genéricos, debiéndose precisar los puntos a tratar de modo que se discuta cada tema por separado, facilitando su análisis y evitando la resolución conjunta de temas respecto de los cuales se puede tener una opinión diferente.
2. El lugar de celebración de las Juntas Generales se debe fijar de modo que se facilite la asistencia de los accionistas a las mismas.
3. Los accionistas deben contar con la oportunidad de introducir puntos a debatir, dentro de un límite razonable, en la agenda de las Juntas Generales.

Los temas que se introduzcan en la agenda deben ser de interés social y propios de la competencia legal o estatutaria de la Junta. El Directorio no debe denegar esta clase de solicitudes sin comunicar al accionista un motivo razonable.

El estatuto no debe imponer límites a la facultad que todo accionista con derecho a participar en las Juntas Generales pueda hacerse representar por la persona que designe.

4. Es recomendable que la sociedad emisora de acciones de inversión u otros valores accionarios sin derecho a voto, ofrezca a sus tenedores la oportunidad de canjearlos por acciones ordinarias con derecho a voto o que prevean esta posibilidad al momento de su emisión.

### **II. Tratamiento Equitativo de los Accionistas**

5. Se debe elegir un número suficiente de directores capaces de ejercer un juicio independiente, en asuntos donde haya potencialmente conflictos de intereses,

pudiéndose, para tal efecto, tomar en consideración la participación de los accionistas carentes de control.

6. Los directores independientes son aquellos seleccionados por su prestigio profesional y que no se encuentran vinculados con la administración de la sociedad ni con los accionistas principales de la misma.

### **III. Comunicación y Transparencia Informativa**

7. Si bien, por lo general las auditorías externas están enfocadas a dictaminar información financiera, éstas también pueden referirse a dictámenes o informes especializados en los siguientes aspectos: peritajes contables, auditorías operativas, auditorías de sistemas, evaluación de proyectos, evaluación o implantación de sistemas de costos, auditoría tributaria, tasaciones para ajustes de activos, evaluación de cartera, inventarios, u otros servicios especiales.

Es recomendable que estas asesorías sean realizadas por auditores distintos o, en caso las realicen los mismos auditores, ello no afecte la independencia de su opinión. La sociedad debe revelar todas las auditorías e informes especializados que realice el auditor.

Se debe informar respecto a todos los servicios que la sociedad auditora o auditor presta a la sociedad, especificándose el porcentaje que representa cada uno, y su participación en los ingresos de la sociedad auditora o auditor.

8. La atención de los pedidos particulares de información solicitados por los accionistas, los inversionistas en general o los grupos de interés relacionados con la sociedad, debe hacerse a través de una instancia y/o personal responsable designado al efecto.
9. Los casos de duda sobre el carácter confidencial de la información solicitada por los accionistas o por los grupos de interés relacionados con la sociedad deben ser

resueltos. Los criterios deben ser adoptados por el Directorio y ratificados por la Junta General, así como incluidos en el estatuto o reglamento interno de la sociedad. En todo caso la revelación de información no debe poner en peligro la posición competitiva de la empresa ni ser susceptible de afectar el normal desarrollo de las actividades de la misma.

10. La sociedad debe contar con auditoría interna. El auditor interno, en el ejercicio de sus funciones, debe guardar relación de independencia profesional respecto de la sociedad que lo contrata. Debe actuar observando los mismos principios de diligencia, lealtad y reserva que se exigen al Directorio y la Gerencia.

#### **IV. Las Responsabilidades del Directorio**

11. El Directorio debe realizar ciertas funciones claves, a saber: Evaluar, aprobar y dirigir la estrategia corporativa; establecer los objetivos y metas así como los planes de acción principales, la política de seguimiento, control y manejo de riesgos, los presupuestos anuales y los planes de negocios; controlar la implementación de los mismos; y supervisar los principales gastos, inversiones, adquisiciones y enajenaciones.
12. Seleccionar, controlar y, cuando se haga necesario, sustituir a los ejecutivos principales, así como fijar su retribución.
13. Evaluar la remuneración de los ejecutivos principales y de los miembros del Directorio, asegurándose que el procedimiento para elegir a los directores sea formal y transparente.
14. Realizar el seguimiento y control de los posibles conflictos de intereses entre la administración, los miembros del Directorio y los accionistas, incluidos el uso fraudulento de activos corporativos y el abuso en transacciones entre partes interesadas.

15. Velar por la integridad de los sistemas de contabilidad y de los estados financieros de la sociedad, incluida una auditoría independiente, y la existencia de los debidos sistemas de control, en particular, control de riesgos financieros y no financieros y cumplimiento de la ley.
16. Supervisar la efectividad de las prácticas de gobierno de acuerdo con las cuales opera, realizando cambios a medida que se hagan necesarios.
17. Supervisar la política de información.
18. El Directorio podrá conformar órganos especiales de acuerdo a las necesidades y dimensión de la sociedad, en especial aquélla que asuma la función de auditoría. Asimismo, estos órganos especiales podrán referirse, entre otras, a las funciones de nombramiento, retribución, control y planeamiento.  
Estos órganos especiales se constituirán al interior del Directorio como mecanismos de apoyo y deberán estar compuestos preferentemente por directores independientes, a fin de tomar decisiones imparciales en cuestiones donde puedan surgir conflictos de intereses.
19. El número de miembros del Directorio de una sociedad debe asegurar pluralidad de opiniones al interior del mismo, de modo que las decisiones que en él se adopten sean consecuencia de una apropiada deliberación, observando siempre los mejores intereses de la empresa y de los accionistas.
20. La información referida a los asuntos a tratar en cada sesión, debe encontrarse a disposición de los directores con una anticipación que les permita su revisión, salvo que se traten de asuntos estratégicos que demanden confidencialidad, en cuyo caso será necesario establecer los mecanismos que permita a los directores evaluar adecuadamente dichos asuntos.

21. Siguiendo políticas claramente establecidas y definidas, el Directorio decide la contratación de los servicios de asesoría especializada que requiera la sociedad para la toma de decisiones.
22. Los nuevos directores deben ser instruidos sobre sus facultades y responsabilidades, así como sobre las características y estructura organizativa de la sociedad.
23. Se debe establecer los procedimientos que el Directorio sigue en la elección de uno o más reemplazantes, si no hubiera directores suplentes y se produjese la vacancia de uno o más directores, a fin de completar su número por el período que aún resta, cuando no exista disposición de un tratamiento distinto en el estatuto.
24. Las funciones del Presidente del Directorio, Presidente Ejecutivo de ser el caso, así como del Gerente General deben estar claramente delimitadas en el estatuto o en el reglamento interno de la sociedad con el fin de evitar duplicidad de funciones y posibles conflictos.
25. La estructura orgánica de la sociedad debe evitar la concentración de funciones, atribuciones y responsabilidades en las personas del Presidente del Directorio, del Presidente Ejecutivo de ser el caso, del Gerente General y de otros funcionarios con cargos gerenciales.
26. Es recomendable que la Gerencia reciba, al menos, parte de su retribución en función a los resultados de la empresa, de manera que se asegure el cumplimiento de su objetivo de maximizar el valor de la empresa a favor de los accionistas.



### Apéndice B: Desarrollo del Argumento Cronológico de la Revisión de Literatura

Variable	Año	Autor	Argumento
	1984	Freeman	Las empresas tienen obligaciones con los <i>stakeholders</i> y este término se refiere a quienes pueden afectar o ser afectados por las diferentes actividades de una empresa.
	2002	Prats	Las instituciones son reglas que rigen las interacciones entre los individuos y las organizaciones.
	2002	Siebens	Para formar un buen gobierno corporativo se requiere: (a) apertura completa, brindando amplia información de manera transparente; (b) difusión del conocimiento a toda la junta directiva; (c) reuniones frecuentes, con participación de la alta gerencia; (d) separación de funciones especiales; (e) sustitución de directores ausentes o poco útiles, y (f) tiempo suficiente para discutir y reflexionar sobre las decisiones que se tomarán
Índice de buen gobierno corporativo	2008	Lefort y González	Se requiere un buen marco regulatorio porque los accionistas dependen de la gestión de los administradores. Es por ello que en América Latina, muchas veces la obligación de administrar recae en el accionista mayoritario.
	2004	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)	En 1999, se emitieron los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, con el objetivo de proteger los derechos de los accionistas o propietarios.
	2009	Highhouse, Broadfoot, Yugo y Devendorf	Tener un buen gobierno corporativo es un activo intangible que contribuye a la satisfacción de clientes, colaboradores e inversionistas.
	2010	Duque	El índice de buen gobierno corporativo se incrementa a través de la formulación de estrategias en sus ocho dimensiones.
	2013	Bolsa de Valores de Lima (BVL)	Desde los años noventa hay fuerte presión porque las empresas fortalezcan sus gobiernos corporativos.
	2016	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)	Los principios no tienen como objetivo prejuzgar a los negocios ni pronosticar las decisiones de los administradores.
Generación de valor para la empresa	1986	Shleifer y Vishny	Existe una correlación positiva entre la creación de valor y la concentración de la propiedad, porque incentiva a los accionistas a maximizar el valor de su empresa, con la finalidad de hacer valer sus propios intereses.
	2000	Manotas y Manyoma	La generación de valor constituye un deber de las empresas, siendo su razón de ser; y deben considerar a todos sus <i>stakeholders</i> .
	2001	Damodaran	El valor de una empresa se basa en tres componentes: (a) la capacidad para generar flujos de fondos a partir de la productividad de los activos que se poseen, (b) la voluntad de reinvertir para generar alta rentabilidad en el futuro, y (c) el costo del capital que no debe ser elevado, por lo que se debe reducir el costo de la deuda o financiamiento.
	2002	Rapallo	La creación o generación de valor es un concepto de carácter financiero y técnico que conlleva a crear valor para el accionista y para la empresa.
	2004	Paz-Ares	La generación de valor económico se mide a través del rendimiento contable y del valor económico agregado (VAE).
	2004 / 2008	Copeland, Koller y Murrin / Fernández	Una empresa crea valor para los inversionistas o accionistas cuando genera una rentabilidad superior al costo de oportunidad del dinero invertido en las acciones.
	2012	Chu	En el mundo, los ejecutivos tienen un creciente interés en la creación de valor en las empresas, mostrando mayor preocupación por los accionistas.
	2005	Indacochea	Los inversionistas buscan alternativas de inversión rentables y los países en vías de desarrollo resultan atractivos, lo cual podría llevar a generar crecimiento en estos países.
Relación entre el índice de buen gobierno corporativo y la generación de valor para la empresa	2004	Klapper y Love	Existe correlación positiva entre las mediciones de buen gobierno corporativo y el desempeño económico de las empresas.
	2006	Vargas	Las instituciones constituyen normas o reglas de acción que regulan el comportamiento de los individuos dentro de una organización o de la sociedad, mediante el establecimiento de incentivos o sanciones. Cuando el diseño institucional es eficaz se logran resultados económicos favorables
	2007	Langebaek y Ortiz	Las empresas evaluadas son deficientes en el trato equitativo a sus accionistas, y en conjunto no tienen buenas prácticas de gobierno corporativo. Además, concluyeron que no hay significancia entre estas prácticas y el valor de la empresa.
	2014	Villada	La correlación entre las prácticas de buen gobierno corporativo y el nivel de competitividad es bajo porque la competitividad depende de otras variables.
	2016	Acosta et al.	No existen indicios estadísticos que permitan concluir que existe relación entre estas dos variables, a pesar de que las prácticas de gobierno corporativo sí brindan protección ante cambios bruscos en la rentabilidad del mercado.
	2016	Acosta et al.	Las prácticas de buen gobierno corporativo no tienen la capacidad de impactar positivamente en el valor de las empresas.
	2017	León et al.	En las empresas aseguradoras de Lima, no existe relación entre el nivel del índice de buen gobierno corporativo y el valor de las empresas.



Principio 11: Propuestas de puntos de agenda	¿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?	Sí o no
	¿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?	Sí o no
Principio 12: Procedimientos para el ejercicio del voto	¿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?	Sí o no
	¿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?	
Principio 13: Delegación de voto	¿El Estatuto de la sociedad permite a sus accionistas delegar su voto a favor de cualquier persona?	
	¿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?	
Principio 14: Seguimiento de acuerdos de JGA	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	
III: El Directorio y la Alta Gerencia		
Principio 15: Conformación del Directorio	¿El Directorio está conformado por personas con diferentes especialidades y competencias, con prestigio, ética, independencia económica, disponibilidad suficiente y otras cualidades relevantes para la sociedad, de manera que haya pluralidad de enfoques y opiniones?	
	¿El Directorio tiene como función?:	
Principio 16: Funciones del Directorio	a. Aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad.	Sí o no
	b. Establecer objetivos, metas y planes de acción incluidos los presupuestos anuales y los planes de negocios.	Sí o no
	c. Controlar y supervisar la gestión y encargarse del gobierno y administración de la sociedad.	
	d. Supervisar las prácticas de buen gobierno corporativo y establecer las políticas y medidas necesarias para su mejor aplicación.	Sí o no
	¿Los miembros del Directorio tienen derecho a?:	
Principio 17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	a. Solicitar al Directorio el apoyo o aporte de expertos.	Sí o no
	b. Participar en programas de inducción sobre sus facultades y responsabilidades y a ser informados oportunamente sobre la estructura organizativa de la sociedad.	Sí o no
	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.	Sí o no
Principio 18: Reglamento de Directorio	¿La sociedad cuenta con un Reglamento de Directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	Sí o no
Principio 19: Directores Independientes	¿Al menos un tercio del Directorio se encuentra constituido por Directores Independientes?	Sí o no
Principio 20: Operatividad del Directorio	¿El Directorio cuenta con un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Sí o no
	¿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?	Sí o no
	¿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?	Sí o no
Principio 21: Comités especiales	¿El Directorio aprueba los reglamentos que rigen a cada uno de los comités especiales que constituye?	Sí o no
	¿Los comités especiales están presididos por Directores Independientes?	Sí o no
	¿Los comités especiales tienen asignado un presupuesto?	Sí o no
	¿La sociedad adopta medidas para prevenir, detectar, manejar y revelar conflictos de interés que puedan presentarse?	Sí o no
Principio 22: Código de Ética y conflictos de interés	¿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?	Sí o no
	¿La sociedad dispone de mecanismos que permiten efectuar denuncias correspondientes a cualquier comportamiento ilegal o contrario a la ética, garantizando la confidencialidad del denunciante?	Sí o no

Principio 23: Operaciones con partes vinculadas	¿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?	Sí o no
	En el caso de operaciones de especial relevancia o complejidad, ¿Se contempla la intervención de asesores externos independientes para su valoración?	Sí o no
Principio 24: Funciones de la Alta Gerencia	¿La sociedad cuenta con una política clara de delimitación de funciones entre la administración o gobierno ejercido por el Directorio, la gestión ordinaria a cargo de la Alta Gerencia y el liderazgo del Gerente General?	Sí o no
	¿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?	Sí o no
IV: Riesgo y cumplimiento		
Principio 25: Entorno del sistema de gestión de riesgos	¿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?	Sí o no
	¿La política de gestión integral de riesgos alcanza a todas las sociedades integrantes del grupo y permite una visión global de los riesgos críticos?	Sí o no
	¿La Gerencia General gestiona los riesgos a los que se encuentra expuesta la sociedad y los pone en conocimiento del Directorio?	Sí o no
	¿La sociedad cuenta con un Gerente de Riesgos?	Sí o no
Principio 26: Auditoría interna	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna	Sí o no
Principio 27: Auditores externos	¿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?	Sí o no
V: Transparencia de la Información		
Principio 28: Política de información	¿La sociedad cuenta con una política de información para los accionistas, inversionistas, demás grupos de interés y el mercado en general, con la cual define de manera formal, ordenada e integral los lineamientos, estándares y criterios que se aplicarán en el manejo, recopilación, elaboración, clasificación, organización y/o distribución de la información que genera o recibe la sociedad?	Sí o no
Principio 29: Estados Financieros y Memoria Anual	En caso existan salvedades en el informe por parte del auditor externo, ¿dichas salvedades han sido explicadas y/o justificadas a los accionistas?	Sí o no
Principio 30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	¿La sociedad revela la estructura de propiedad, considerando las distintas clases de acciones y, de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico?	Sí o no
	Indique la composición de la estructura accionaria de la sociedad al cierre del ejercicio (acciones con derecho a voto).	
	Menor al 1%	% de participación
	Entre 1% y un 5%	% de participación
	Entre 5% y un 10%	% de participación
Mayor al 10%	% de participación	
Principio 31: Informe de gobierno corporativo	¿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?	Sí o no
	La sociedad cuenta con mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo	Sí o no





