

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD  
CATÓLICA DEL PERÚ**

**Escuela de Posgrado**



Perú: Relación entre gobierno corporativo y performance  
de las empresas del S&P/BVL Perú General, 2009 - 2020

Tesis para obtener el grado académico de Magíster en Economía que  
presenta:

***Jose Andres Razuri Treneman***

Asesor:

***Armando Luis Augusto Caceres Valderrama***

Lima, 2021

## Resumen

La presente tesis, que tiene por título: “Perú: Relación entre gobierno corporativo y performance de las empresas del S&P/BVL Perú General, 2009-2020”, tiene por objetivo determinar si existe una relación positiva entre la performance de las empresas que componen el índice de precios de la BVL denominado S&P/BVL Perú General y las buenas prácticas de Gobierno Corporativo de las empresas. La metodología empleada para determinar la relación entre performance de las empresas y el Gobierno Corporativo utilizada es la de datos de panel para el período 2009-2020, como proxy de la performance de las empresas y siguiendo la literatura se utiliza la  $q$  de Tobin y como proxy de Gobierno Corporativo un índice creado a partir del cuestionario de Buen Gobierno Corporativo que se encuentra disponible en el sitio web de la Superintendencia del Mercado de Valores. El análisis comprende a 24 empresas que constituyen el índice S&P/BVL Perú General, índice más representativo del mercado de capitales peruano y que abarca a las empresas más líquidas<sup>1</sup>. Los resultados obtenidos corroboran una relación positiva y significativa entre las prácticas de gobierno corporativo y el valor de las empresas medido por la  $q$  de Tobin, en línea con la literatura revisada como (Gompers et al. (2003), La Porta et al. (2002), Braga-Alves y Shastri (2011) y Ferreira y Krauter (2014)). También se corrobora una relación positiva y significativa entre la diversidad del Directorio (% de mujeres en el Directorio) y el valor de las empresas.

---

<sup>1</sup> Dicha muestra representa más del 26% del valor del mercado peruano de capitales medido a través de su capitalización y más del 8% del número total, de empresas (información a diciembre 2020). Considerando SCCO, TV, PML, BAP e INRETEC1 representa el 73% del valor del mercado.

## Contenido

I.	Introducción.....	4
II.	Gobierno Corporativo: Evolución y Definición e importancia.....	8
III.	Marco Regulatorio.....	18
III.I.	Internacional.....	18
III.II.	Local.....	20
IV.	Marco Teórico.....	24
V.	Revisión empírica.....	27
V.I.	Revisión empírica del efecto positivo entre prácticas de buen gobierno corporativo y el valor de las empresas.....	27
V.II.	Efectos positivo del Gobierno Corporativo en el mercado de Capitales.....	32
V.III	Evidencia empírica en Perú.....	35
V.IV.	Diversidad del Directorio mediante participación de mujeres y efecto sobre la performance de la empresa.....	36
VI.	Objetivo e Hipótesis.....	37
VII.	Planteamiento del Problema.....	37
VIII.	Metodología y modelo.....	38
IX.	Disponibilidad de la información y datos.....	41
X.	Resultados.....	53
XI.	Conclusiones.....	58
XII.	Bibliografía.....	59
XIII.	Anexos.....	64

## I. Introducción

En los mercados desarrollados como la London Stock Exchange o New York Stock Exchange, la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo se originan a partir de la década del 90 y se estableció como obligatoria para todo el mercado de renta variable.

A nivel internacional, el Código de Buen Gobierno Corporativo establecido por la OCDE es un referente y un benchmark para reguladores e inversionistas de diversos mercados, entre ellos el peruano. Dicho código nació por mandato del Financial Stability Board en 1999 y su última actualización fue en 2015.

El Gobierno Corporativo es de importancia para el mercado de capitales, según OCDE (2015): *“las políticas de Gobierno Corporativo tienen un rol significativo en el desarrollo amplio de objetivos económicos con respecto a la confianza del inversionista y la asignación de capital<sup>2</sup>”* (OCDE, 2015, p. 10). Y agrega que: *“el objetivo del Gobierno Corporativo es construir un ambiente de confianza, transparencia y rendición de cuentas necesario para fomentar la inversión de largo plazo, la estabilidad financiera y la integridad del negocio, dando soporte de esta forma a un sólido crecimiento y a firmas más inclusivas”,<sup>3</sup>* (OCDE, 2015, p. 7).

---

<sup>2</sup> (...) *“that corporate governance policies have an important role to play in achieving broader economic objectives with respect to investor confidence, capital formation and allocation”*. Traducido de OCDE (2015):

<sup>3</sup> *“The purpose of corporate governance is to help build an environment of trust, transparency and accountability necessary for fostering long-term investment, financial stability and business integrity, thereby supporting stronger growth and more inclusive societies”*. Traducido de OCDE (2015).

Por otro lado, el mercado de capitales es de vital importancia para el desarrollo de la economía de un país, pues de un lado es un mecanismo de financiamiento de largo plazo para las empresas y de otro lado es un mecanismo para canalizar los ahorros de los agentes económicos.

La literatura reconoce que el mercado de capitales y los mercados financieros tienen un efecto positivo sobre el crecimiento económico, Levine (2004) sostiene esa afirmación.

Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo cobran cada vez mayor relevancia en el mercado de capitales y entre los inversionistas globales, dado que estos los incorporan en sus criterios de inversión. Y para las empresas es importante, dado que se traduce en un menor costo para acceder al capital.

A nivel macro, el Financial Stability Board (FSB) reconoce la importancia de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, como políticas clave para mantener la salud de los sistemas financieros, prueba de lo anterior es que el FSB<sup>4</sup>, desde 1999 consideró a los Principios de Buen Gobierno Corporativo como uno de los doce pilares básicos para el establecimiento de los sistemas financieros saludables<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Esta institución fue creada en el 2009 por los países del G20 y es predecesora del Financial Stability Forum, creado en 1999 por los países del G7.

<sup>5</sup> Key Standards for Sound Financial Systems. Financial Stability Board. Disponible en: [https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/key\\_standards/](https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/key_standards/)

Según el FSB<sup>6</sup>, el pilar referido a gobierno corporativo representa los principios mínimos de buenas prácticas para mantener sistemas financieros saludables que los países deben cumplir o superar y son importantes porque contribuyen a<sup>7</sup>: (i) *“fortalecer los sistemas financieros locales a través del fomento de una regulación y supervisión saludable, con transparencia y con instituciones, mercados e infraestructura más robustas y eficiente”*. (ii) *“promover la estabilidad financiera internacional, facilitando las decisiones de otorgar créditos y realizar inversiones incrementando la integridad del mercado y reduciendo riesgos de turbulencia financiera y contagio”*.

A nivel local en Perú, la Superintendencia del Mercado de Valores también reconoce su importancia y señala que el gobierno corporativo: (...) *“constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento de un país, así como para fomentar la confianza de los inversionistas, por lo que estamos seguros que este nuevo Código contribuirá a fortalecer una verdadera cultura de buen gobierno corporativo en el Perú”*, (Código de Bueno Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, 2013, p. 1).

Los inversionistas a nivel global reconocen la importancia del Gobierno Corporativo, es así que ya se puede observar esta tendencia en alguno de ellos, así FTSE&RUSSELL ya está incorporado factores ESG (Environmental, social

---

<sup>6</sup> Tomado de <http://www.fsb.org/what-we-do/about-the-compendium-of-standards/>

<sup>7</sup> Tomado y traducido de <http://www.fsb.org/what-we-do/about-the-compendium-of-standards/>

and corporate governance) para realizar sus índices. Y a nivel global los activos bajo administración que incorporan criterios ESG ascienden a US\$ 40.5 trillions con una CAGR de 12% promedio anual (2014-2020)<sup>8</sup>.

Por otro lado, CFA Institute (2020) señala<sup>9</sup> que en 2020 el 77% de las organizaciones tomaron en consideración el factor de gobierno corporativo al momento de invertir, porcentaje que va en aumento versus el 67% que respondió afirmativamente en el 2017.

Según el último de reporte del Global Sustainable Investment Review<sup>10</sup>, señala que el 35% de las inversiones globales<sup>11</sup> están invertidos en activos que contemplan criterios ESG y han crecido a una tasa promedio de 33% por año entre el 2014 y el 2018, que son los datos más recientes que se tienen acceso.

Lo anterior refleja la importancia para los inversionistas del factor de gobierno corporativo, incluido en las inversiones ESG (Environmental, Social, Governance).

Por lo anterior, resulta relevante explorar la relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y el valor de las empresas para validar si las empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo agregan valor a los portafolios en cuanto a un mayor valor o rentabilidad de la empresa para el caso peruano,

---

<sup>8</sup> Disponible en: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/%202021/CCEO\\_ESGIdxFutures\\_202104\\_e.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/%202021/CCEO_ESGIdxFutures_202104_e.pdf?la=en)

<sup>9</sup> Disponible en <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/future-of-sustainability.ashx>

<sup>10</sup> Disponible en [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR\\_Review2018F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf)

<sup>11</sup> Incluye todos los activos.

como si ocurre en otros países de acuerdo a la literatura encontrada como: Ferreira y Krauter (2014), Klapper y Love (2004), Gompers, Ishii, and Metrick (2003), entre otros.

## **II. Gobierno Corporativo: Evolución y Definición e importancia**

### **II.I Evolución**

El Código de Buen Gobierno Corporativo en las bolsas es de 2 tipos: (i) obligatorio o (ii) cumplir o explicar, lo primero implica que por regulación todas las empresas listadas están en la obligación de cumplir los lineamientos establecidos en su código de gobierno corporativo y es establecido por rango de Ley. Cumplir y explicar quiere decir que si bien el país o bolsa respectiva tiene un Código de Buen Gobierno Corporativo, los emisores en caso no cumplan con algún principio específico deben mencionar la razón de dicho incumplimiento e informarlo al regulador.

Una de las primeras referencias que se tiene de códigos de Buen Gobierno Corporativo es el establecido en la London Stock Exchange, a través del Cadbury Report establecido en 1992 y que es obligatorio para todas las empresas listadas de renta variable<sup>12</sup>.

El Cadbury Report, fue el reporte base que dio los lineamientos en 1992 del actual código de Bueno Gobierno Corporativo que rige en la London Stock Exchange

---

<sup>12</sup> London Stock Exchange (2012) Pg. 8.

(Bolsa de Valores de Londres), el cual rige para todas las empresas listadas tanto en el mercado principal como en el mercado dirigido a las empresas con menores ingresos y menores requerimientos regulatorios denominado “AIM”<sup>13</sup>.

El siguiente código de Gobierno Corporativo que se ha identificado en antigüedad es el que rige en la bolsa de EE.UU., New York Stock Exchange (NYSE), que a través de la ley Sarbanes Oxley del 2002 estableció los principios de Gobierno Corporativo para las empresas listadas en el NYSE y aplica a todo el mercado de renta variable<sup>14</sup>.

El Código de Buen Gobierno Corporativo de la OCDE, luego de recibir el mandato del Financial Stability Board de establecer un código de buenas prácticas de Gobierno Corporativo apareció por primera vez en 1999, posteriormente fue sometido a revisión publicándose la versión del 2004 y luego se publicó la versión del 2015. Desde su publicación en 1999 hasta el 2015, se convirtió en un referente internacional y un benchmark para los reguladores, inversionistas y empresas<sup>15</sup>. El Código de Buen Gobierno Corporativo de la OCDE comprende seis pilares básicos: (i) asegurar la base de un marco para el Gobierno Corporativo; (ii) los derechos y el tratamiento equitativo de los inversionistas y las funciones claves de propiedad; (iii) inversionistas institucionales, mercado de capitales y otros intermediarios; (iv) el rol de los stakeholders en el Gobierno

---

<sup>13</sup> El equivalente de Mercado Alternativo de Valores en Perú, que está dirigido a las PYMEs. Cabe resaltar que en Perú a este segmento no se les exige presenten el cuestionario de Gobierno Corporativo.

<sup>14</sup> H Sarbanes Oxley Act (2002).

<sup>15</sup> OCDE (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance.

Corporativo; (v) divulgación y transparencia; y (vi) las responsabilidades del Directorio, OCDE (2015)

En los países del Mercado Integrado Latinoamericano se tiene que tanto en Chile como en Colombia, su código de Buen Gobierno Corporativo se basa en la metodología “cumplir y explicar” al igual que en Perú.

A continuación, se presenta una tabla mostrando en qué países es obligatoria la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, y en cuales se rige bajo el principio de cumplir o explicar.

Todas las empresas listadas en bolsa de los países MILA tienen la obligación de emitir un reporte de Gobierno Corporativo bajo la metodología cumplir o explicar, en ese sentido hay alineamiento en la importancia de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas que listan en bolsa para de esta forma los inversionistas si bien no tienen un mismo estándar en cuanto a estas reglas si tengan un marco de referencia que los proteja.

**Tabla N° 1**  
**Principales bolsas y nivel de exigencia de Gobierno Corporativo**

<b>Bolsa</b>	<b>Nivel de Exigencia</b>
EEUU (NYSE)	Obligatorio
Canadá (TSE)	Obligatorio
Londres (LSE)	Cumplir o explicar
Euronext	Cumplir o explicar
Perú (BVL)	Cumplir o explicar
Chile (BCS)	Cumplir o explicar
Colombia (BVC)	Cumplir o explicar
México (BMV)	Cumplir o explicar
Brasil BM&FBOVESPA)	Segmentación de mercado

Elaboración: propia

Fuente: Christiansen H. y Koldertsova A. (2009) y web de bolsas

## II.II Definición de Gobierno Corporativo

El Gobierno Corporativo, en distintas economías se rige por un Código de Buenas prácticas, que tiene por objetivo proteger a los inversionistas y es entendido como un sistema<sup>16</sup>.

Tirole J. (2001), señala que la definición estándar de Gobierno Corporativo está orientada a la defensa de los derechos de los accionistas. En tanto que Hart (1995) define Gobierno Corporativo en el marco de problemas de agencias y de la existencia de contratos incompletos, siendo el Gobierno Corporativo un mecanismo para la toma de decisiones sobre temas que no están especificados en el contrato inicial.

La Porta et al. (2000), considera que el Gobierno Corporativo, sumado a las leyes que protegen a los inversionistas minoritarios otorga a estos un mejor marco para protegerlos de una eventual expropiación por parte de los inversionistas controladores/managers.

La OCDE señala que: *“Los Principios están destinados a ayudar a los hacedores de política a evaluar y mejorar el marco jurídico, normativo e institucional para el gobierno corporativo, con una visión de apoyar la eficiencia económica, el crecimiento sostenible y la estabilidad financiera. Esto se logra principalmente*

---

<sup>16</sup> Es decir un conjunto de reglas que sirven para proteger a los inversionistas minoritarios.

*mediante la prestación a los accionistas, miembros del consejo y ejecutivos, así como a los intermediarios financieros y proveedores de servicios a dar los incentivos adecuados para llevar a cabo sus funciones en el marco de checks and balance”. (OCDE (2015)).*

Los Principios de Buen Gobierno Corporativo comprenden aspectos de: transparencia, rendición de cuentas, respeto de los derechos de los accionistas y el rol clave de los stakeholders. (OCDE (2015)).

En tanto que el Cadbury Report define al Gobierno Corporativo como: *“un sistema bajo el cual las corporaciones son dirigidas y controladas<sup>17</sup>”*.

La SuperIntendencia del Mercado de Valores (SMV) en su Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades peruanas (2013), señala que: “las prácticas de buen gobierno corporativo ayudan a mitigar las fallas que existen en los mercados financieros por la asimetría de información”. Reconociendo así al gobierno corporativo como un mecanismo de resolución de conflictos en defensa de los inversionistas minoritarios.

### **II.III. Importancia del Gobierno Corporativo**

El Gobierno Corporativo es de importancia para el mercado de capitales, según OCDE (2015): *“las políticas de Gobierno Corporativo tienen un rol significativo en el desarrollo amplio de objetivos económicos con respecto a la confianza del*

---

<sup>17</sup> Cadbury (1992): “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled”.

*inversionista y la asignación de capital*<sup>18</sup>”.

Asimismo, OCDE (2015) agrega que: *“el objetivo del Gobierno Corporativo es construir un ambiente de confianza, transparencia y rendición de cuentas necesario para fomentar la inversión de largo plazo, la estabilidad financiera y la integridad del negocio, dando soporte de esta forma a un sólido crecimiento y a firmas más inclusivas”*<sup>19</sup> (OCDE, 2015, p. 7).

Por otro lado, el mercado de capitales es de vital importancia para el desarrollo de la economía de un país, pues de un lado es un mecanismo de financiamiento de largo plazo para las empresas y de otro lado es un mecanismo para canalizar los ahorros de los agentes económicos. En este último aspecto, cabe señalar que si bien los activos del mercado de capitales tienen una mayor volatilidad que otros activos, en el largo plazo ofrece mejores retornos esperados también.

La literatura reconoce que el mercado de capitales y los mercados financieros tienen un efecto positivo sobre el crecimiento económico, como Levine (2004). Este mismo autor señala que: *“Además, la evidencia de base microeconómica es consistente con la opinión de que los sistemas financieros mejor desarrollados alivian las restricciones de financiamiento externo que enfrentan las empresas, lo*

---

<sup>18</sup> Traducido de OCDE (2015): (...) that corporate governance policies have an important role to play in achieving broader economic objectives with respect to investor confidence, capital formation and allocation.

<sup>19</sup> Traducido de OCDE (2015): The purpose of corporate governance is to help build an environment of trust, transparency and accountability necessary for fostering long-term investment, financial stability and business integrity, thereby supporting stronger growth and more inclusive societies.

*que arroja luz sobre un mecanismo a través del cual el desarrollo financiero influye en el crecimiento económico. Levine (2004).*

En dicho artículo, Levine (2004) encuentran que: *“el nivel inicial de liquidez del mercado de valores y el nivel inicial de desarrollo bancario (crédito bancario) están correlacionados positiva y significativamente con las tasas futuras de crecimiento económico, acumulación de capital y crecimiento de la productividad durante los próximos 18 años, incluso después de controlar los ingresos iniciales, escolaridad, inflación, gobierno, el gasto, la prima del tipo de cambio del mercado negro y la estabilidad política” (como se citó en Levine y Zervos (1998)).*

Asimismo, los bancos y el mercado de capitales se desarrollan conforme la economía crece, y los mercado de capitales tienden a crecer más rápidamente en la medida que las economías aceleran su crecimiento (Demirguc-Kunt, A., R. Levine y E. Feyen (2011)).

En economías en proceso de desarrollo económico, la desviación de una estructura óptima de financiamiento bancos-mercado de capitales en la economía está asociada a un menor nivel de actividad económica (Demirguc-Kunt, A., R. Levine y E. Feyen (2011)). Lo anterior quiere decir que las economías deben tener un mix de bancos y mercado de capitales para proveer en forma efectiva alternativas de financiamiento y a menor costo. Tener sólo un sector muy desarrollado y no crear los incentivos necesarios para desarrollar el mercado de capitales puede afectar el crecimiento económico.

Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo cobran cada vez mayor relevancia en el mercado de capitales y entre los inversionistas globales, dado que estos los incorporan en sus criterios de inversión. Y para las empresas es importante, dado que se traduce en un menor costo para acceder al capital.

A nivel macro, el FSB reconoce la importancia de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, como políticas clave para mantener la salud de los sistemas financieros, prueba de lo anterior es que el Financial Stability Board<sup>20</sup> (FSB) desde 1999 consideró a los Principios de Buen Gobierno Corporativo como uno de los doce pilares básicos para el establecimiento de los sistemas financieros saludables<sup>21</sup>. Asimismo, la OECD, al ser las prácticas de buen gobierno corporativo uno de los doce pilares básicos para la salud de los sistemas financieros, creó desde el 1999 un Código de Buenas prácticas de Gobierno Corporativo, para que sea una guía base para sus países miembros y los países que deseen utilizarla como marco de referencia.

Según el FSB<sup>22</sup>, el pilar referido a gobierno corporativo representa los principios mínimos de buenas prácticas para mantener sistemas financieros saludables que los países deben cumplir o superar y son importantes porque contribuyen a<sup>23</sup>: (i) *“fortalecer los sistemas financieros locales a través del fomento de una regulación*

---

<sup>20</sup> Esta institución fue creada en el 2009 por los países del G20 y es predecesora del Financial Stability Forum, creado en 1999 por los países del G7.

<sup>21</sup> Key Standards for Sound Financial Systems. Financial Stability Board. Disponible en: [https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/key\\_standards/](https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/key_standards/)

<sup>22</sup> Tomado de <http://www.fsb.org/what-we-do/about-the-compendium-of-standards/>

<sup>23</sup> Tomado y traducido de <http://www.fsb.org/what-we-do/about-the-compendium-of-standards/>

*y supervisión saludable, con transparencia y con instituciones, mercados e infraestructura más robustas y eficiente”. (ii) “promover la estabilidad financiera internacional, facilitando las decisiones de otorgar créditos y realizar inversiones incrementando la integridad del mercado y reduciendo riesgos de turbulencia financiera y contagio”.*

A nivel local en Perú, la Superintendencia del Mercado de Valores también reconoce su importancia y señala que el gobierno corporativo: (...) *“constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento de un país, así como para fomentar la confianza de los inversionistas, por lo que estamos seguros que este nuevo Código contribuirá a fortalecer una verdadera cultura de buen gobierno corporativo en el Perú”,* (Código de Bueno Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013)).

Los inversionistas a nivel global reconocen la importancia del Gobierno Corporativo, es así que ya se puede observar esta tendencia en alguno de ellos, así FTSE&RUSSELL ya está incorporado factores ESG (Environmental, social and corporate governance) para realizar sus índices y ya tiene aproximadamente US\$ 13 trillones de activos indexados a esos productos a nivel Global.

Por otro lado, según un reporte del CFA “Future of Sustainability in Investment Management: from Ideas to Reality<sup>24</sup>, señala que en 2020 el 77% de las organizaciones toman en consideración el factor de gobierno corporativo al

---

<sup>24</sup> Disponible en <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/future-of-sustainability.ashx>

momento de invertir, porcentaje que va en aumento versus el 67% que respondió afirmativamente en el 2017.

Los factores ESG, adicionalmente a las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, incorporan aspectos de prácticas sociales y políticas amigables con el medio ambiente que practican las empresas. En dicho reporte realizado por el CFA se encuentra que a nivel de inversionistas institucionales, un 47% está interesado en inversiones ESG, mientras que a nivel de inversionista retail el porcentaje es 29%.

Según el último de reporte del Global Sustainable Investment Review<sup>25</sup>, señala que el 35% de las inversiones globales<sup>26</sup> están invertidos en activos que contemplan criterios ESG y han crecido a una tasa promedio de 33% por año entre el 2014 y el 2018 que son los datos más recientes que se tienen acceso.

Lo anterior refleja la importancia para los inversionistas del factor de gobierno corporativo, incluido en las inversiones ESG (Environmental, Social, Governance).

---

<sup>25</sup> Disponible en [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR\\_Review2018F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf)

<sup>26</sup> Incluye todos los activos.

### **III. Marco Regulatorio**

#### **III.I. Internacional**

A nivel internacional, el referente para establecer los Códigos de Buen Gobierno Corporativo son dados por el documento denominado: “*G20/OECD Principles of Corporate Governance*” y son adoptados por los países miembros de la OCDE.

El primer código de Buen Gobierno Corporativo publicado por la OCDE fue el de 1999, el cual fue adoptado por el *Financial Stability Board* como uno de los pilares clave para mantener sistemas financieros saludables.

La primera revisión de los Principios de Bueno Gobierno Corporativo se realizó en el 2004, en que se agregó un capítulo, que ocupa el primer lugar denominado: “*Garantizar la Base de un Marco Eficaz para el Gobierno Corporativo*”, el cual consta de 4 principios y está orientado a garantizar una coherencia legal y un establecimiento claro de las responsabilidades de los diversos stakeholders del mercado, principalmente de los reguladores. Asimismo, dicha revisión hace énfasis a facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas en su capítulo II referente a los Derechos de los Accionistas y Funciones Clave en el Ámbito de la Propiedad. La revisión del 2004 establece unos nuevos Principios de Gobierno Corporativo constituido por un total de 32 principios divididos en 5 pilares, a diferencia de la versión anterior que constaba de 4 pilares y 23 principios.

La segunda revisión de los Principios de Buen Gobierno Corporativo se publicó en noviembre 2015, en ella se señala que: *“La revisión se hizo sobre la versión de los Principios de 2004, que se basaba en el común entendimiento de que un alto grado de transparencia, rendición de cuentas, supervisión y respeto a los derechos de los accionistas así como al papel de los principales actores interesados, resultan esenciales para el buen funcionamiento de un sistema de gobierno corporativo. Estos valores fundamentales se han conservado y fortalecido, dando cabida a la experiencia acumulada desde el año 2004 y garantizando así la alta calidad, la pertinencia y la utilidad de los Principios”* (OCDE, 2016, p. 3).

La última revisión del 2015 fortalece el primer pilar que trata sobre: *“I. Consolidación de la base para un marco eficaz de gobierno corporativo”*, agregando principios que fortalecen o incentivan que el desarrollo del gobierno corporativo tenga un impacto en los resultados económicos globales, el fomento de la transparencia y el buen funcionamiento de los mercados, así como el hecho de que las regulaciones de las bolsas favorezcan un buen gobierno corporativo eficaz y finalmente que los supervisores dispongan de las facultades y los recursos suficientes para cumplir sus obligaciones con resoluciones oportunas, transparentes y fundamentadas. La revisión del 2015 agrega un capítulo referido a Inversores Institucionales, mercados de valores y otros intermediarios, tal como señala en los principios de Buen Gobierno Corporativo, este pilar tiene por espíritu que: *“El marco del gobierno corporativo debe proporcionar incentivos sólidos a lo*

*largo de toda la cadena de inversión y facilitar que los mercados de valores funcionen de forma que contribuya al buen gobierno corporativo.*<sup>27</sup>

Cabe señalar que la última revisión de los Principios de Buen Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 consta de seis pilares y un total de 39 principios. Los pilares se detallan a continuación<sup>28</sup>:

1. Consolidación de la base para un marco eficaz de gobierno corporativo (6 principios).
2. Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave (8 principios).
3. Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios (7 principios).
4. El papel de los actores interesados en el ámbito del gobierno corporativo (6 principios).
5. Divulgación de información y transparencia (5 principios).
6. Las responsabilidades del consejo de administración (7 principios).

### **III.II. Local**

En el 2002 la Superintendencia del Mercado de Valores (antes denominada Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)), publicó los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, siguiendo los lineamientos establecidos por la OCDE en el documento de

---

<sup>27</sup>OCDE (2016). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 (2016).

<sup>28</sup> OCDE (2016). ). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 (2016).

## Principios de Buen Gobierno Corporativo.

La primera versión del documento de Principios de Buen Gobierno Corporativo para Perú del 2002 fue el esfuerzo de un Comité integrado por ocho instituciones del mercado de valores peruano y presidido por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Esta versión constaba de 5 pilares y un total de 26 principios, cabe resaltar que el último pilar estaba referido para las Sociedades No Inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores.

Posteriormente, en el 2012 se instauró un Comité para actualizar el documento de Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas del 2002, en que participaron 14 instituciones y stakeholders del mercado de capitales y fue presidido por la SMV. Así, tal como se señala en el documento<sup>29</sup>: *“El Código se orienta a brindar una versión actualizada que recoja los mejores estándares de buen gobierno corporativo identificados a nivel global y local, aplicables a la realidad peruana, poniendo especial énfasis en los nuevos avances experimentados en este campo, en especial en la dinámica de la Junta General de Accionistas (propiedad), el Directorio (administración) y la Alta Gerencia (gestión ordinaria), así como en la implementación de una adecuada gestión de riesgos; todo ello con el objeto de propiciar que se establezcan controles recíprocos y que las sociedades funcionen de manera eficiente.”* (SMV, 2016, p.

---

<sup>29</sup> Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013).

6)

La revisión que empezó el 2012, concluyó el 2013 con la publicación del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, que consta de 5 pilares y un total de 31 principios.

La versión del 2012, al igual que la anterior se rige bajo el principio cumplir o explicar; e incorpora dos anexos de principios complementarios, uno para empresas del Estado y otro para empresas familiares, recogiendo las características de cada una, estos anexos complementarios no constituyen Códigos en sí mismo, sino que son lineamientos generales para que las empresas del Estado y Familiares lo tomen en consideración.

Los pilares que consta el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas del 2013 son los siguientes:

- I. Pilar I: Derechos de los accionistas
- II. Pilar II: Junta General de Accionistas
- III. Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia
- IV. Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento

En la Tabla N° 2 se observan los principios asociados a cada pilar y el objetivo que busca cada uno.

**Tabla N° 2: Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades peruanas**

- Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013).

SMV. Disponible en: [http://www.smv.gob.pe/Uploads/CodBGC2013%20\\_2\\_.pdf](http://www.smv.gob.pe/Uploads/CodBGC2013%20_2_.pdf)

<b>(I). Pilar I: Derechos de los accionistas</b>	
Principio 1	Paridad de trato
Principio 2	Participación de los accionistas
Principio 3	No dilución en la participación en el capital social
Principio 4	Información y comunicación a los accionistas
Principio 5	Participación en dividendos de la sociedad
Principio 6	Cambio o toma de control
Principio 7	Arbitraje para solución de controversias
<b>(II). Pilar II: Junta General de Accionistas</b>	
Principio 8	Función y competencia
Principio 9	Reglamento de Junta General de Accionistas
Principio 10	Mecanismos de convocatoria
Principio 11	Propuestas de puntos de agenda
Principio 12	Procedimientos para el ejercicio del voto
Principio 13	Delegación de voto
Principio 14	Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas
<b>(III). Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia</b>	
Principio 15	Conformación del Directorio
Principio 16	Funciones del Directorio
Principio 17	Deberes y derechos de los miembros del Directorio
Principio 18	Reglamento de Directorio
Principio 19	Directores independientes
Principio 20	Operatividad del Directorio
Principio 21	Comités especiales
Principio 22	Código de Ética y conflictos de interés
Principio 23	Operaciones con partes vinculadas
Principio 24	Funciones de la Alta Gerencia
<b>(IV). Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento</b>	
Principio 25	Entorno del sistema de gestión de riesgos
Principio 26	Auditoría interna
Principio 27	Audidores externos
<b>(V). Pilar V: Transparencia de la información</b>	

Principio 28	Política de información
Principio 29	Política de información
Principio 30	Política de información
Principio 31	Informe de gobierno corporativo

Fuente:SMV

Elaboración: propia

La adherencia al Código de Buen Gobierno Corporativo es voluntaria pero su publicación es obligatoria y se adjunta con la publicación de la memoria anual de la sociedad y aplica a las empresas peruanas.

#### **IV. Marco Teórico**

En el capítulo II se definió el Gobierno Corporativo, definido este según Tirole J. (2001) como la defensa de los intereses de los accionistas.

Tirole J. (2001) también señala que: *“Los economistas clásicos, desde Adam Smith (1776) hasta Berle y Means (1932), se refieren a la separación de propiedad y control, es decir, con la relación de representación entre un "principal" (inversores, los extranjeros) y un "agente" (director, empresario, información privilegiada). En la actualidad existe una conciencia generalizada de que los administradores, por ejemplo, pueden tomar acciones que perjudican a los accionistas”.*

Lo anterior es importante porque introduce dos aspectos claves, uno es la separación entre propiedad y control y la otra es la existencia de una relación de

agencia.

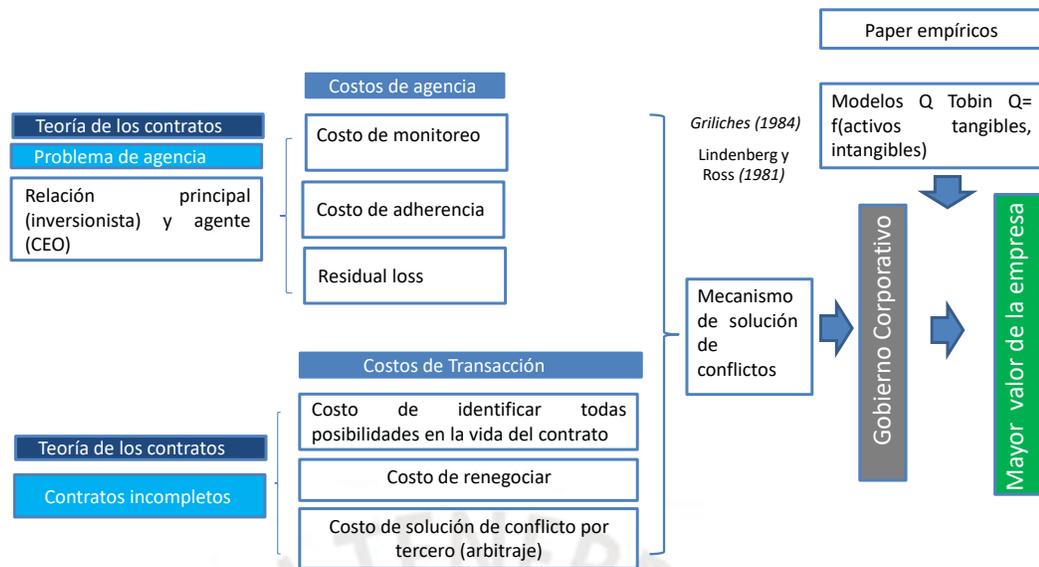
Jensen M. y W. Meckling (1976) reconoce este problema de agencia entre lo que él define el principal como el empresario-manager y los tenedores de acciones y los tenedores de bonos. Asimismo, Jensen M. y W. Meckling (1976) agrega que esta relación de agencia genera costos de agencia como: (i) costos de monitorear al agente en que incurre el principal para controlar la conducta del agente, reflejado en reducciones de presupuesto, políticas de compensación, reglas operativas, entre otras; (ii) costos de adherencia realizados por el agente, referido a costos o compensaciones que tendrá que realizar el agente al principal si realiza acciones específicas que perjudiquen el performance de la empresa y/o los intereses del principal.; y (iii) costos que Jensen denomina residuales referidos al valor monetario de la reducción de bienestar experimentada por el principal debido a la divergencia entre las decisiones del agente y las decisiones que maximizan el bienestar del principal y también refleja los costos de relación de agencia antes mencionados.

Hart (1995) señala que el Gobierno Corporativo cobra relevancia cuando existe: (i) un problema de relación principal-agente; (ii) contratos incompletos, dado que no se puede especificar en el contrato todos los escenarios que pudiesen ocurrir; y (iii) costos de transacción, referidos a tres tipos de costos: (a) Costo de identificar todas posibilidades en la vida del contrato; (b) Costo de renegociar el contrato; y (c) Costo de solución de conflicto por terceros (arbitraje).

Hart (1995), señala que en el marco de problemas de agencia, contratos incompletos y costos de transacción en que incurren las partes, el Gobierno Corporativo aparece como un mecanismo de solución de tales conflictos, es por eso que son relevantes las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

Shleifer A. y R. Vishny (1997), sostienen que en el marco de problemas de agencia y de concentración de la propiedad, el gobierno corporativo aparece como mecanismo satisfactorio para países como EE.UU., Alemania y Japón, en que combinan leyes de protección a inversionistas minoritarios y de otro lado reconocen un rol importante para los grandes inversionistas. Asimismo, señala que esta combinación separada del sistema de Gobierno Corporativo puede proveer una protección muy limitada al inversionista.

**Gráfico N° 1**  
**Esquema de mecanismo de funcionamiento de Gobierno Corporativo**



Nota: Basado en Jensen (1976), Hart (1995), Shleifer y Vishny (1997) y Griliches (1984) y Lindenberg y Ross (1981)

Así pues, la literatura reconoce la importancia del gobierno corporativo como mecanismo de solución de conflictos para los inversionistas, en el marco de la existencia de problemas de agencia, contratos incompletos y la existencia de costos de agencia y costos de transacción. El mecanismo de funcionamiento y el marco en el cual cobra relevancia el Gobierno Corporativo se muestra en el gráfico de arriba.

## V. Revisión empírica

La literatura revisada reconoce un efecto positivo entre las prácticas de Gobierno Corporativo y el valor de las empresas.

### V.I. Revisión empírica del efecto positivo entre prácticas de buena

## **gobierno corporativo y el valor de las empresas**

**Ferreira y Krauter (2014)**, en un análisis del mercado brasileño para 1,110 empresas en el período comprendido entre 2002 y 2010 encuentran que las empresas que adoptan prácticas de gobierno corporativo más exigentes muestran un mayor valor empresa en comparación con las que no lo tienen, siendo el indicador de gobierno corporativo el hecho de pertenecer en uno de los segmentos Premium de gobierno corporativo de la bolsa brasileña. La metodología que utiliza es un panel data no balanceado y utiliza como proxy del valor de la empresa la  $q$  de Tobin y el Enterprise value/total de activos. Estableciendo una relación positiva entre las empresas que se encuentran en alguno de los segmentos Premium de gobierno corporativo con un mayor valor de las mismas, comparativamente con aquellas empresas listadas en el segmento tradicional de la bolsa.

Ferreira y Krauter (2014) concluyen que: *“se puede inferir que el mayor valor de mercado de las firmas listadas en los segmentos Nivel 1, Nivel 2 y Novo Mercado<sup>30</sup> resulta de su adhesión a estándares más altos de gobierno corporativo, principalmente en relación a la protección de los accionistas minoritarios y la transparencia en la divulgación de información, es decir asimetría de información menos pronunciada, aumentando la demanda de sus acciones”*. Este resultado es consistente con Carvalho & Pennacchi (2012), que encuentran

---

<sup>30</sup> En el Anexo se detallan las principales reglas de cada segmento de gobierno corporativo

un retorno acumulado anormal positivo en el período de anuncio de la migración de la empresa a un segmento Premium de gobierno corporativo para el mercado brasileño.

**Klapper y Love (2004)**, en un estudio para catorce mercados emergentes que abarcan a 374 firmas para 1999, relacionan las prácticas de gobierno corporativo con el valor de la empresa. Utilizan la  $q$  de Tobin como variable dependiente y luego al ROE como medidas de valor de la empresa, encuentra una relación significativa positiva entre firmas con buenas prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa, con lo cual soporta su hipótesis que: *“firmas con buenas prácticas de gobierno corporativo tienen un alto valor de mercado”*.

Estos autores relacionan las buenas prácticas de gobierno corporativo, reflejado en un índice que construyen, con determinantes del mismo, utilizando variables explicativas como logaritmo de nivel de ventas, dummy si tiene ADR en NYSE o un gran mercado, eficiencia judicial, derechos antidirector. Los autores encuentran que: *“(i) firmas con un débil sistema legal tienen un bajo nivel de ranking de gobierno corporativo, (ii) un crecimiento pasado está asociado a un buen gobierno corporativo y (iii) empresas que negocian sus ADR en grandes mercados como NYSE tienen un alto ranking de gobierno corporativo, especialmente en países con un débil sistema legal.”*

**Gompers, Ishii, and Metrick (2003)**, para el período 1990-1998 para 1,500 empresas de EE.UU., encuentran que su índice de gobierno corporativo está

fuertemente correlacionado con los retornos de las acciones y que: *“firmas con fuertes derechos de los inversionistas tienen una firma con alto valor, altos beneficios y altos crecimientos en ventas”*. La proxy del valor de la empresa que utilizan es la  $q$  de Tobin.

**La Porta et al. (2002)**, en un estudio para 27 países entre 1996 y 1997 que abarcan 537 empresas, encuentra que: *“una pobre protección de los derechos de los inversionistas penaliza una baja valoración de la empresa”*. En este estudio como proxy del valor de la empresa utiliza la  $q$  de Tobin y una serie de variables de gobierno corporativo relacionada a los derechos de los inversionistas, como derechos anti Director, derechos civiles y control de derechos de los inversionistas.

**Braga-Alves y Shastri (2011)**, para un estudio del mercado brasileño que analiza 236 empresas no financieras listadas en la bolsa de Brasil (B3 –anteriormente BOVESPA-), para el período 2001-2005 construye un índice de buen gobierno corporativo considerando seis variable comunes de las empresas listadas en el Novo Mercado y establece un modelo cuya variable dependiente es la  $q$  de Tobin como proxy del valor de la empresa y las variables explicativas son el rezago de la  $q$  de Tobin, el índice de buen gobierno corporativo, el logaritmo de los activos, el crecimiento de las ventas, el ratio deuda/activos y capex/ activos y los años listados en el segmento. El autor encuentra un valor positivo y significativo entre el valor de la empresa y el índice de buen gobierno corporativo, pero no encuentra

una relación significativa entre el gobierno corporativo y la performance operativa de la empresa.

**Ammann et al. (2011)**, para una muestra de 6,663 empresas de países desarrollados, para el período 2003-2007 encuentran una correlación significativa y positiva entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa. Como proxy del valor de la empresa utiliza la q de Tobin y como medida de gobierno corporativo construye un índice que comprende 24 características de gobierno corporativo de las empresas y las pondera a todas por igual.

**Silveira et al. (2006)**, analiza 154 empresas públicas Brasil y encuentra también una relación positiva y significativa entre gobierno corporativo y el valor de la empresa para el período 1998 y 2002. La estimación que realiza es por MCO, mínimos cuadrados generalizados y variables instrumentales en un sistema de ecuaciones múltiples.

**Chong et al. (2004)**, en un estudio de panel data de efectos aleatorios para China que comprende las dos bolsas de valores de dicho país para los años 1999-2001 explora la relación entre el valor de la empresa medida por la q de Tobin y las prácticas de gobierno corporativo, encontrando que las buenas prácticas de gobierno corporativo tienen un efecto positivo con el valor de la empresa.

**Black, et al. (2006)**. En un estudio para Korea que comprende 501 empresas

listadas en la bolsa de Korea, construye un índice de gobierno corporativo, encontrando que éste explica a la q de Tobin, y explica su incremento en 47%, con lo que se confirma una relación positiva entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y la q de Tobin.

Así, existe literatura que muestra un efecto positivo y significativo entre gobierno corporativo y valor de la empresa, tanto en mercados emergentes como en mercados desarrollados.

Hay otros estudios que muestran un efecto positivo entre gobierno corporativo y liquidez de la empresa.

**Chung, et al. (2010).** Así, Chung et al. (2010) establecen una relación positiva entre gobierno corporativo y la liquidez de las empresas y realizan un análisis para los valores listados en NYSE/AMEX. Encontrando una relación positiva entre empresas que adoptan estándares de Buen Gobierno Corporativo que mitigan la asimetría de información e incremento de la liquidez.

## **V.II. Efectos positivo del Gobierno Corporativo en el mercado de capitales**

En Brasil, la más reciente y cercana experiencia de adopción de Buenas Prácticas de Buen Gobierno Corporativo lanzadas en el año 2000 a través de la creación del Novo Mercado (eliminación de acciones sin votos, similares derechos para inversionistas minoritarios y principales y mínimo de 25% de free

float, entre otros) consiguió los siguientes resultados (Santana M. (2008)):

- Reducción de la percepción de riesgo del inversionista.
- Efecto positivo sobre el valor de las acciones.
- Efecto positivo en la liquidez.
- Incremento continuo en los listados de empresas en el Novo Mercado, anteriormente las empresas brasileñas motivadas por bajos precios se convertían en privadas o se financiaban mediante ADRs (en el año 2000 los ADRs Americanos representaban el 33% de lo negociado en BOVESPA y representaban sólo el 5.7% del total en número).
- Atracción de inversionistas extranjeros que permitió ampliar la escala de las empresas.
- Diversificación de la colocación a mayor número de brokers permitiendo mejor distribución entre inversionistas individuales.
- Mejora de performance en los precios.

En Perú y Brasil, se puede observar que el mercado reconoce un mayor valor por las acciones de las empresas que tienen buen Gobierno Corporativo versus las que no lo tienen. Así, se verifica visualmente si se comparan los índices principales de cada país y sus respectivos índices de Gobierno Corporativo<sup>31</sup>, observándose un upside acumulado de 30% en el caso de Perú<sup>32</sup>, y un mayor precio de 83% en el caso de Brasil, según lo que se puede observar en los

---

<sup>31</sup> El índice "S&P/BVL IBGC" para el caso de Perú y el índice "Novo Mercado Corporate Governance Equity Index" para el caso de Brasil, que representan los índices accionarios de buen gobierno corporativos para dichos países.

<sup>32</sup> Cabe resaltar que en Perú no hay concentración en un sector específico como minería que comparta con el índice brasileño para atribuir similar desempeño a un factor exógeno a las empresas como son los precios internacionales de los minerales. El índice S&P/BVL IBGC tiene un solo valor minero con una ponderación de alrededor de 20% (BVN).

Gráficos N° 2 y 3.

**Gráfico N° 2**  
**PERÚ: Índice S&P/BVL IBGC VS S&P/BVL Peru General, en índice (ene 2012=100)**



**Gráfico N° 3**  
**Brasil: Índice IGOVERNANCA VS BMFBOVESPA**

BM&FBovespa  
propia



Spread:  
83%

Fuente:  
Elaboración:

### **V.III. Evidencia empírica en Perú. Efecto del gobierno corporativo en las empresas**

**Casas (2018).** Carlos Casas (2018), en un estudio para 55 empresas inscritas en la BVL para el período 2014-2017, utiliza a la voz del mercado como indicador de la percepción de manejo de gobierno corporativo y encuentra que esta última variable muestra un efecto positivo sobre indicadores de rentabilidad de la empresa, tales como el ratio de rentabilidad del capital de rentabilidad de las empresas, ROE y ROA.

Asimismo, Casas (2018) encuentra que los indicadores de gobierno corporativo medidos a través de la voz del mercado, tienen un impacto positivo sobre variables de liquidez de la empresa.

Una de las limitantes que se encuentra, es que este estudio utiliza variables financieras y no una variable que refleje el valor de la empresa para de esta forma establecer una relación entre buenas prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa. No obstante, el estudio si concluye que los mecanismos de gobierno corporativo generan un mayor valor para la empresa<sup>33</sup>.

Otro tema a considerar es que Casas (2018) emplea como proxy de gobierno corporativo a la Voz del Mercado, que es una encuesta que realiza EY en conjunto con la BVL<sup>34</sup> a diversos actores del mercado para recoger su perspectiva de gobierno corporativo sobre las empresas. Así, Casas (2018) no utiliza el puntaje obtenido a través de la construcción de un índice de buen gobierno corporativo utilizando el Reporte de Cumplimiento del Código de Buen

---

<sup>33</sup> Ello en la medida que las empresas cuenten con una mejor gestión, mayores niveles de eficiencia y mecanismos que permitan preservar y optimizar el valor de la organización.

<sup>34</sup> Encuesta realizada con el soporte de la encuestadora independiente Kantar.

Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas o el resultado del puntaje de la validación de dicho reporte considerando la ponderación que otorga la bolsa en cada pregunta de cada Pilar, lo anterior hubiera recogido el grado de cumplimiento del emisor respecto a lo establecido en Reporte de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

#### **V.IV. Diversidad del Directorio mediante participación de mujeres y efecto sobre el performance de la empresa**

En este aspecto la literatura encontrada reporta efectos positivos; no obstante, no es concluyente.

**Bennouri et al. (2018)** en un estudio para Francia para el período 2001-2010, encuentra una relación positiva entre el Directorio compuesto por mujeres y la performance de la empresa medida por el ROA y ROE; no obstante, la relación sobre la  $q$  de Tobin resulta negativa.

**Griffin et al. (2020)**, reporta en un estudio para 45 países, que la diversidad del directorio, es decir la mayor participación de mujeres en el directorio está asociada a una mayor cantidad de patentes, y a novedosas patentes y una mayor eficiencia innovadora.

**Dezso y Ross (2012)**, en un estudio para las empresas que comprenden el S&P 1,500 para un panel de datos de 15 años, encuentra que la participación de las mujeres en la alta dirección mejora la performance de la empresa, pero solo en la medida que la estrategia de la empresa está orientada a la innovación.

## **VI. Objetivo e Hipótesis**

**VI.I Objetivo General:** Investigar la relación entre las prácticas de gobierno corporativo y el valor de las empresas.

**VI.I.I Objetivo específico I:** Investigar la relación entre las prácticas de Gobierno Corporativo de empresas peruanas pertenecientes al índice de precios S&P/BVL Perú General y el valor de las respectivas empresas, para el período 2009-2020.

**VI.I.II Objetivo específico II:** Determinar si la composición del Directorio, en específico si Directoras mujeres tienen un efecto positivo en el valor de la empresa.

## **VI.II Hipótesis**

**Hipótesis a plantear:** ¿Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo tienen un efecto positivo en el valor de las empresas?

Otra relación que se explora adicionalmente, pero no es objeto central de estudio, es si: (i) la estructura del Directorio, tiene un efecto positivo sobre el valor de las empresas. En específico el porcentaje de Directoras mujeres.

## **VII. Planteamiento del Problema**

En Perú sólo 9 empresas de las 267 listadas en 2020 cumplen con el mínimo puntaje requerido para considerarse empresas con Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, ese número de empresas se ha mantenido en el tiempo en promedio, desde que se creó en Perú el Índice de Buen Gobierno Corporativo en 2008.

En los mercados de capitales, en que invierten Fondos de Pensiones, inversionistas jurídicos y retail nacional y extranjeros, resulta adecuado saber si las prácticas de Buen Gobierno Corporativo contribuyen a incrementar el valor de las empresas para de esta forma promover mecanismos de adopción de estas prácticas en el mercado y las inversiones reflejen mejor el valor de las empresas. La relación empírica que se busca explorar para el caso peruano es si existe una relación positiva entre las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo y el valor de las empresas, medido a través de la  $q$  de Tobin, como lo muestra la literatura para mercados emergentes y desarrollados.

Existe literatura que muestra un efecto positivo del Gobierno Corporativo sobre el valor de las empresas como se mencionó anteriormente: Gompers, Ishii, and Metrick (2003), La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002), Braga-Alves y Shastri (2011) y Ferreira y Krauter (2014).

En Brasil, la creación del Novo Mercado trajo un efecto positivo que permitió el crecimiento del mercado de capitales, garantizando que este sea un mecanismo de financiamiento de largo plazo para las empresas y canalice los excedentes de ahorro de inversionistas tanto institucionales como retail.

## VIII. Metodología y modelo

### VIII.I. Metodología

La metodología utilizada es la de datos de panel dinámico, en concordancia con la literatura revisada y considerando que se tienen varias empresas para varios años.

Se utilizó el estimador de Arellano Bond<sup>35</sup>, siguiendo Ferreira y Krauter (2014). Y se agregó como variable independiente el rezago de la variable dependiente (q de Tobin) para evitar cualquier problema de endogeneidad siguiendo al autor mencionado anteriormente y que se basa también en Roodman (2006 y 2009) y en Amman et al. (2011).

Lindenberg, E. y Ross S. (1981) y Griliches (1984) plantean modelos de q de Tobin en que consideran el valor tangible de la empresa del valor intangible. Griliches (1984) lo usa para análisis acerca de patentes (intangible).

En la literatura empírica revisada, utilizan la q de Tobin como variable proxy del valor de la empresa, siendo esta una variable endógena y como variables exógenas el gobierno corporativo sumado a otras variables como concentración, estructura del directorio y una variable de control que es el logaritmo de los ingresos. En las especificaciones previas se incluyeron otras variables como Capex/total activos, rotación (monto negociado/capitalización) pero se descartaron al restar capacidad explicativa al modelo en conjunto.

---

<sup>35</sup> xtabond2

## VIII.II. Modelo

El modelo es un modelo de panel data dinámico representado por la siguiente ecuación:

$$(1) y_{it} = \theta y_{it-1} + \beta_0 + X'_{it} \beta + u_{it}$$

$Y_{it}$  = q de Tobin 1 (Capitalización+Deuda/total de activos). Alternativamente se empleó: q Tobin 2 (Enterprise value/total de activos).

$Y_{it-1}$  = rezago de  $Y_{it}$

$X_{it}$  = [Concentración del accionariado $_{it}$ , IBGC $_{it}$ , % Directores Independientes $_{it}$ , % Directoras mujeres $_{it}$ , LogCapex $_{it}$ , Logingresos $_{it}$ ]

Dónde:

- q Tobin1 (Q\_Tobin): (capitalización (acciones comunes+acciones de inversión+acciones preferentes)+Deuda (corto y largo plazo)) / Activos totales. A esta se le denomina también q de Tobin calculada.
- Q Tobin 2: Enterprise value/total de activos. Esta se obtuvo directamente de Bloomberg.
- Concentración del accionariado (ConAc)= % de accionistas que tienen más del 10% de participación de la empresa.
- Log ing: Logaritmo de los ingresos de la empresa.
- Log CE: Es el logaritmo del Capex.
- IBGC: índice de Buen Gobierno Corporativo construido.
- % Directores Independientes (DirIn): N° Directores Independientes/ Total Directores.
- % Directores mujeres (DirMj): Número de Directoras mujeres/total de Directores.

Los datos de estructura del Directorio correspondiente a número de Directores Independientes y de Directoras mujeres se obtuvieron del Reporte de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

El logaritmo de los ingresos se utiliza como variable control y se coloca en logaritmos para suavizar la serie que se encuentra originalmente en millones de Soles.

## **IX. Disponibilidad de la información y datos**

### **IX.I. Disponibilidad de la información**

La información corresponde al período 2009-2020, y se obtiene de información pública disponible en la web de la BVL y en la web de la Superintendencia del Mercado de Valores. Adicionalmente se recurrió a Bloomberg.

La frecuencia de los datos es anual.

El índice S&P/BVL Peru General comprende 30 valores para el cierre del 2020 que corresponde a 29 empresas, existe una firma: Aceros Arequipa, que participa con dos instrumentos. El número de empresas analizadas son los 24 constituyentes que comprenden el índice S&P/BVL Perú General, el cual representa alrededor del 26% la capitalización total del mercado y representa a las empresas más líquidas.

Se excluyeron seis valores: (i) SCCO, (ii) Trevali y (iii) Panoro Mineral, las dos

primeras por ser sociedades extranjeras y la última por ser extranjera y junior, las cuales no reportan el cuestionario de Buen Gobierno Corporativo que aplica solo para sociedades peruanas. Los otros dos valores excluidos son BAP e Inretail, debido a limitante en la información para algunos años de la muestra establecida<sup>36</sup>. Y finalmente, se excluyó a CORAREI1 de Aceros Arequipa por ya participar con otro valor en dicho índice (CORAREC1), esto último se realiza en virtud de que iba a presentar el mismo indicador de Gobierno Corporativo puesto que la respuesta del cuestionario de buenas prácticas de gobierno corporativo es por empresas y no por valor que posea dicha empresa.

## **IX.II. Datos**

La variable dependiente utilizada en el modelo es la  $q$  de Tobin. Se utilizan dos especificaciones de la  $q$  de Tobin, que tienen un comportamiento similar lo que asegura que se ha calculado correctamente.

La principal variable dependiente utilizada es un índice de BGC<sup>37</sup> que se ha construido para 24 empresas para el período 2009-2020.

Las demás variables se han obtenido directamente de la web de la BVL, SMV y de Bloomberg.

### **IX.II.I Índice IBGC**

---

<sup>36</sup> BAP no presenta su Reporte sobre Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo anexo a su memoria a partir del 20217, pues al ser un valor de una empresa constituida en el exterior no está obligado a presentarlo y decidió no presentarlo a partir del 2017. Y en el caso de Inretail, dicho valor se inscribió en enero 2011 y sólo se cuenta con información disponible a partir del ejercicio 2012 hacia adelante.

<sup>37</sup> Buen Gobierno Corporativo

#### **IX.II.I.I. Índice IBGC de la BVL**

El índice S&P/BVL IBGC que es calculado por S&P para la BVL, en su metodología incorpora entre los factores principales de selección un criterio de puntaje mínimo de gobierno corporativo mayor a 80% y un puntaje mínimo en la encuesta de la voz del mercado de 3. Adicional para que un valor pertenezca a este índice no debe tener una sanción grave o muy grave por parte de la SMV y debe tener una liquidez significativa.

El puntaje de gobierno corporativo se basa en un criterio de scoring, que le otorga puntaje diferenciado de acuerdo a lo que establece su modelo “ExCUSME”, en que verifica de un lado la existencia del componente y de otro lado su aplicación.

La metodología vigente al 2020 para asignar el puntaje de buen gobierno corporativo, asigna una ponderación igual a cada Pilar de 3%, luego a los de mayor importancia le agrega 1% adicional y a los menos importantes los castiga un 1.5% menos, obteniendo los resultados de la Tabla N° 3.

Importante señalar que el actual Código de Gobierno Corporativo vigente para las sociedades peruanas es del 2013 y fue elaborado por la SMV con colaboración de stakeholders clave del mercado. Las empresas listadas en el mercado regular en la BVL están obligadas a enviar anualmente junto con la memoria anual el reporte de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, que es un cuestionario compuesto por varias preguntas distribuidas en 31 pilares.

Las empresas tienen la obligación de enviar el reporte de cumplimiento de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo a la SMV y en caso no cumpliera con algún principio deben indicar la razón, en ese sentido es un código que implica “cumplir o explicar”.

**Tabla N° 3: Ponderación vigente por Pilar**

N° de Principio	% de Relevancia Metodología IBGC
1	1.5%
2	3.0%
3	4.0%
4	3.0%
5	4.0%
6	3.0%
7	1.5%
8	3.0%
9	1.5%
10	3.0%
11	1.5%
12	1.5%
13	3.0%
14	1.5%
15	4.0%
16	4.0%
17	4.0%
18	3.0%
19	4.0%
20	4.0%
21	4.0%
22	4.0%
23	4.0%
24	4.0%
25	4.0%
26	4.0%
27	4.0%
28	4.0%
29	4.0%
30	4.0%
31	1.5%

Fuente: Web BVL

Elaboración: propia

La covarianza entre las ponderaciones originales que se utilizan para los puntajes de cada pilar del índice S&P/BVL IBGC respecto a las ponderaciones utilizadas para cada pilar en el índice construido es pequeña (0.01%), lo que refleja consistencia en lo realizado. La diferencia entre ambas ponderaciones por cada Pilar se puede observar en la Tabla N° 4.

**Tabla N° 4: Ponderaciones por Pilar de los puntajes del índice S&P/BVL IBGC Vs Ponderaciones por Pilar del índice IBGC construido**

N° de Principio	Ponderaciones actuales por cada Pilar	Ponderaciones del índice construido por Pilar
1	1.50%	3.4%
2	3.00%	2.3%
3	4.00%	2.3%
4	3.00%	2.3%
5	4.00%	2.3%
6	3.00%	1.1%
7	1.50%	2.3%
8	3.00%	1.1%
9	1.50%	1.1%
10	3.00%	2.3%
11	1.50%	1.1%
12	1.50%	3.4%
13	3.00%	5.7%
14	1.50%	2.3%
15	4.00%	2.3%
16	4.00%	4.6%
17	4.00%	3.4%
18	3.00%	1.1%
19	4.00%	3.4%
20	4.00%	4.6%
21	4.00%	6.9%
22	4.00%	9.2%
23	4.00%	2.3%
24	4.00%	6.9%
25	4.00%	5.7%
26	4.00%	4.6%
27	4.00%	4.6%
28	4.00%	2.3%
29	4.00%	1.1%
30	4.00%	2.3%
31	1.50%	1.1%

Fuente: BVL

Elaboración: propia

#### **IX.II.I.II. Construcción del IBGC de acuerdo a la literatura**

El Índice de BGC fue construido en base a información disponible en el portal de la SMV, considerando igual ponderación por ítem de pregunta. En específico se extrajo del Reporte de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, que las empresas peruanas anexan junto a su memoria

anual.

El índice de Buen Gobierno Corporativo usado se construyó para el período 2009-2020 considerando las 24 empresas que comprenden el índice S&P/BVL Peru General y que registran información en todo el período de análisis.

El trabajo para armar el índice implicó revisar para las 24 empresas que comprenden el índice S&P/BVL Peru General y que registran información en todo el período de análisis (2009-2020) el cumplimiento de dichos principios y otorgarle una puntuación considerando una ponderación igual por cada sub pregunta de cada Pilar.

Para su construcción se siguió la literatura en que construyen índices de buen gobierno corporativo; así, se siguió a autores como Chung et al. (2010), Gompers et al. (2003), Klapper y Love (2004) y Ammann et al. (2011), que en base a Pilares específicos de gobierno corporativo le ponen una ponderación igual<sup>38</sup>. El índice se construyó considerando los 31 principios de Gobierno Corporativo (excepto la sub pregunta iii del Principio 15 por solo existir información para el 2020 y 2019), luego se colocó igual ponderación a cada sub pregunta.

La forma de construir el índice siguiendo a Gompers et al. (2003), Klapper et al. (2004) y Ammann et al. (2011) fue otorgar igual ponderación a cada sub ítem de cada pregunta. La metodología utilizada por la BVL es un poco similar, pues le otorga en principio una ponderación igual a todos los principios (3%) y a aquellos que son de mayor importancia le agrega un porcentaje adicional (+1%) para reflejar la importancia del principio y a los de menor importancia le resta 1.5%.

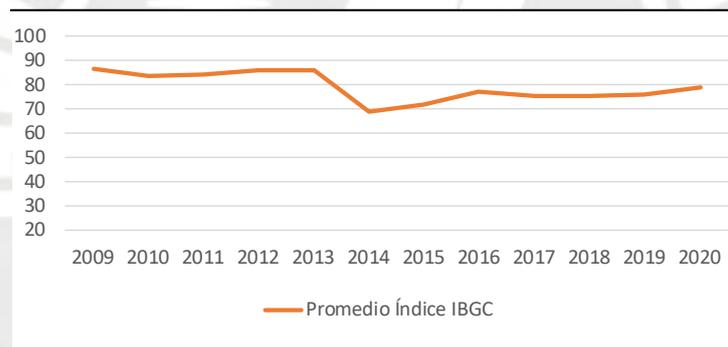
---

<sup>38</sup> Excepto Chung et al. (2010) que construye su índice de Buen Gobierno Corporativo pero no especifica el peso que le da a los componentes.

Para los años 2009-2013 la metodología de llenado del Reporte de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas fue una escala del grado de cumplimiento del principio de iba a 0 a 4.<sup>39</sup>

En el Gráfico N° 4 se puede observar la evolución del promedio del índice BGC construido, si bien se observa un pequeño salto con el cambio de metodología, eso no afecta la serie, pues no hay una variación significativa de las medias de dicha serie como se verá en el Test realizado (Levin-Lin-Chu).

**Gráfico N° 4: Evolución del Promedio del índice IBGC**



Fuente: propia

Elaboración: propia

Para determinar que la serie es bien comportada, se la sometió a un test de raíz unitaria para evaluar la presencia de raíz unitaria. El test realizado arrojó que la variable “índice IBGC” no tiene raíz unitaria, lo que comprueba que es una serie bien comportada.

El Test verifica que no hay cambios significativos en la media del índice IBGC a lo largo del tiempo, por lo cual no requiere alguna especificación adicional al momento

<sup>39</sup> En este caso al tener todos los principios igual ponderación se considera que el 100% es un puntaje de 104 (4 puntos por 26 principios) y se colocó en porcentaje.

de realizar las regresiones

El resultado del examen estadístico es el siguiente:

Examen	Estadístico	Valor	P-Value
Levin-Lin-Chu	T Ajustado	-3.3	0.00

Fuente: elaboración propia. Utilizando el software de Stata.

Con este resultado rechazamos la hipótesis nula que implica presencia de raíz unitaria y proseguimos estimando el modelo por el método de Arellano-Bond.

La Tabla N° 5 indica los valores promedio del índice IBGC construido, observándose una desviación estándar de 10%, es decir no hay mucha desviación entre los datos y de otro lado se observa que hay empresas que registraron en algún momento el 100% del puntaje.

Asimismo, se observa en esta muestra de 24 empresas que del 2009 al 2020 solo 4 empresas mejoraron su puntaje, mientras que respecto a los últimos 5 años anteriores se observa que unas 17 empresas incrementaron su puntaje representando en promedio un alza de 11%.

**Tabla N° 5: % Puntaje de Gobierno Corporativo por empresa (%)**

Valor	Promedio	Mínimo	Máximo
ALICORC1	87.3	71.3	95.2
AENZAC1	93.5	87.4	100.0
BBVAC1	89.2	79.3	98.1
BVLAC1	82.4	70.1	92.0
CPACASC1	90.4	78.8	95.4
ATACOBC1	85.4	79.3	93.3
BUENAVC1	89.8	77.0	93.3
CORAREC1	74.0	59.8	92.0
ENGEPEC1	63.6	40.2	83.7
CASAGRC1	62.1	53.8	81.7
SIDERC1	69.1	60.6	74.7
ENDISPC1	66.1	44.8	82.8
ENGIEC1	71.1	62.1	82.7
FERREYC1	95.2	79.3	100.0
IFS	80.7	66.7	95.2
LUSURC1	80.4	72.4	92.3
MINSURI1	64.6	58.6	82.7
NEXAPEC1	86.8	77.0	97.1
RIMSEGC1	80.3	47.1	90.4
RELAPAC1	86.7	73.6	94.2
CVERDEC1	69.6	57.5	82.7
BACKUSI1	85.8	72.4	95.2
UNACEMC1	78.8	63.2	89.4
VOLCABC1	72.3	44.8	92.3

Fuente: SMV

Elaboración: propia

### IX.II.II. q de Tobin

La Variable dependiente escogida fue la q de Tobin, en línea con Braga-Alves y Shastri (2011), Ferreira y Krauter (2014), Gompers et al. (2003), Klapper et al. (2003), Ammann et al. (2011), Chung y Pruitt (1994) y Black et al. (2006)

Se utilizan dos especificaciones de la q de Tobin siguiendo a Ferreira y Krauter (2014). La Primera especificación siguiendo al autor anterior y a Chong et al. (2004) que definen la q de Tobin como:

$$q \text{ Tobin} = \frac{\text{Capitalización} + \text{Deuda}}{\text{Total activos}}$$

Donde:

Capitalización: acciones comunes+acciones de inversión+acciones preferentes. En nuestra versión se ha agregado las acciones de inversión a la capitalización.

Deuda: Valor de total de las deuda de corto y largo plazo. En la versión de Ferreira y Krauter (2014), dentro de la Deuda considera a los activos corrientes después de excluir inventarios, no se está considerando esto último en el cálculo de la q de Tobin para evitar algunas distorsiones en el cálculo.

Los datos acá obtenidos corresponden a Bloomberg.

#### **q de Tobin alternativa.**

Luego siguiendo a Ferreira y Krauter (2014) se utiliza la siguiente fórmula:

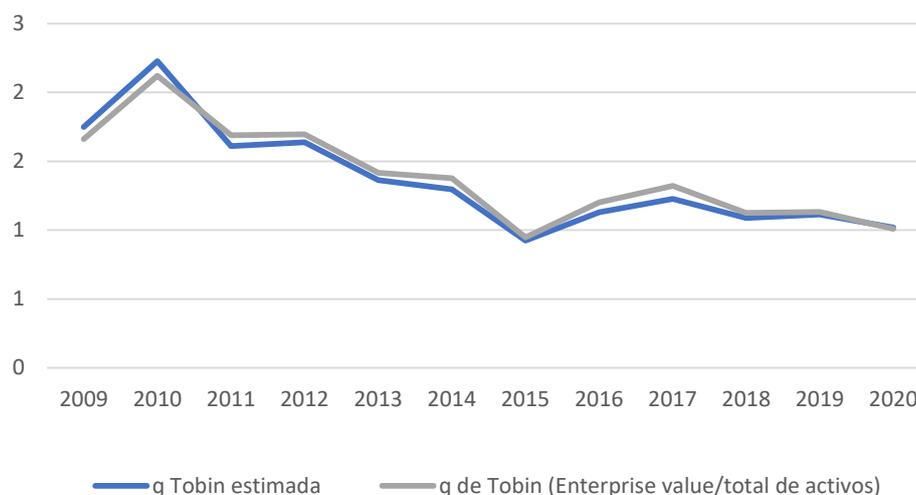
$$q \text{ Tobin} = \frac{\text{Enterprise value}}{\text{Total activos}}$$

La variable “Enterprise value”, es calculada directamente por Bloomberg siguiendo la siguiente especificación:

Enterprise value = capitalización de mercado – cash&equivalentes + acciones preferentes + intereses  
+ total de deuda

La evaluación de ambas q de Tobin utilizadas arroja una correlación de 99%, y con valores muy similares, como se puede observar en el gráfico N° 5, lo que asegura que está bien calculada.

**Gráfico N° 5: q de Tobin calculada Vs q de Tobin (Enterprise value/total activos)**



**Tabla N° 6: Resumen de variables utilizadas**

Sumaria de Variables	Observations	Mean	Median	Min	Max
Q de Tobin 1 (calculada)	288.00	1.37	1.02	0.09	8.29
Q de Tobin 2 (Enterprise value/total Activos)	288.00	1.29	0.96	0.05	8.12
Índice IBGC	288.00	79.39	81.67	40.23	100.00
Concentración del Accionariado (%)	288.00	54.85	61.77	0.00	94.15
Directores Independientes (%)	288.00	31.52	33.33	0.00	85.71
Directoras Mujeres (%)	288.00	5.74	0.00	0.00	33.33
Log Ing	288.00	7.68	7.91	3.63	9.54
LogCE	288.00	4.90	5.14	-1.50	8.58

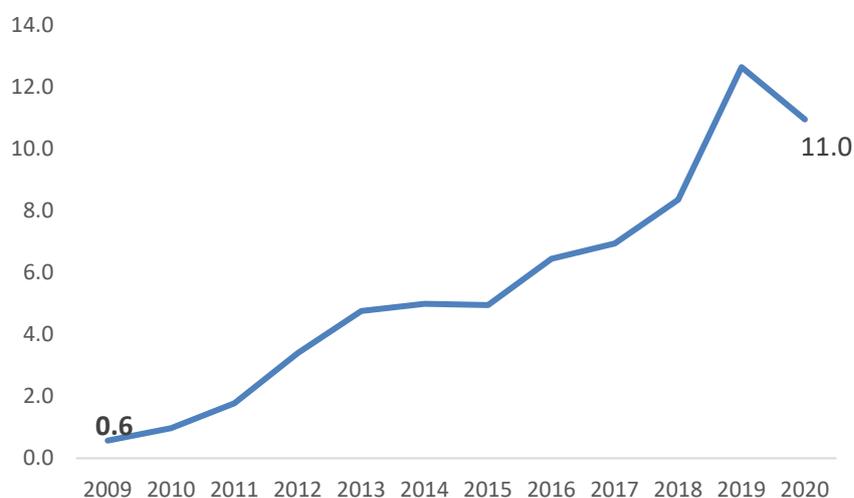
Elaboración propia.

Como se comentó en la especificación del modelo, otras variables dependientes utilizadas fueron concentración del accionariado. Esta variable registra una mediana de 61.8% y se interpreta como que las 24 empresas consideradas del S&P/BVL Peru General con participación mayor a 10% de sus inversionistas tienen una concentración de 61.8% (mediana) y de 54.9% en promedio. Con lo cual, en promedio, para esta muestra de empresas un 45.1% está en libre disponibilidad de los inversionistas.

La variable Directoras mujeres tiene un promedio de 5.7%, lo que refleja que en promedio en la muestra de empresas analizadas, solo un 5,7% de los Directorios de dichas empresas está conformado por mujeres. Así, se observa que en todo el período de análisis las 24 empresas bajo análisis, 22 empresas registraron por lo menos 1 Directora mujer y en el 2020, 18 empresas registraron por lo menos 1 Directora mujer. Si bien el % en el Directorio es pequeño, la presencia de mujeres en los Directorios abarca a gran parte de la muestra.

El % de Directoras mujeres en el total de la muestra ha mostrado una tendencia ascendente, pasando de 0.6% en 2009 en promedio en el total de la muestra de 24 empresas a 11% en 2020<sup>40</sup>, como se puede apreciar en el Gráfico N° 6.

**Gráfico N° 6: Evolución del promedio de % de Directoras mujeres (en %)**



Fuente: SMV

Elaboración: propia

<sup>40</sup> El detalle por empresa se puede observar en la Tabla N° 7.

**Tabla N° 7: % de Directoras mujeres por valor**

Valor	Promedio	Mínimo	Máximo
ALICORC1	1.4	0.0	9.1
AENZAC1	0.0	0.0	0.0
BBVAC1	0.0	0.0	0.0
BVLAC1	2.0	0.0	9.1
CPACASC1	9.9	0.0	14.3
ATACOBC1	3.3	0.0	20.0
BUENAVC1	3.6	0.0	14.3
CORAREC1	1.4	0.0	8.3
ENGEPEC1	7.4	0.0	21.4
CASAGRC1	0.0	0.0	0.0
SIDERC1	22.2	0.0	33.3
ENDISPC1	6.5	0.0	14.3
ENGIEC1	1.4	0.0	16.7
FERREYC1	5.0	0.0	10.0
IFS	2.4	0.0	14.3
LUSURC1	8.3	0.0	25.0
MINSUR1	14.1	12.5	16.7
NEXAPEC1	3.3	0.0	20.0
RIMSEGC1	0.0	0.0	0.0
RELAPAC1	10.2	0.0	30.0
CVERDEC1	4.5	0.0	10.0
BACKUSI1	11.2	0.0	28.6
UNACEMC1	2.1	0.0	9.1
VOLCABC1	17.6	0.0	28.6

Fuente: SMV

Elaboración: propia

## X. Resultados

Se realizó un panel data dinámico aplicando el estimador de Arellano Bond (xtabond2).

Se realizaron algunos test previos a la estimación del modelo con el objetivo de detectar si el mejor estimador es un pooled o no, para lo cual se realizó el test de Breush-Pagan y posteriormente se realizó el test de Hausman para determinar si el mejor estimador es el de efectos fijos.

El término de error especificado como:  $u_{it}$  podría contener un término de heterogeneidad inobservable de la siguiente forma:

$$u_{it} = \alpha_i + \epsilon_{it}$$

Donde  $\alpha_i$  sería específico a cada empresa e invariable en el tiempo.  $\epsilon_{it}$  es un término idiosincrático iid.

Se realizó el test de Breusch-Pagan para determinar si  $\alpha_i = 0$  para todo  $i$  de la muestra. En caso de que dicha hipótesis nula se cumpla, el mejor estimador sería un estimador pooled.

De rechazar la hipótesis nula en el examen de Breusch-Pagan, sería necesario hacer un examen de Hausman para evaluar la presencia de efectos fijos. Lo cual implicaría una correlación entre el parámetro  $\alpha_i$  específico a cada empresa y el vector de variables explicativas  $X_{it}$ .

**Tabla N° 8: Test realizados antes de la regresión**

Test	Estadístico	Valor	P-Value
<b>Breusch-Pagan</b>	Chi Cuadrado (7)	44.39	0.00
<b>Hausman</b>	Chi Cuadrado (1)	567.68	0.00

Elaboración: propia

Dado el P-Value de 0.00, se rechaza la hipótesis nula del examen de Breusch-Pagan, lo cual indica la presencia de heterogeneidad inobservable. Asimismo, se rechaza también la hipótesis nula en el examen de Hausman, lo que indica que lo más adecuado es utilizar un modelo de efectos fijos.

El estimador de Arellano-Bond es un estimador apropiado en este caso, pues

elimina los efectos fijos tomando las primeras diferencias a las variables y además trata adecuadamente el primer rezago, el cual se considera una variable necesaria en este modelo.

## X.I Resultados de la regresión

Los resultados de la regresión utilizando la q de Tobin calculada arrojan una relación positiva y significativa de las Buenas prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa a todos los niveles de significancia. Con lo que se prueba la Hipótesis del presente estudio.

El porcentaje de mujeres en el Directorio también muestra una relación positiva con el valor de la empresa y significativo al 10% de significancia. Con lo cual la relación positiva entre diversidad de género en el Directorio y un mayor valor de la empresa queda también comprobado.

**Tabla N° 9. Regresión Modelo 1**

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: <b>Activo_N</b>	Number of obs	=	<b>264</b>
Time variable : <b>Anho</b>	Number of groups	=	<b>24</b>
Number of instruments = <b>44</b>	Obs per group: min	=	<b>11</b>
Wald chi2(7) = <b>167196.30</b>	avg	=	<b>11.00</b>
Prob > chi2 = <b>0.000</b>	max	=	<b>11</b>

Q_Tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Q_Tobin L1.	.8359664	.0063695	131.25	0.000	.8234825 .8484503
IBGC	.0025423	.0008959	2.84	0.005	.0007863 .0042982
ConAc	.0019529	.0004291	4.55	0.000	.0011118 .0027939
DirIn	-.0015195	.0005328	-2.85	0.004	-.0025638 -.0004753
DirMj	.0022723	.001374	1.65	0.098	-.0004206 .0049652
LogIng	-.0140803	.0121456	-1.16	0.246	-.0378853 .0097247
logCE	-.0325079	.0098669	-3.29	0.001	-.0518466 -.0131691
_cons	.1459356	.1058203	1.38	0.168	-.0614684 .3533396

La regresión utilizando la q de Tobin alternativa: Enterprise value/total activos muestra resultados similares. La significancia y relación positiva entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa se mantiene positiva y significativa tanto al 1%, 5% como 10%.

Y la diversidad de género en el directorio sigue siendo positiva y significativa.

**Tabla N° 10: Regresión Modelo 2**

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: <b>Activo_N</b>	Number of obs	=	<b>264</b>
Time variable : <b>Anho</b>	Number of groups	=	<b>24</b>
Number of instruments = <b>44</b>	Obs per group: min	=	<b>11</b>
Wald chi2(7) = <b>235312.60</b>	avg	=	<b>11.00</b>
Prob > chi2 = <b>0.000</b>	max	=	<b>11</b>

Q_Tobin_2__Enterprise_value_Tota	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Q_Tobin_2__Enterprise_value_Tota L1.	<b>.8240489</b>	<b>.0073788</b>	<b>111.68</b>	<b>0.000</b>	<b>.8095867</b>	<b>.838511</b>
IBGC	<b>.0026984</b>	<b>.0011158</b>	<b>2.42</b>	<b>0.016</b>	<b>.0005114</b>	<b>.0048854</b>
ConAc	<b>.0019779</b>	<b>.0003162</b>	<b>6.26</b>	<b>0.000</b>	<b>.0013582</b>	<b>.0025975</b>
DirIn	<b>-.0010221</b>	<b>.0007959</b>	<b>-1.28</b>	<b>0.199</b>	<b>-.0025821</b>	<b>.000538</b>
DirMj	<b>.0022586</b>	<b>.0011773</b>	<b>1.92</b>	<b>0.055</b>	<b>-.000049</b>	<b>.0045661</b>
LogIng	<b>-.0306887</b>	<b>.0130663</b>	<b>-2.35</b>	<b>0.019</b>	<b>-.0562982</b>	<b>-.0050791</b>
logCE	<b>-.0197416</b>	<b>.0087517</b>	<b>-2.26</b>	<b>0.024</b>	<b>-.0368946</b>	<b>-.0025886</b>
_cons	<b>.182174</b>	<b>.129218</b>	<b>1.41</b>	<b>0.159</b>	<b>-.0710886</b>	<b>.4354367</b>

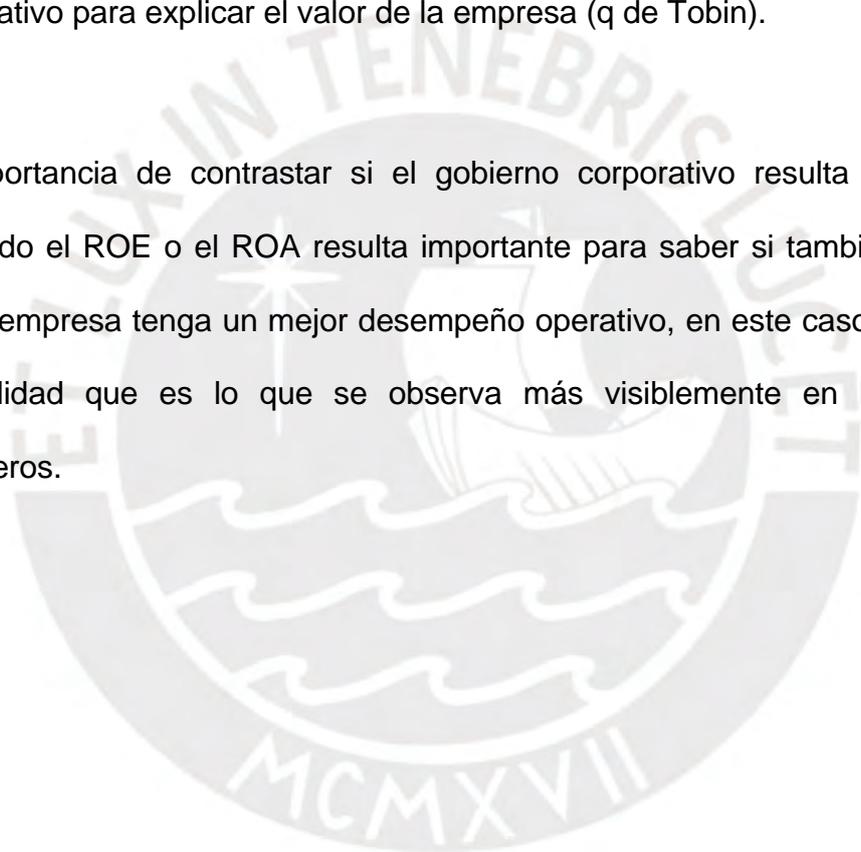
Por otro lado, en la literatura, se observa que el gobierno corporativo explica la rentabilidad de la empresa medido por el ROE o ROA complementario a la q de Tobin utilizado como valor de la empresa en que si resulta significativo el gobierno corporativo.

Braga-Alves y Shastri (2011) encuentran que el gobierno corporativo no explica el ROA; no obstante, el gobierno corporativo si es una variable significativa y que explica el valor de la empresa medido por la q de Tobin.

Klapper y Love (2004), observan que el gobierno corporativo aporta mayor grado de explicación cuando se utiliza el ROA como medida del performance operativo de la empresa que cuando se utiliza la q de Tobin como medida del valor de la empresa. Cabe resaltar que en ambas variables dependientes (q de Tobin y ROA) el gobierno corporativo resulta significativo.

Por su parte, Ferreira y Krauter (2014) encuentran que el ROE no es significativo para explicar el valor de la empresa (q de Tobin).

La importancia de contrastar si el gobierno corporativo resulta significativo utilizando el ROE o el ROA resulta importante para saber si también aporta a que la empresa tenga un mejor desempeño operativo, en este caso una mayor rentabilidad que es lo que se observa más visiblemente en los estados financieros.



## **XI.Conclusiones**

El presente trabajo concluye la existencia de una relación positiva y significativa entre el índice de Buen Gobierno Corporativo que refleja las buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas peruanas y el valor de las empresas representadas por la q de Tobin, en línea con la literatura como Ferreira y Krauter (2014), Braga-Alves y Shastri (2011), Klapper y Love (2004), Ammann et al. (2011), Gompers et. al. (2003), La Porta et al. (2002), Silveira, et al. (2006) y Black et al. (2006).

Otra conclusión del estudio es que se prueba una relación positiva y significativa entre el porcentaje de participación de mujeres en el Directorio y un mayor valor de la empresa. De la literatura revisada este sería el primer hallazgo para el Perú. Importante resaltar que esta conclusión podría tener algunas limitaciones, por ejemplo, las empresas con mayor porcentaje de Directoras mujeres son las que a la vez registran un incremento de más del 15% en los últimos 7 años en su índice IBGC construido y con una tendencia al alza<sup>41</sup>. Así, empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo son las que están incorporando más mujeres a su Directorio.

En ambos casos falta hacer comprobaciones con otras variables que reflejen la buena performance de la empresa como el ROE, ROA y el incremento del precio de la acción. Ese desarrollo queda como agenda pendiente para próximas investigaciones.

---

<sup>41</sup> 9 de las 11 empresas que registran incremento superior en 15% en su índice IBGC en los últimos años registran a su vez un alza en su porcentaje de mujeres Directoras mujeres.

## XII. Bibliografía

- Ammann M., Oesch D. y Schmid M. Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*. Volumen 18, N° 1 (enero 2011), pp. 36-55
- Braga-Alves M. y K. Shastri (2011). Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. *Financial Management*, Vol. 40, No. 1 (Spring 2011), pp. 139-157.
- Bennouri M., Chtioui T., Nagati H. y Nekhili M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking and Finance*. Volumen 88, marzo 2018, pag. 267-291.
- Black B. Hang H. y Kim W.. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization*, Volumen N° 22, No. 2 (Oct., 2006), pp. 366-413.
- Cadbury A. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Report of the Committee On.
- Carvalho A. & Pennacchi G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance* 2012, vol. 18, Vol. 4, pp. 883-903
- Casas Tragodara, Carlos (2018). Impacto del gobierno corporativo en diferentes variables bursátiles. Disponible en: <https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/bvl-impacto-del-buen-gobierno-corporativo-en-diferentes-variables-bursatiles-2019-ibgc-doc-es.pdf>
- CFA Institute (2020). *Future of Sustainability in investment Management: From Ideas to Reality*. Disponible en: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/future-of-sustainability.ashx>
- Chong. B., Liu Q. Song F. (2004). Corporate governance and market

valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, N° 32, pp. 599–616, 2004.

- Chung K., J. Elder. y J. Chul Kim (2010). Governance and Liquidity. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, No. 2 (abril 2010), pp. 265-291.
- Chung K., y Pruitt S. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, Volumen 23, N° 3, pp. 70-74, 1994.
- Christiansen H. y A. Koldertsova (2009). The role of Stock Exchanges in Corporate Governance. OECD Working Paper No. 2009/1.
- Demirguc-Kunt, A., R. Levine y E. Feyen (2011). "The Evolving Importance of Banks and Securities Markets", The World Bank, Policy Research Working Paper 5805, 1-31.
- Dezso C. y Ross D. (2012). Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. *Strategic Management Journal*, volume 33, N° 9 (sep. 2012), pp 1072-1089.
- Environmental, Social and Governance (ESG) Survey (2015). CFA Institute, disponible en: [https://www.cfainstitute.org/Survey/esg\\_survey\\_report.pdf](https://www.cfainstitute.org/Survey/esg_survey_report.pdf)
- Ferreira, D. y Krauter. E. (2014). The Relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity Problems. *Brazilian Business Review (English Edition)*, Jan-Mar 2014, Vol. 11 Issue 1, pp. 90-110. 21p.
- OCDE (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance (2015). Disponible en: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, pp. 107-155.

- Griffin D, Li K., y Xu T (2020). Board Gender Diversity and Corporate Innovation: International Evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Volumen 56, N° 1 (Feb 2021), pp 123-154.
- Griliches Z. R & D (1984). R & D, Patents, and Productivity, University of Chicago Press, pp. p. 249 - 252.
- Hart (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. The Economic Journal, Vol. 105, No. 430 (May, 1995), pp. 678-689.
- HKE (2021). ESG Equity Index Future: Meeting the Increasing Need for ESG Investment. Disponible en: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/%202021/CCEO\\_ESGIdxFutures\\_202104\\_e.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/%202021/CCEO_ESGIdxFutures_202104_e.pdf?la=en)
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. y Vishny R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. The Journal of Finance Vol. 57, No. 3 (Jun., 2002), pp. 1147-1170.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. y Vishny R. (2000). Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics N° 58, 2000, pp. 3-27.
- Levine R. (2004). Finance and Growth: Theory and evidence, National Bureau of Economic Research, Working paper N° 10766.
- Levine y Zervos (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth, American Economic Review, Vol. 88, pp. 537-558.
- Lindenberg, E. y S. Ross (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization," Journal of Business (January), pp. 1-32.
- London Stock Exchange (2002). Corporate Governance for Main Market and AIM Companies. Disponible en:

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/corpgov.pdf>

- Jensen M. y W. Meckling (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. Journal of Financial Economics 3 (1976), pp. 305-360.
- Key Standards for Sound Financial Systems. Financial Stability Board. Disponible en: [https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/key\\_standards/](https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/key_standards/)
- Klapper L. y I. Love (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. Journal of Corporate Finance 10, 703-728.
- OCDE (2016). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 (2016). Disponible en: [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-ocde-principios-de-gobierno-corporativo\\_9789264259171-es](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-ocde-principios-de-gobierno-corporativo_9789264259171-es)
- Reconocimiento Buen Gobierno Corporativo-Metodología de determinación de empresas reconocidas y de la cartera del IBGC. Disponible en: <https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/bvl-metodologia-de-determinacion-de-empresas-reconocidas-y-de-la-cartera-del-ibgc-doc-es.pdf>
- Roodman, D. 2006. How to do xtabond2. En North American Stata Users' Group Meeting 2006 (No. 8). Stata Users Group.
- Roodman, D. How to do xtabond2: an introduction to “difference” and “system” GMM in Stata.Center for Global Development, Working Paper N° 103, 2006.
- Roodman, D. A note on the theme of too many instruments. Oxford Bulletin of Economic and Statistics, volume N° 71, n. 1, p. 135-158, 2009.

- Santana M. (2008). The Novo Mercado Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform. IFC. Global Corporate Governance Forum, Focus 5.
- Sarbanes Oxley Act of 2002. Publicada el 30 de julio del 2002. Disponible en: <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>
- Shleifer A. y R. Vishny (1997). A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), pp. 737-783.
- Silveira A., Barros L, Fama R. Atributos corporativos, calidad del gobierno corporativo y valor de las empresas públicas en Brasil. Revista Brasileña de Finanzas (2006), vol. 4, N° 1, pp. 1-30.
- SMV (2016). Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013). SMV. Disponible en: [http://www.smv.gob.pe/Uploads/CodBGC2013%202 .pdf](http://www.smv.gob.pe/Uploads/CodBGC2013%202.pdf)
- 
- Tirole J. (2001). Corporate Governance. Econométrica, Vol. 69, No. 1 (January, 2001), pp. 1-35.
- Web del Financial Stability Board. <http://www.fsb.org/about/history/>

### **XIII. Anexo**

Niveles de Gobierno Corporativo del Mercado Brasileño<sup>42</sup>

#### **Nivel 1.**

B3 establece una serie de estándares para la conducta de las empresas, administradores y accionistas mayoritarios considerados importantes para la valoración de las acciones y otros activos emitidos por la empresa. La adherencia a estas prácticas distingue a una empresa como Compañía Nivel 1 o Compañía Nivel 2, dependiendo del grado de compromiso asumido por la empresa.

La adhesión a los "Niveles especiales de gobierno corporativo" de B3 anuncia mejor los esfuerzos de la empresa para mejorar la relación con sus inversores y aumenta el potencial de apreciación del valor de los activos.

Las compañías del Nivel 1 se comprometen en gran medida a mejorar los métodos de divulgación al mercado y a distribuir sus acciones entre el mayor número de accionistas posible. Así, las principales prácticas requeridas en este nivel 1 son:

- Mantenimiento de un capital flotante de al menos el 25% del capital
- Las ofertas públicas deben utilizar mecanismos que favorezcan la dispersión del capital

---

<sup>42</sup> Traducido de la página web de B3: [http://www.b3.com.br/en\\_us/products-and-services/solutions-for-issuers/listing-segments/novo-mercado/](http://www.b3.com.br/en_us/products-and-services/solutions-for-issuers/listing-segments/novo-mercado/)

- Mejora en los informes trimestrales, incluida la divulgación de estados financieros consolidados y revisión de auditoría especial
- Divulgación mensual de operaciones que involucren acciones emitidas por la empresa por parte de los accionistas mayoritarios
- Divulgación de un calendario anual de eventos corporativos

## **Nivel 2**

Para ser clasificada como Compañía Nivel 2, además de las obligaciones de Nivel 1, la compañía y sus accionistas mayoritarios deben adoptar y observar una gama mucho más amplia de prácticas de gobierno corporativo y derechos de los accionistas minoritarios. En resumen, los criterios para inscribirse como Compañía Nivel 2 son:

- Establecimiento de un mandato unificado de dos años para todo el Consejo de Administración, el cual deberá tener al menos cinco miembros, de los cuales al menos el 20% serán Directores Independientes
- Revelación del balance general anual de acuerdo con las normas NIIF
- En caso de que los accionistas mayoritarios vendan su participación, las mismas condiciones que se les otorgan deben extenderse a los accionistas comunes, mientras que los accionistas preferentes deben obtener, al menos, el 100% del valor / condiciones (acompañamiento);
- Derechos de voto otorgados a las acciones preferentes en circunstancias tales como constitución, escisión y fusión y aprobación de contratos entre la empresa y otras firmas del mismo grupo de cartera, cuando se delibera en

junta general.

- Obligación de realizar una oferta pública por criterios de valor económico, en caso de proceso de exclusión o baja;
- Admisión al panel arbitral de mercado para la resolución de disputas societarias.

## **NOVO MERCADO**

Lanzado en 2000, Novo Mercado estableció desde su creación un estándar nuevo y altamente diferenciado en gobierno corporativo. Desde la primera cotización en el Segmento, en 2002, Novo Mercado se ha convertido en el estándar en transparencia y gobierno corporativo requerido por los inversionistas para nuevas OPI. También se ha recomendado a empresas que pretendan realizar grandes ofertas dirigidas a cualquier tipo de inversor (inversores institucionales, particulares, extranjeros, etc).

En la última década, Novo Mercado se ha convertido en un segmento de cotización para la negociación de acciones emitidas por empresas que voluntariamente adoptan prácticas de gobierno corporativo adicionales a las requeridas por la legislación brasileña. El listado en este segmento especial implica la adopción de un conjunto de reglas corporativas que aumentan los derechos de los accionistas, así como mejoran la divulgación de políticas y la existencia de estructuras de seguimiento y control.

Novo Mercado lleva a las empresas a los estándares más altos de gobierno corporativo. Las empresas que cotizan en bolsa en este segmento solo pueden emitir acciones ordinarias con derecho a voto.

Desde su creación, Novo Mercado ha sido revisado dos veces, en 2006 y 2011. Recientemente, luego de un extenso trabajo realizado por B3, participantes del mercado y empresas cotizadas, el nuevo Reglamento de Cotización de Novo Mercado fue aprobado por las empresas cotizadas en audiencia cerrada en Junio de 2017 y fue aprobado por la Junta de Comisionados de la CVM en septiembre de 2017. El nuevo reglamento de cotización entrará en vigor el 2 de enero de 2017.

Estas son algunas de las reglas de Novo Mercado relacionadas con las estructuras de gobierno corporativo y los derechos de los accionistas:

- El capital social debe consistir únicamente en acciones ordinarias con derecho a voto
- Las mismas condiciones proporcionadas a los accionistas mayoritarios en la transferencia del Control de la Compañía deberán extenderse a todos los accionistas (100% Tag Along)
- Creación del departamento de Auditoría Interna y Cumplimiento, así como un Comité de Auditoría (Estatutario o No Estatutario)
- En caso de exclusión de Novo Mercado, realización de Oferta Pública de

Adquisición (PTO) por un precio justo, con quórum de aceptación mínimo de 1/3 de los accionistas free float;

- El Consejo de Administración debe estar compuesto por, al menos, 2 o 20% de directores independientes (el que sea mayor), con un mandato unificado de 2 años como máximo;
- Las empresas cotizadas se comprometen a mantener un free float de, al menos, 25% o 15%, en caso de ADTV (volumen medio diario de negociación) superior a R \$ 25 millones;
- Estructuración y divulgación de un proceso de evaluación del directorio, sus comités y los funcionarios ejecutivos;
- Elaboración y divulgación de las siguientes políticas: (i) Política de Compensación; (ii) Política de Nombramientos del Directorio, Comités Asesores y Directorio Ejecutivo; (iii) Política de Gestión de Riesgos; (iv) Política de transacciones con partes relacionadas; y (v) Política de Negociación de Valores, con requisitos mínimos (excepto la Política de Compensación);
- Divulgación simultánea, en portugués e inglés, de información relevante, información de distribución de beneficios y comunicados de prensa de resultados;
- Divulgación mensual de las negociaciones, por parte de los accionistas controladores, con los valores emitidos por la empresa.