

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



**Impacto del Buen Gobierno Corporativo en la Generación de Valor
Financiero de las Empresas Agroindustriales Peruanas que Cotizan en la
Bolsa de Valores de Lima**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN ADMINISTRACIÓN
ESTRATÉGICA DE EMPRESAS OTORGADO POR LA PONTIFICIA
UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Jorge Luis Meza de la Cruz

Claudia Jazmín Peralta Neyra

Mercedes Gavilán Gonzales

Liset Mirella Maldonado Luján

Asesor: Manuel Chú Rubio

Surco, marzo de 2017

Dedicatoria

A mi madre, quien me brindó su apoyo incondicional durante el largo tiempo que duró este trabajo, a mi padre y hermanos por su apoyo y comprensión permanente. Y en especial a mi esposa Evelyn y a mi hijo Daniel, quienes supieron entenderme y esperaron pacientes a que este trabajo se termine, cuanto antes, para estar más tiempo juntos.

Jorge Luis Meza De la Cruz

A mi madre por su paciencia y fortaleza, a mis hermanos por ser la guía que ilumina mi camino y en especial a mi esposo Judd por su ayuda, constante cooperación y creer en mi como solo tú me puedes impulsar a ser cada día mejor.

Claudia Jazmín Peralta Neira

A Dios, a mi madre Maximiliana Gonzales por su ejemplo de excelencia y su apoyo incondicional, a mi padre por su compañía y sus enseñanzas, a toda mi familia por su comprensión, y a mis colegas por su granito de arena. Gracias querida Maximiliana, sigues presente, ahora y siempre.

Mercedes Gavilán Gonzales

A mis padres y hermana por su confianza en todo lo necesario para cumplir mis objetivos como profesional y por estar a mi lado apoyándome y aconsejándome siempre; y a mi familia y amigos que de una u otra manera me han sabido comprender y llenado de sabiduría para terminar la tesis.

Liset Mirella Maldonado Luján

Agradecimientos

A Dios por darnos la existencia y el don de la perseverancia para alcanzar nuestras metas.

A nuestros padres y familiares por su apoyo incondicional durante nuestra formación profesional y su indesmayable ahínco para que seamos cada vez mejores personas.

A nuestro asesor de tesis Manuel Chú Rubio, quien a través de su gran experiencia profesional, acertada guía, apoyo y conocimiento compartido, ha sabido orientarnos en la elaboración de nuestra tesis.

A nuestros profesores, quienes nos brindaron sus conocimientos y nos ayudaron a cumplir nuestras expectativas, y de siempre ir por la mejora continua, para ser profesionales competitivos.

Al personal administrativo de CENTRUM por el apoyo brindado y las facilidades proporcionadas.

A nuestros compañeros de clase, con los que hemos compartido grandes momentos y de quienes hemos adquirido grandes lecciones.

Así mismo nuestro agradecimiento a todos aquellos seres que de alguna manera contribuyeron a que hayamos llegado hasta aquí.

Resumen Ejecutivo

El buen gobierno corporativo se constituye como un manual de estatutos y reglas que promueven el respeto de propiedad de los accionistas a partir de la transparencia y divulgación de la información, el cual permite incrementar el valor financiero de las empresas; afirmación tal, que ha sido corroborada por muchos investigadores en el mundo. Sin embargo, en el Perú, el avance en temas de buen gobierno corporativo, es imperceptible, siendo menor inclusive que la mayoría de países de la región. No obstante conviene averiguar los resultados financieros obtenidos en las empresas, luego de la implantación de un grupo de buenas prácticas de gobierno corporativo, específicamente en el sector agroindustrial por ser el sector con mayor potencial de crecimiento dados los recursos naturales sin explotar que posee el país.

En ese sentido, se realizó la presente investigación bajo un alcance descriptivo, siguiendo un enfoque cualitativo no experimental y longitudinal. Se analizó por una parte, el buen gobierno corporativo de 10 empresas del sector agroindustrial que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, elegidas de acuerdo al cumplimiento de ciertos criterios de gobierno corporativo. Por la otra, la generación de valor financiero, a partir del cálculo de indicadores financieros específicos como son el ROE, ROA, EVA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad.

A partir del estudio realizado se constató que las empresas agroindustriales peruanas, que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, realizan diferentes acciones con el objetivo de fomentar y potenciar el buen gobierno corporativo en sus organizaciones; a pesar de ello, el resultado obtenido de vincular las variables de estudio fue que no se encontró tipo alguno de relación debido a la existencia de factores ajenos al estudio los cuales en su mayoría fueron de índole social, político, económico y cultural.

Abstract

Good Corporate Governance is constituted as a manual of statutes and rules that promote the respect of property of the shareholders from the transparency and disclosure of the information, which allows increase in the financial value of the companies; this assertion has been corroborated by many researchers in the world. However, in Peru, progress on Good Corporate Governance issues is imperceptible, even lower than most countries in the region. However, it is important to find out the financial results obtained in the companies, after the implementation of a group of Good Corporate Governance Practices, specifically in the agro industrial sector which is the sector with the greatest potential for growth given Peru's unexploited natural resources.

In this sense, the present research was carried out under a descriptive scope, following a non-experimental and longitudinal qualitative approach. On the one hand, Good Corporate Governance of 10 companies in the agro industrial sector listed on the Lima Stock Exchange, selected according to the fulfillment of certain criteria of Corporate Governance, were analyzed. On the other hand, generation of financial value was based on the calculation of specific financial indicators such as ROE, ROA, EVA, Tobin's Q and Profitability Index.

Based on the study carried out, Peruvian agro industrial companies, which are listed on the Lima Stock Exchange, perform different actions with the objective of promoting Good Corporate Governance Practices in their organizations. However, the results of linking the study variables was that no type of relationship was found due to the existence of external factors to the study, which were mostly social, political, economic and cultural nature.

Tabla de Contenidos

Lista de Figuras.....	xi
Lista de Tablas.....	xvi
1. Capítulo 1: Introducción.....	1
1.1 Antecedentes.....	1
1.2 Definición del Problema.....	4
1.3 Relevancia del Problema.....	6
1.4 Preguntas de Investigación.....	8
1.5 Propósito de la Investigación.....	8
1.6 Naturaleza del Estudio.....	9
1.7 Marco Conceptual.....	10
1.8 Variables.....	10
1.9 Definición de Términos.....	10
1.9.1 Buen gobierno corporativo.....	10
1.9.2 Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.....	11
1.9.3 Índice de Buen Gobierno Corporativo para empresas agroindustriales.....	11
1.9.4 Generación de valor financiero.....	11
1.9.5 ROE.....	11
1.9.6 ROA.....	11
1.9.7 EVA.....	12
1.9.8 Q de Tobin.....	12
1.9.9 Índice de Lucratividad.....	12
1.10 Supuestos.....	12
1.11 Limitaciones.....	13
1.12 Delimitaciones.....	13

1.13 Resumen.....	13
2. Capítulo II: Revisión de la Literatura	15
2.1 Antecedentes de la Investigación.....	15
2.1.1 Investigaciones preliminares de gobierno corporativo.....	15
2.1.2 Investigaciones recientes de gobierno corporativo	43
2.2 Base Teórica.....	45
2.2.1 Historia de gobierno corporativo / surgimiento del concepto	45
2.2.2 Definición de gobierno corporativo	48
2.2.3 Características de gobierno corporativo	50
2.2.4 Principios de gobierno corporativo según la OCDE	56
2.2.5 Principios de Gobierno Corporativo en el Perú.....	58
2.3 Generación de Valor Financiero	60
2.3.1 Definición de valor financiero.....	60
2.3.2 Definición de generación de valor financiero	61
2.3.3 Indicadores de valor financiero	63
2.4 Análisis del Sector Agroindustrial	66
2.4.1 Sectores productores peruanos	66
2.4.2 Sector agroindustrial peruano.....	68
2.5 Análisis de las Empresas.....	71
2.5.1 Buen gobierno corporativo en empresas del sector agroindustrial peruano.....	71
2.5.2 Agroindustrial Laredo S. A. A.	72
2.5.3 Agroindustrial Paramonga S.A.A.....	74
2.5.4 Agroindustrias San Jacinto S.A.A.....	76
2.5.5 Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A	78
2.5.6 Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.	80

2.5.7 Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.	82
2.5.8 Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.	85
2.5.9 Empresa Agroindustrial San Juan S.A.	89
2.5.10 Empresa Agrícola Sintuco S.A.	93
2.5.11 Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.	96
2.6 Resumen.....	98
3. Capítulo III: Método	99
3.1 Diseño de la investigación	99
3.2 Población, Muestra y Ubicación Geográfica	100
3.3 Técnica de Recolección de Información.....	101
3.4 Análisis de Datos	105
3.5 Resumen.....	107
4. Capítulo IV: Resultados.....	110
4.1 Introducción.....	110
4.2 Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Agroindustriales Peruanas....	110
4.3 Resultados de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Agroindustriales Peruanas	118
4.2 Análisis Financiero Por Empresa, Sector Agroindustrial	121
4.2.1 Agroindustrial Laredo S.A.A.	121
4.2.2 Agroindustrial Paramonga S.A.A.....	124
4.2.3 Agroindustrias San Jacinto S.A.A.	128
4.2.4 Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.	131
4.2.5 Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.	134
4.2.6 Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.	138
4.2.7 Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.	141
4.2.8 Empresa Agroindustrial San Juan S.A.	145

4.2.9 Empresa Agrícola Sintuco S.A.....	148
4.2.10 Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.....	151
4.3 Resultados Financieros de las Empresas Agroindustriales	155
4.4 Análisis de la Relación del Buen Gobierno Corporativo y la Generación de Valor Financiero..	156
4.4.1 Agroindustrial Laredo S.A.A.	156
4.4.2 Agro Industrial Paramonga S.A.A.	160
4.4.3 Agroindustrias San Jacinto Sociedad Anónima Abierta (Agroindustrias San Jacinto S.A.A.)	163
4.4.4 Agro Industrial Chucarapi S.A.A.	168
4.4.5 Cartavio S.A.A.	171
4.4.6 Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.	175
4.4.7 Casagrande S.A.A.	180
4.4.8 Empresa Agrícola San Juan S.A.....	185
4.4.9 Empresa Agrícola Sintuco S.A.....	190
4.4.10 Empresa Azucarera El Ingenio S.A.....	195
4.5 Resumen.....	197
5. Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones	199
5.1 Conclusiones.....	199
5.1.1 Grupo Gloria: Casagrande, Cartavio, Sintuco y San Jacinto	199
5.1.2 Grupo Wong: Paramonga y El Ingenio	202
5.1.3 Grupo Manuelita: Laredo	203
5.1.4 Chucarapi.....	203
5.1.5 San Juan.....	204
5.1.6 Cayalti	206

5.1.7 El Sector Agroindustrial.....	207
5.2 Recomendaciones	213
5.3 Limitaciones y sugerencias para futuras investigaciones	216
5.4 Contribuciones Teóricas	217
5.5 Contribuciones Prácticas.....	218
Referencias.....	219



Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Esquema propuesto del impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, años 2010-2015.....	10
<i>Figura 2.</i> Mapa conceptual de la literatura revisada.....	16
<i>Figura 3.</i> Gobierno corporativo y sus componentes.....	17
<i>Figura 4.</i> Investigaciones sobre accionistas.	19
<i>Figura 5.</i> Investigaciones sobre consejo de administración.	23
<i>Figura 6.</i> Investigaciones sobre grupo de control.	27
<i>Figura 7.</i> Índices de gobierno corporativo.	33
<i>Figura 8.</i> Estructura de propiedad en Latinoamérica	38
<i>Figura 9.</i> Evolución del gobierno corporativo.	47
<i>Figura 10.</i> Teoría de agencia.....	48
<i>Figura 11.</i> Principios del Gobierno Corporativo.....	57
<i>Figura 12.</i> Gobernabilidad corporativa.	58
<i>Figura 13.</i> Generación de valor financiero.....	61
<i>Figura 14.</i> Evolución de la producción Agroindustrial Laredo S.A.A.....	74
<i>Figura 15.</i> Evolución de la producción Agroindustrial Paramonga S.A.A.	75
<i>Figura 16.</i> Evolución de la producción de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A. ...	78
<i>Figura 17.</i> Evolución de la producción Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A..	80
<i>Figura 18.</i> Evolución de la producción del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.....	82
<i>Figura 19.</i> Evolución de la producción de la caña de azúcar de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.....	85
<i>Figura 20.</i> Evolución de la producción de la caña de azúcar de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.....	85

<i>Figura 21.</i> Evolución de la producción de azúcar de la Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.	88
<i>Figura 22.</i> Evolución de la producción de alcohol Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.	88
<i>Figura 23.</i> Evolución de la producción de caña de azúcar de la empresa Agroindustrial San Juan S.A.	91
<i>Figura 24.</i> Rendimiento de la producción de caña de azúcar de la empresa Agroindustrial San Juan S.A.	92
<i>Figura 25.</i> Rendimiento de uva exportada de la empresa Agroindustrial San Juan S.A.	92
<i>Figura 26.</i> Rendimiento de la producción de caña de azúcar de la empresa Agrícola Sintuco S.A.	94
<i>Figura 27.</i> Superficie cosechada de (ha) de caña de azúcar de la empresa Agrícola Sintuco S.A.	95
<i>Figura 28.</i> Producción de caña de azúcar de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.	97
<i>Figura 29.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Agroindustrial Laredo S.A.A.	121
<i>Figura 30.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial Laredo S.A.A.	122
<i>Figura 31.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Agroindustrial Paramonga S.A.A. .	124
<i>Figura 32.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial Paramonga S.A.A.	126
<i>Figura 33.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Agroindustrial San Jacinto S.A.A.	128
<i>Figura 35.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.	131
<i>Figura 36.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles). Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.	133

<i>Figura 37.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.	135
<i>Figura 38.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.	136
<i>Figura 39.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Agroindustrial Cayalti S.A.A.	138
<i>Figura 40.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial Cayalti S.A.A.	139
<i>Figura 41.</i> Ingreso por ventas (En millones de Soles). Agroindustrial Casagrande S.A.A.	141
<i>Figura 42.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial Casagrande S.A.A.	142
<i>Figura 43.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Empresa Agroindustrial San Juan S.A.	145
<i>Figura 44.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles) Empresa Agroindustrial San Juan S.A.	146
<i>Figura 45.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Empresa Agrícola Sintuco S.A.	149
<i>Figura 46.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles. Empresa Agrícola Sintuco S.A.	149
<i>Figura 47.</i> Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A.	152
<i>Figura 48.</i> EBIT Utilidad Neta (En millones de Soles). Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A.	152
<i>Figura 49.</i> IBGC Laredo. Período 2010 – 2015.	157
<i>Figura 50.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de Laredo (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.	159
<i>Figura 51.</i> IBGC Paramonga. Período 2010 – 2015.	161

<i>Figura 52.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de Paramonga (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	163
<i>Figura 53.</i> IBGC San Jacinto. Período 2010 – 2015.....	166
<i>Figura 54.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de San Jacinto (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	167
<i>Figura 55.</i> IBGC Chucarapi. Período 2010 – 2015.....	169
<i>Figura 56.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de Chucarapi (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	170
<i>Figura 57.</i> IBGC Cartavio. Período 2010 – 2015.....	172
<i>Figura 58.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de Cartavio (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	175
<i>Figura 59.</i> IBGC Cayalti. Período 2010 – 2015.....	177
<i>Figura 60.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de Cayalti (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	180
<i>Figura 61.</i> IBGC Casagrande. Período 2010 – 2015.....	182
<i>Figura 62.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de Casagrande (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	185
<i>Figura 63.</i> IBGC San Juan. Período 2010 – 2015.....	187
<i>Figura 64.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de San Juan (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	190
<i>Figura 65.</i> IBGC Sintuco. Período 2010 – 2015.....	191
<i>Figura 66.</i> IBGC vs. Indicadores Financieros de Sintuco (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	194
<i>Figura 67.</i> IBGC de El Ingenio. Período 2010 – 2015.....	195

<i>Figura 68.</i> IBCG vs. Indicadores Financieros de El Ingenio (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.....	197
<i>Figura 69.</i> IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2010).....	210
<i>Figura 70.</i> IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2011).....	210
<i>Figura 71.</i> IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2012).....	211
<i>Figura 72.</i> IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2013).....	211
<i>Figura 73.</i> IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2014).....	212
<i>Figura 74.</i> IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2015).....	212



Lista de Tablas

Tabla 1. <i>Clasificación de los tipos de control</i>	35
Tabla 2. <i>Estructura accionarial (en porcentaje)</i>	37
Tabla 3. <i>Estructura de propiedad por grupos de control (en porcentaje)</i>	39
Tabla 4. <i>Comparativa de los patrones de gobierno corporativo en algunos países</i>	41
Tabla 5. <i>Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas</i>	62
Tabla 6. <i>Empresas del sector agroindustrial peruano</i>	73
Tabla 7. <i>Composición accionaria Agroindustrial Laredo S.A.A.</i>	73
Tabla 8. <i>Principales productos y servicios Agroindustrial Laredo S.A.A.</i>	73
Tabla 9. <i>Composición accionaria Agroindustrial Paramonga S.A.A.</i>	75
Tabla 10. <i>Principales productos y servicios Agroindustrial Paramonga S.A.A.</i>	76
Tabla 11. <i>Composición accionaria Agroindustrias San Jacinto S.A.A.</i>	77
Tabla 12. <i>Principales productos y servicios Agroindustrias San Jacinto S.A.A.</i>	77
Tabla 13. <i>Composición accionaria Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.</i>	79
Tabla 14. <i>Principales productos y servicios Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.</i>	79
Tabla 15. <i>Composición accionaria. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.</i>	82
Tabla 16. <i>Principales productos y servicios Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.</i>	82
Tabla 17. <i>Composición accionaria. Empresa Agroindustrial Cayaltí S.A.A.</i>	84
Tabla 18. <i>Principales productos y servicios. Empresa Agroindustrial Cayaltí S.A.A.</i>	84
Tabla 19. <i>Composición accionaria. Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.</i>	87
Tabla 20. <i>Principales productos y servicios - Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.</i>	87
Tabla 21. <i>Principales productos y servicios. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.</i>	90
Tabla 22. <i>Composición accionaria empresa Agroindustrial San Juan S.A.</i>	91
Tabla 23. <i>Composición accionaria. Empresa Agrícola Sintuco S.A.</i>	94

Tabla 24. <i>Principales productos y servicios. Empresa Agrícola Sintuco S.A.</i>	94
Tabla 25. <i>Rendimiento de toneladas de caña por hectárea (TCH).</i>	95
Tabla 26. <i>Composición accionaria. Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.</i>	97
Tabla 27. <i>Principales productos y servicios. Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.</i>	97
Tabla 28. <i>Características geográficas, demográficas y de gobierno corporativo de las empresas agroindustriales</i>	102
Tabla 29. <i>Indicadores de buen gobierno corporativo.</i>	104
Tabla 30. <i>Indicadores financieros revisados.</i>	104
Tabla 31. <i>Escala de calificación según IBGC obtenido.</i>	106
Tabla 32. <i>Valores mínimos según características de BGC</i>	109
Tabla 33. <i>Resultados financieros y cálculo del índice de gobierno corporativo por empresa, 2010-2015.</i>	111
Tabla 34. <i>Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2010.</i>	112
Tabla 35. <i>Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2011.</i>	113
Tabla 36. <i>Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2012.</i>	114
Tabla 37. <i>Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2013.</i>	115
Tabla 38. <i>Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2014.</i>	116
Tabla 39. <i>Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2015.</i>	117
Tabla 40. <i>IBGC obtenidos</i>	118

Tabla 41. <i>Márgenes Agroindustrial Laredo S.A.A.</i>	121
Tabla 42. <i>Rentabilidad Agroindustrial Laredo S.A.A.</i>	123
Tabla 43. <i>Liquidez Agroindustrial Laredo S.A.A.</i>	123
Tabla 44. <i>Liquidez Agroindustrial Laredo S.A.A.</i>	123
Tabla 45. <i>Márgenes Agroindustrial Paramonga S.A.A.</i>	125
Tabla 46. <i>Rentabilidad. Agroindustrial Paramonga S.A.A.</i>	126
Tabla 47. <i>Liquidez. Agroindustrial Paramonga S.A.A.</i>	127
Tabla 48. <i>Solvencia. Agroindustrial Paramonga S.A.A.</i>	127
Tabla 49. <i>Márgenes. Agroindustrial San Jacinto S.A.A.</i>	128
Tabla 50. <i>Rentabilidad. Agroindustrial San Jacinto S.A.A.</i>	130
Tabla 51. <i>Liquidez. Agroindustrial San Jacinto S.A.A.</i>	130
Tabla 52. <i>Solvencia. Agroindustrial San Jacinto S.A.A.</i>	131
Tabla 53. <i>Márgenes. Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.</i>	132
Tabla 54. <i>Rentabilidad. Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.</i>	133
Tabla 55. <i>Liquidez. Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.</i>	133
Tabla 56. <i>Solvencia. Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.</i>	134
Tabla 57. <i>Márgenes. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A</i>	135
Tabla 58. <i>Rentabilidad. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.</i>	136
Tabla 59. <i>Liquidez. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.</i>	137
Tabla 60. <i>Solvencia. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.</i>	137
Tabla 61. <i>Márgenes. Agroindustrial Cayalti S.A.A.</i>	139
Tabla 62. <i>Rentabilidad. Agroindustrial Cayalti S.A.A.</i>	140
Tabla 63. <i>Liquidez. Agroindustrial Cayalti S.A.A.</i>	140
Tabla 64. <i>Solvencia. Agroindustrial Cayalti S.A.A.</i>	141
Tabla 65. <i>Márgenes. Agroindustrial Casagrande S.A.A</i>	142

Tabla 66. <i>Rentabilidad. Agroindustrial Casagrande S.A.A</i>	143
Tabla 67. <i>Liquidez. Agroindustrial Casagrande S.A.A</i>	144
Tabla 68. <i>Solvencia. Agroindustrial Casagrande S.A.A</i>	144
Tabla 69. <i>Márgenes. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.</i>	145
Tabla 70. <i>Rentabilidad. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.</i>	146
Tabla 71. <i>Liquidez. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.</i>	147
Tabla 72. <i>Solvencia. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.</i>	147
Tabla 73. <i>Márgenes. Empresa Agrícola Sintuco S.A.</i>	148
Tabla 74. <i>Rentabilidad. Empresa Agrícola Sintuco S.A.</i>	150
Tabla 75. <i>Liquidez. Empresa Agrícola Sintuco S.A.</i>	150
Tabla 76. <i>Solvencia. Empresa Agrícola Sintuco S.A.</i>	151
Tabla 77. <i>Márgenes. Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A</i>	151
Tabla 78. <i>Rentabilidad. Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A</i>	153
Tabla 79. <i>Liquidez. Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A</i>	153
Tabla 80. <i>Solvencia. Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A</i>	154
Tabla 81. <i>Resultados de los principales indicadores financieros 2010-2015</i>	155

Capítulo 1: Introducción

1.1 Antecedentes

La preocupación por la separación entre la titularidad y el control del negocio ha sido uno de los principales temas de discusión que hasta la fecha generan controversia y continúan siendo objeto de estudio (Nieto, Iglesias, 2000). Economistas clásicos como Adam Smith ya hacían alusión, aunque no de una forma no tan explícita, la necesidad de entender y establecer aquellos procesos que vinculan la propiedad con la administración (Agüero, 2009).

Por ello, en la década de 1970, se suscitó un problema de asimetría de poder e información entre los mercados y las compañías, poco estudiado y conocido para la época. Fue así que, a finales de la década de los 80, se puso en evidencia una tendencia por estudiar a las empresas no solo desde el punto de vista operacional sino también del lado de sus finanzas y desde el lado gubernamental, los problemas o influencias que tenían las decisiones tomadas por los diferentes Stakeholders (Agüero, 2009).

Ante esta situación, en el año 1992, en Gran Bretaña, se conformó un comité con el fin de estudiar la relación entre los aspectos financieros y societarios, en el ámbito de la información financiera y la contabilidad, resultados que se hicieron públicos en el *Informe de Cadbury* y que se difundieron por todo Europa, los cuales sirvieron como marco de referencia para otros informes, como por ejemplo: en Canadá, *El Informe Dey* en 1993; en Francia *El Informe Viénot* en 1995; los *Informes Greenbury* en 1995 y *Hampel* en 1998, en Inglaterra; *El Informe Olivencia* en 1998 en España y *El Informe OCDE* en 1999 (González, 2000).

Posteriormente, y como resultado de los escándalos financieros de Enron, Worldcom, Xerox, Doe Run Perú, etc., se realizaron otros informes similares en todo el mundo. No obstante, fueron los principios de índole evolutivo, publicados por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), los que sirvieron de base a muchos gobiernos y en el caso del Perú, para la creación del *Código de Buen Gobierno Corporativo*

para las Sociedades Peruanas, cuyo objetivo principal es el de aumentar la eficacia económica, potenciar el crecimiento del país e incrementar la confianza de los inversionistas.

Uno de los estudios de mayor alcance que abordó la relación entre el buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero fue el de Brown y Caylor (2004). Ellos manifestaron que las firmas deberían cumplir ciertos estándares mínimos de gobierno corporativo para poder *calificar*; es decir, a partir de su clasificación era posible encontrar mejores gobiernos corporativos asociados a seis medidas de desempeño provenientes de tres categorías: el desempeño operacional (ROE, margen de beneficio, crecimiento de las ventas), valoración (Q de Tobin) y pago a los accionistas (rentabilidad por dividendos y recompra de acciones). Así mismo, el Gov-Score resumía 51 factores de gobierno corporativo en el cual cada factor era codificado como uno o cero si este era considerado como no aceptable.

Muchas empresas fieles creyente todavía de la *vieja escuela* creen que las decisiones de los directores propietarios o accionistas mayoritarios son siempre las más acertadas para el beneficio de las compañías. No obstante, Ravina y Sapienza (2009) encontraron que los directores independientes permiten obtener a las compañías mejores retornos financieros, no descuidando, claro está, el aspecto de los incentivos por los logros conseguidos.

Y es que según Bebchuk, Cohen y Ferrel (2009) los directores independientes suelen ser más objetivos en sus opiniones y al ser trabajadores remunerados, necesariamente más eficaces en el cumplimiento de sus funciones. No obstante, como mencionaron Bebchuk y Weisbach (2010) una forma eficaz de sosegar el oportunismo y el afán de satisfacer intereses puramente personales, es a partir de la transparencia y divulgación de la información; principios que son inherente a todo buen gobierno corporativo.

Gompers, Ishii y Metrick (2009) encontraron que el control estructural de los accionistas minoritarios está asociado a los costos de agencia y a la reducción del valor de la empresa. Así mismo, que el valor financiero se puede incrementar a partir de incrementar el

derecho de control de flujo de caja por parte de los propietarios, disminuyendo a su vez su derecho de voto, aquello que según Bebchuk y Weisbach (2010), es posible de conseguir a partir de un buen gobierno corporativo.

Guo y KGA (2012) realizaron un estudio cuyo objetivo central fue examinar si los mecanismos de gobierno corporativo, existentes, influían en el desempeño financiero de las compañías de Sri Lanka en la India. Encontraron que el tamaño de la junta de administración y la existencia de directores independientes, tenían incidencia directa en la generación de valor financiero de las firmas. Sus hallazgos fueron concordantes con los obtenidos por Conger y Lawler (2009) y Zabri, Ahmad y Wah (2016). Bredea (2014), por su parte, corroboró que la estructura de propiedad tenía incidencia directa en la rentabilidad de las compañías de Rumanía.

En el contexto peruano, Ángeles, Méndez & Espinoza (2013) demostraron que las empresas pertenecientes al sector azucarero peruano al tener un buen desempeño con los Stakeholders, lograron en un plazo determinado unas ratios óptimas para la creación de valor financiero. Teniendo en cuenta para ello, indicadores cualitativos y cuantitativos los cuales, fueron relacionados, cada uno de ellos, con el EVA calculado para cada una de las empresas estudiadas.

El Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas fue publicado por primera en el año 2002; la Superintendencia de Mercado de Valores SMV realizó una actualización en el año 2013, esperando que a mediano o a largo plazo, estos principios sean una guía para las sociedades anónimas peruanas y más aún para aquellas inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores. Sin embargo, según Lagos y Vecino (2011), aún en las empresas con mayor desarrollo en temas de gobierno corporativo en el mundo, coexiste todavía un problema general sin resolver, que se refiere al nivel de

subjetividad implícito en la verificación de cada principio y en países latinoamericanos, como el Perú, su difusión e implementación es deficiente o inexistente.

Teniendo en cuenta que el objetivo de toda empresa, sin importar el sector en el cual se desenvuelva, es incrementar el valor de la firma. Existen sectores productores que deben potenciarse, como es el caso del agroindustrial, el cual ha tenido un desarrollo importante en los últimos años, debido al apoyo recibido por parte del estado por la importancia y significancia que tiene su contribución a la economía nacional y además por el potencial económico aún sin explotar que los recursos naturales le representan al Perú y que este sector bien podría canalizar (Promperú, 2015).

Si bien, la mayoría de estudios realizados en el mundo hasta la fecha, analizan en su mayoría de manera cuantitativa y correlacional el beneficio del buen gobierno corporativo sobre la generación de valor financiero en las compañías. Todavía no existe investigación alguna, ni en el Perú ni en el mundo, que hubiera analizado la relación del buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero de un grupo de empresas, según el sector productor al cual pertenecen; peor aún, y de manera específica, de aquellas empresas pertenecientes al sector agroindustrial peruano, sabiendo que el individualismo y la poca aversión a los riesgos, son características fundamentales de los trabajadores y de las empresas peruanas, además de la existencia de otros factores externos que inciden en la generación de valor financiero de las empresa (Portocarrero, Sanborn, Cueva y Millán, 2002).

1.2 Definición del Problema

Según Kent-Baker y Anderson (2010), todo código de buen gobierno corporativo plantea un grupo de buenas prácticas útiles para conservar un adecuado diseño organizacional y directivo que, a su vez, genere confianza en los inversionistas, referido al buen recaudo de su patrimonio, al manejo eficiente de sus recursos (financieros, humanos, logísticos, etc.) de la empresa, al respeto del medio ambiente, a la adecuación a normas legales y a la

responsabilidad social de la organización. Esto, con el único objetivo de incrementar la confianza de instituciones financieras, de inversionistas y de fuentes de financiamiento necesarias para el crecimiento, que cuyos efectos sumados incurren en el incremento de valor financiero y mejora de la reputación e integridad de las empresas.

Adicional a ello, Diviso Grupo Financiero (2014), manifestó que las buenas prácticas estipuladas en cada Código de Buen Gobierno Corporativo tienen un alcance tal, que abarca a todo tipo de empresas, sin importar su tamaño o sector en el que se desenvuelvan. En ese sentido, Martínez (2013) indicó que la implantación de un buen gobierno corporativo en una empresa, permite observar de manera transparente cómo estas son dirigidas y controladas, poniendo en evidencia a partir de los resultados financieros, las necesidades de las compañías; las cuales de corregirse, tendrán efectos positivos que repercutirán directamente en la generación de valor financiero, lo cual asegurarán la sostenibilidad de las organizaciones.

A pesar de los resultados positivos corroborados en diversos estudios en todo el mundo, la implantación de un buen gobierno corporativo podría ocasionar efectos adversos en la generación de valor financiero. Y es que, luego de investigaciones realizadas el Centro Latinoamericano de Administración para el Desarrollo (CLAD, 2010) concluyó que es común que luego de la implantación ocurran deficiencias de liderazgo en los consejos de gobierno corporativo de toda índole; por ejemplo, en cuanto a la remuneración de los altos ejecutivos respecto a su desempeño en la compañía, la transparencia y participación real de los accionistas minoritarios o también producto de la individualización de intereses y desalineamiento con los interés y la visión de la compañía. Esta es una situación en la que podrían incurrir fácilmente las empresas del sector agroindustrial peruano, sabiendo que el individualismo es una característica inherente a la mayoría de peruanos como lo señalaron Portocarrero, et al. (2002).

De manera más explícita, investigadores como Portocarrero et al. (2002) y Lefort (2003) constataron que la existencia de factores externos como, por ejemplo, las regulaciones y la cultura de la sociedad tienen en muchos casos mayor incidencia que el buen gobierno corporativo, en la generación de valor financiero sobre todo en aquellas economías emergentes. En ese sentido, no se puede afirmar de manera categórica la relación positiva o negativa entre el buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero. Por esta razón, la presente investigación analizó tal relación.

Dado lo anterior, esta es la pregunta de investigación: ¿Cuál es el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor Financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima en los años 2010-2015? En tal sentido, la presente investigación plantea analizar la relación entre el buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima en los años 2010-2015.

1.3 Relevancia del Problema

En el año 2015, Ernst & Young y la Bolsa de Valores de Lima realizaron un estudio acerca de cómo los especialistas bursátiles perciben el funcionamiento del gobierno corporativo en las principales empresas peruanas, obteniendo los siguientes resultados: (a) El gobierno corporativo de la mayoría de las empresas evaluadas fue calificado como deficiente o regular, (b) El trato justo, la transparencia y la reputación fueron los factores preponderantes en la calificación de gobierno corporativo, (c) La tenencia de una sola acción común origina una mejor percepción del gobierno corporativo, (d) El gobierno corporativo de los emisores sin un accionista controlador es más apreciado, y (e) Comparado con otros países del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), el Perú está todavía en proceso de formación en cuanto a gobierno corporativo se refiere.

En esa misma línea, Boza (2015) manifestó que el Perú es el país que tiene menos avance en términos de gobierno corporativo dentro de la Alianza del Pacífico; por lo que lamentó que muchos empresarios todavía no se convencen de la necesidad de desarrollar un buen gobierno corporativo en sus compañías, considerándoselas como la última prioridad dentro de su gestión. A través de esta investigación es posible indicar que las empresas que cotizan en Bolsa, no tienen un conocimiento profundo acerca del impacto de las prácticas de buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero o en todo caso no toman conciencia de la necesidad imperativa de hacerlo. Este hecho seguramente conlleva a que muchas organizaciones realicen prácticas de gobierno corporativo más por obligación que por convencimiento de su eficacia. El Comercio (2015, 17 de marzo) señaló que aunque a tal efecto no se le pueda atribuir el retroceso de la bolsa limeña en los últimos años, seguramente es uno de los factores de índole estructural que tiene cierta implicancia en los resultados obtenidos y que por lo tanto amerita estudiarse

Cabe resaltar, que una organización que mejor conoce esta realidad es Diviso Grupo Financiero (2014), la cual señaló que el desarrollo de un buen gobierno corporativo (BGC) ha brindado un aporte significativo en los mercados de capital latinoamericanos, además de haber contribuido en la optimización de la relación de las empresas con otros proveedores de recursos financieros. Asimismo, que en el ámbito peruano, las empresas públicas y privadas han tenido un avance significativo en el desarrollo de un buen gobierno corporativo, pero que se requiere ampliar su aplicación en más empresas y sectores económicos en el Perú.

En este sentido, ofrecer un efecto demostrativo y multiplicador de los beneficios del gobierno corporativo como instrumento generador de valor y mitigador de riesgos en un sector específico, el sector agroindustrial para el presente trabajo, es la mejor manera de sensibilizar a las empresas del mercado peruano acerca de la importancia que tiene el buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero.

1.4 Preguntas de Investigación

La pregunta principal de investigación es:

- a) ¿Cuál es el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, en los años 2010-2015?

Y se plantean las siguientes preguntas secundarias de investigación:

- b) ¿Cuáles son las empresas del sector agroindustrial peruano que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, en los años 2010-2015, que tuvieron un buen gobierno corporativo?
- c) ¿Cuáles son las empresas del sector agroindustrial peruano que cotizaron en la BVL, en los años 2010-2015, que generaron valor financiero?

1.5 Propósito de la Investigación

Existen innumerables estudios, alrededor del mundo, acerca del impacto que tienen el buen gobierno corporativo en el desempeño financiero de las compañías. En América Latina, recién con la declaración de principios de la OECD, en el año 1999, se convirtió en tema de interés para los investigadores. En el Perú, existen empresas trasnacionales que tienen acciones en la Bolsa de Valores de Lima que tratan de desarrollar un buen gobierno corporativo; sin embargo, no son conocidos públicamente los efectos en las organizaciones; ni son comparables los resultados obtenidos como consecuencia de la implantación de las buenas prácticas de gobierno corporativo en empresas de diferentes sectores. Sin embargo, si se lograra obtener indicios favorables referidos a que las empresas agroindustriales pueden beneficiarse en términos de valor financiero, al formular, aplicar y desarrollar un buen gobierno corporativo, el tema podría acarrear mayor interés y más empresas podrían llevarlas a cabo. Con todo ello, habría mayor transparencia y divulgación de la información y como consecuencia reducción de la corrupción.

En este sentido, la presente investigación tiene por objetivo principal:

- a) Estudiar el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima en los años 2010-2015.

Y como objetivos secundarios:

- b) Identificar cuáles son las empresas del sector agroindustrial peruano que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, en los años 2010-2015, que tuvieron un buen gobierno corporativo.
- c) A través de indicadores financieros relevantes determinar la generación de valor financiero en las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, en los años 2010-2015.

1.6 Naturaleza del Estudio

La presente investigación es de alcance descriptivo ya que pretende *medir* y especificar los datos y características de las empresas agroindustriales peruanas que cotizan en la BVL, de una manera real, precisa y sistemática, en un entorno en el cual la información disponible es limitada. Su enfoque es cualitativo debido a que busca trabajar sobre la recolección de datos disponibles, sin importar su cantidad y de modo puramente descriptivo, no enfocada en encontrar una relación de causa y efecto entre las variables. En ese sentido, la información obtenida será analizada con ayuda de estadística descriptiva (Hernández, Fernández y Baptista, 2006).

El diseño de la investigación es no experimental, ya que en el presente trabajo se utilizará información existente, que ocurrió en el pasado y que no fue provocada intencionalmente. Así mismo, el tipo de diseño no experimental es longitudinal, debido a que la información a analizarse corresponde a un periodo de tiempo dado (Fernández y Baptista, 2014). Para el presente estudio, esos años son: 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 y 2015. Es

importante aclarar que el presente estudio no tiene hipótesis, dada su naturaleza no experimental, cualitativa, descriptiva y longitudinal, por lo que se servirá solo de estadística descriptiva para responder a las preguntas de investigación.

1.7 Marco Conceptual

En la Figura 1 se muestra el objetivo del presente estudio, que es analizar el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima en los años 2010-2015.



Figura 1. Esquema propuesto del impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, años 2010-2015.

1.8 Variables

- 1) El buen gobierno corporativo, analizado a partir del cálculo del índice de buen gobierno corporativo para empresas agroindustriales.
- 2) Generación de valor financiero, analizada a partir de los indicadores financieros: EVA, Q de Tobin, índice de lucratividad, ROA y ROE.

1.9 Definición de Términos

1.9.1 Buen gobierno corporativo

Según Zagal (2013) uno de los conceptos de un buen gobierno corporativo es que este fortalece las relaciones de una empresa con sus grupos de interés y en donde los

inversionistas, particularmente extranjeros, aprecian que una compañía posea una alta calificación del buen gobierno corporativo.

1.9.2 Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas

La Superintendencia de Mercado de Valores (SMV, 2013) señaló que el Código recoge los mejores estándares de buen gobierno corporativo aplicables a la realidad peruana, poniendo especial énfasis en la dinámica de la Junta General de Accionistas, el Directorio y la Alta Gerencia, así como una adecuada gestión de riesgos; para generar controles recíprocos y eficiencia en las sociedades.

1.9.3 Índice de Buen Gobierno Corporativo para empresas agroindustriales

Índice diseñado por el presente trabajo, con el fin de medir el grado de cumplimiento del Código de Buen gobierno corporativo. Este índice se obtiene a través del análisis de las características de buen gobierno corporativo definidas más adelante.

1.9.4 Generación de valor financiero

Según Van y Wachowicz (2010) frecuentemente la generación de valor financiero se presenta como la maximización de la ganancia, lo cual se puede alcanzar de diversas formas como emitiendo acciones y usando los fondos para invertir en bonos del tesoro.

1.9.5 ROE

Según Gitman (2007) el ROE es “el retorno sobre el patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés, return on common equity) que mide el retorno ganado sobre la inversión de los accionistas comunes en la empresa.”(p.62).

1.9.6 ROA

Para Gitman (2007) el ROA es “el rendimiento sobre los activos totales (ROA, por sus siglas en inglés, return on total assets), denominado con frecuencia retorno de la inversión.”(p. 62). En tal sentido, cuanto más alto sea el rendimiento obtenido sobre los activos de la empresa este será mejor.

1.9.7 EVA

“El valor económico agregado (EVA, por sus siglas en inglés, economic value added) es una medida popular que usan muchas empresas para determinar si una inversión (propuesta o existente) contribuye positivamente a la riqueza de los propietarios” (Gitman, 2007, p.417).

1.9.8 Q de Tobin

Según el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2010) “la Q de Tobin es un ratio financiero que refleja el valor que le atribuye el mercado a una empresa respecto a su costo de reposición. El valor atribuido por el mercado refleja, entre otras cosas, poder de monopolio, valoración de los intangibles y oportunidades de crecimiento”.

1.9.9 Índice de Lucratividad

El Índice de Lucratividad de una Acción (conocido como I.L.) permite calcular directamente el rendimiento acumulado de una acción de manera anual. Se calcula acumulando la rentabilidad de la acción más 100%, expresándose en términos relativos sin el símbolo de porcentaje. (Instituto de Investigación del Pacífico, 2003).

1.10 Supuestos

La presente investigación supone lo siguiente: (a) El buen gobierno corporativo está enfocado en optimizar las prácticas directivas en las organizaciones, para mejorar la confianza en los grupos de interés y en consecuencia los resultados. (b) El índice de gobierno corporativo resume el cumplimiento de un buen gobierno corporativo en las empresas analizadas. (c) La investigación se centró en las empresas del sector agroindustrial del Perú que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, en los años 2010-2015. (d) La información de los estados financieros, reportes sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas y memorias de las empresas agroindustriales son una fuente válida de información. (e) La generación de valor financiero puede expresarse

cuantitativamente mediante los indicadores financieros EVA, Q de Tobin, Índice de Lucratividad, ROA y ROE.

1.11 Limitaciones

El análisis será realizado sobre una muestra conformada por empresas del sector agroindustrial que están formalmente establecidas y que operan en el Perú. Las empresas agroindustriales analizadas se ubican en las regiones de Ancash, Arequipa, La Libertad, Lambayeque y Lima; son en su mayoría azucareras y cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. Por tal razón, los resultados de la investigación no podrán ser extensibles a otros sectores. Así mismo, no existen estudios previos referidos a la relación del buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero en el sector agroindustrial del Perú. El presente estudio no pretende ser un análisis exhaustivo ni establecer una teoría determinante, sino preparar el terreno para estudios futuros.

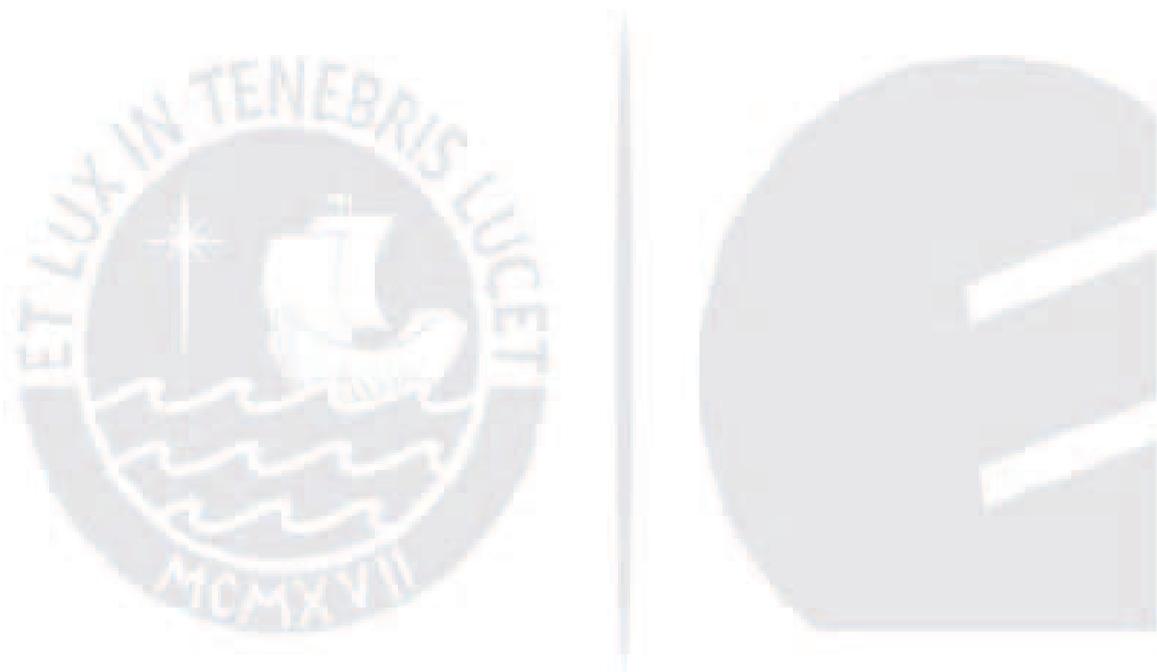
1.12 Delimitaciones

(a) La unidad de análisis son las empresas del sector agroindustrial que operan en el Perú, y que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. (b) El estudio considera la clasificación de empresas privadas y no se considera dentro de la evaluación a ninguna empresa perteneciente al Estado. (c) No se considera una clasificación con mayor detalle dentro de este grupo de empresas. (d) En cuanto al tamaño de la organización, se está considerando a las empresas medianas y grandes, determinadas por su nivel de facturación y número de trabajadores que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. (e) La información financiera proviene de las memorias anuales publicadas en las páginas web de la SMV y BVL.

1.13 Resumen

A partir de los estudios previos, es posible argumentar de manera preliminar, que las empresas peruanas se encuentran en etapa de maduración en temas de gobierno corporativo comparadas con empresas de otros países. Evidencia de ello, es la no existencia de estudios

acerca del impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero; peor aún por sector productor. En ese sentido, el presente estudio tiene por objetivo investigar tal impacto, de una manera cualitativa y mediante un enfoque descriptivo, buscando así determinar tendencias y relaciones entre las variables implicadas con el fin de dejar las bases para investigaciones futuras.



Capítulo II: Revisión de la Literatura

2.1 Antecedentes de la Investigación

En la Figura 2, se aprecia el mapa conceptual de la literatura revisada para la presente investigación, cabe resaltar que por la cantidad de autores, solo figuran los más representativos de cada acápite.

2.1.1 Investigaciones preliminares de gobierno corporativo

La definición de gobierno corporativo es un tema de gran interés en la economía actual, la cual sigue siendo universalmente un motivo de debate en revistas de investigación y *papers* económicos. Tales discrepancias dejaron en evidencia que el tema de propiedad se encontraba disperso; en tal sentido, se hizo notoria la necesidad de estudiar la manera de separar las definiciones de propiedad y control, y el otorgamiento de poder a cada parte, situación que llegó a ser el tema central de la denominada *teoría de la agencia* (Berle y Means, 1932).

Posteriormente, las décadas de los 60s y 70s se caracterizaron por la existencia de fuertes gestores y débiles propietarios, además de que no habían muchos estudios con evidencia empírica acerca de las implicancias de un buen gobierno corporativo en una compañía, motivo por el cual fueron décadas caracterizadas más que todo por investigación y formalización de conceptos que de obtención de hallazgos importantes.

Conforme fueron avanzando las investigaciones sobre este tema, muchos investigadores se dieron cuenta de que para estudiar adecuadamente el gobierno corporativo, era necesario revisar literatura previa con resultados concluyente de investigadores reconocidos y separando sus componentes, para de ese modo entender la interacción entre ellos y sus implicancias en cuanto a la generación de valor en una compañía; referido a los accionistas, consejos de administración, grupos de control, comparaciones internacionales a

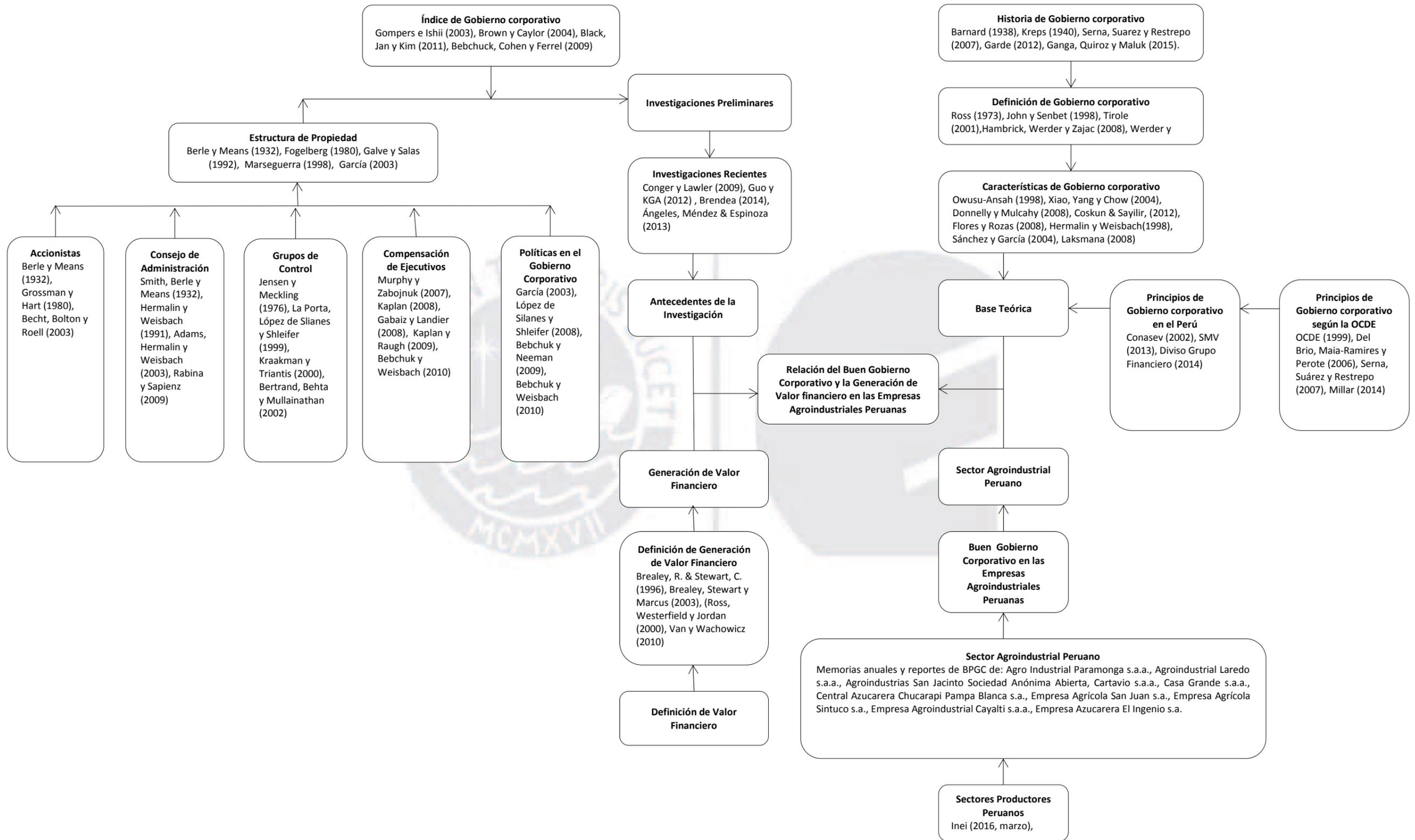


Figura 2. Mapa conceptual de la literatura revisada.

partir de la formulación de índices de gobierno corporativo, compensación de ejecutivos y políticas inherentes al gobierno corporativo (ver Figura 2) y que a continuación se detallan.

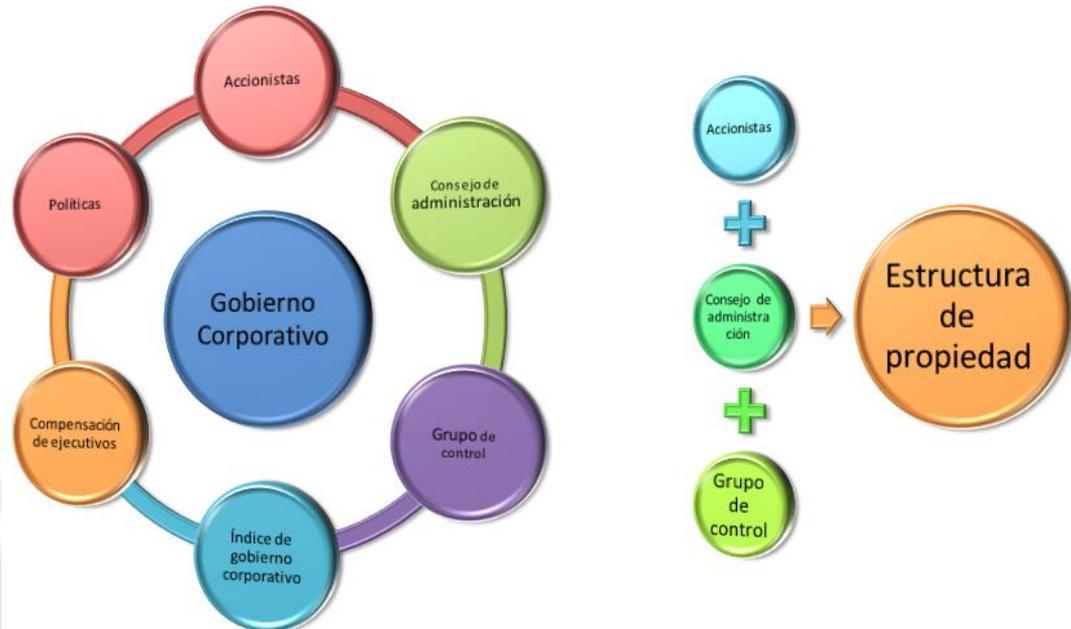


Figura 3. Gobierno corporativo y sus componentes.

Accionistas.

Berle y Means (1932) centraron sus estudios en los problemas de agencia. Gracias a ello, identificaron lo que parecía ser una contradicción fundamental en la forma corporativa de una organización: mientras que los accionistas dispersos colectivamente percibían incentivos por supervisar la gestión de las compañías para lo cual poseían acciones individualmente, el problema del *free-riders* o parasitismo arruinaba esos incentivos. Esa situación acarrió una falta de participación de los accionistas en las empresas, básicamente por el temor a perder su propiedad. Por lo que la distribución de utilidades, por ser un tema tan importante debía de quedar bien establecido, más aun ante la existencia y presencia de esos *free-riders*. Ante esto, Shleifer y Vishny (1986) señalaron que la participación de los accionistas agrupados en bloque prevaleció y aún prevalece en Estados Unidos y otros países

alrededor del mundo, debido a la creencia de que de ese modo se podían proteger de los free-riders y de otros riesgos.

Luego, Morck, Shleifer y Vishny (1988) y otros estudiosos, documentaron la relación entre los accionistas y el desempeño de las compañías (a partir de la gestión de sus administradores), sosteniendo una amplia variedad de teorías que abarcaban países y periodos de tiempo pero que no eran del todo concluyentes. Y es que según Bebchuk y Weisbach (2010) las razones subyacentes para entender la relación entre la estructura de la propiedad y el desempeño de las compañías, en ese entonces no eran del todo evidentes ni tampoco claras. Según Shleifer y Vishny (1986) señalaron que la explicación principal provenía de la contundencia en la *toma de control hostil o por fuerza de los propietarios*, ya sea por superioridad en cuanto a acciones, mayor inyección de capital en el negocio u otra condición que otorgue poder a alguna de las partes.

Lo anterior parece bastante lógico, pues aún en épocas recientes aplica *la ley del más fuerte*. Además, los accionistas con mayor cantidad de acciones sabían, que las adquisiciones pueden ser más rentables para un accionista que ya posee un gran paquete de acciones, respecto a otro que no los tiene, afirmación que concordó con lo planteado muchos años antes por Grossman y Hart (1980) cuando estudiaron por primera vez la tendencias de aversión a los riesgos por parte de los accionistas. Lo anterior dejó en evidencia que la relación empírica entre la propiedad y el desempeño de la compañía (por gestión de los ejecutivos) era aún más compleja y no podía ser explicada únicamente con el análisis de las adquisiciones del tipo hostiles, puesto que existía la misma relación en países y periodos de tiempo en los que no había posibilidad de una adquisición hostil, o que la adquisición sea realizada por grandes accionistas, quienes poseían acciones en otras compañías, a la vez que involucraban a otros interesados, quienes a su vez contaban con información abundante y

actualizada, evitando así la necesidad de recurrir a la adquisición hostil, además que podían desestimar anticipadamente ciertos riesgos.

Posteriormente; Becht, Franks, Mayer & Rossi (2008) realizaron un estudio en el cual descubrió que las instituciones financieras podían aumentar de valor no solo mediante la compra y venta de acciones realizadas estratégicamente, sino también a partir de la creación de valor en el interior de las empresas, a partir de una correcta supervisión. Como resultado de sus estudios sugirieron establecer de manera clara el papel que los accionistas deberían desempeñar en la gestión empresarial a partir del balance de poder entre los administradores y la dirección; y es que era usual encontrar, especialmente en las compañías más grandes, una especie de activismo por parte de los administradores y accionistas de querer conseguir beneficios a corto plazo, los cuales en el largo plazo podrían convertirse en problemas graves; o peor aún, de querer obtener beneficios propios a expensas de lo que sea, al mismo estilo de los free rider de los años 80, siendo una prueba de ello, las grandes crisis financieras que se han dado y se siguen dando en varios países alrededor del mundo (ver Figura 4).

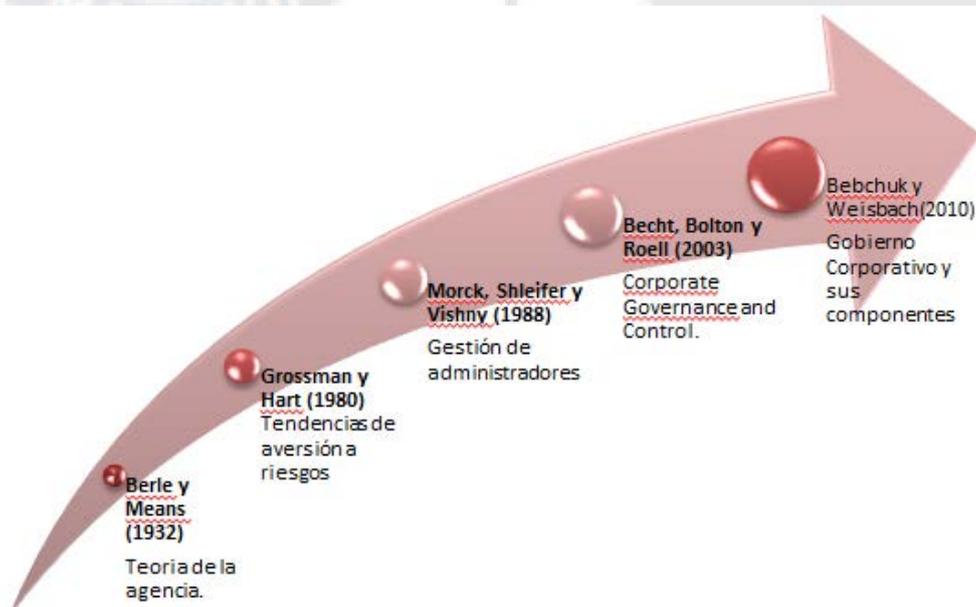


Figura 4. Investigaciones sobre accionistas.

Consejo de administración.

Una alternativa a la supervisión directa de los accionistas es la gobernabilidad a través de los consejos de administración, lo cuales son elegidos por los mismos accionistas. Sin embargo, como ha sido reconocido desde épocas de Berle y Mens (1932), los intereses de los directores podrían no coincidir con los de los accionistas, razón por la cual la relación entre los accionistas, consejo de administración y la alta dirección ha sido objeto de estudio de muchos investigadores, pudiendo considerarse los estudios de mayor relevancia hasta la fecha, los de Hermalin y Weisbach (2003) y Adams, Hermalin y Weisbach (2010).

Adams, Hermalin y Weisbach (2010), así como otros autores han tratado de averiguar y plantear diversas teorías acerca de cómo mejorar la interacción entre las tres partes, coincidiendo únicamente en que la existencia de directores independientes favorece a tal fin, adicionado a ello, el planteamiento de reformas para otorgar cierta independencia a los consejos de administración. Tras los escándalos de Enron y WorldCom en el 2002, otras compañías optaron por incrementar la independencia de sus consejos de administración; disposición que incluso se convirtió en requerimiento legal en muchos países, como por ejemplo, la Ley Sarbanes-Oxley del año 2002 adicionó a sus estatutos la independencia de los comités de auditoría y el reforzamiento de la independencia de los comités de compensación.

Parece ilógico imponer limitaciones regulatorias sobre la composición de los consejos; sin embargo, Hermalin y Weisbach (1998) presentaron un modelo en el cual plantearon que los directores que son impuestos según reglamentación probablemente sean menos eficaces que los recogidos a través de procesos de selección endógenos, al mismo tiempo, que una inadecuada reglamentación podría ocasionar una reducción de la independencia de los directores.

Investigadores como Hermalin y Weisbach (1991) y Bhagat y Black (1999) fracasaron inicialmente en demostrar la relación entre independencia de la junta y el

incremento de valor de la firma. Sin embargo, Byrd y Hickman (1992), Shivdasani (1993), Brickley, Coles y Terry (1994), Dann, Del Guercio y Partch (2003), Gillette, Noe y Rebello (2003), Hermalin y Weisbach (2003), Adams, et al. (2010) entre otros, obtuvieron como conclusión de sus estudios, que la independencia de los directores se asocia con la mejora de las decisiones con respecto a algunos tipos de decisiones específicos. En particular, se ha demostrado que la independencia de los directores tiene un impacto en la rotación de CEOs. (Weisbach 1988), en las decisiones de compensación de ejecutivos (Core, Holthausen y Larcker 1999), la incidencia del fraude (Beasley, 1996) y en la incidencia de concesiones oportunas de subsidios (Bebchuk et al. 2009).

Sin embargo, una condición importante y necesaria para que los directores puedan ser eficaces es la cantidad y naturaleza de la información con que ellos cuenten. En ese sentido, si los directores solo tuvieran acceso a la información disponible para el público, es poco probable que ellos sean capaces de gestionar el negocio mejor que los accionistas externos. Adicional a ello, el simple hecho de que los directores no tengan información privilegiada, acarrearía como consecuencia la generación de cierta hostilidad con la alta dirección o administración; e inclusive, las reuniones serían poco beneficiosas en la generación de valor de la compañía.

A ese respecto, Bebchuk, Ravina y Sapienza (2009) crearon una metodología para estimar la magnitud de la ventaja informacional, partiendo de comparar el rendimiento en los negocios de directores independientes, con disposición abundante de información, con otros directivos de la compañía sin tal información. Su hallazgo más importante fue que los directores independientes que disponían de abundante información, obtenían positivos, sustanciales y anormales ganancias como resultado de su gestión en sus compañías.

Asimismo, la diferencia en el retorno obtenido con respecto a ejecutivos de la misma firma fue relativamente pequeña en la mayoría de los horizontes, descartando así el

paradigma respecto a que los directores independientes estaban en desventaja frente a los del tipo *insiders*. También, que la brecha en los retornos obtenidos por los directivos y ejecutivos de tipo *insiders*, y los directores independientes se acrecienta como consecuencia de la debilidad en el gobierno corporativo y se reduce si éste se fortalece. Cabe resaltar, que tal afirmación es consistente con el planteamiento que en las compañías con Buen gobierno corporativo, existe mayor divulgación de la información, a su vez mayor transparencia, por lo que los directores independientes son favorecidos al estar mejor informados.

Adicionalmente, Bebchuk, et al (2009) encontraron que los directores independientes que pertenecían y participaban en los comités de auditoría permitían a la compañía obtener mayores retornos.

Bebchuk et al. (2009) enfocaron sus investigaciones en medir la capacidad que tienen los directores independientes para realizar correctamente sus funciones; sin embargo, sus estudios también brindaron información importante acerca de ciertos incentivos que son necesarios para realizar adecuadamente sus tareas. Complementario a ello, Bebchuk et al. (2009) afirmaron que los directores independientes suelen realizar su gestión en un escenario cronometrado, en búsqueda del cumplimiento de sus funciones según órdenes establecidas, las cuales, en definitiva, benefician a la compañía y enaltecen la gestión del CEO.

Bebchuk y Weisbach (2010) enfatizaron que el objetivo de su investigación, así como el de los antes mencionados, no fue demostrar que los directores independientes necesariamente logran maximizar el valor de las acciones de las compañías, sino más bien, investigar las implicancias de su presencia en las decisiones corporativas, teniendo en cuenta que tales decisiones podrían ser influenciadas por los incentivos, los cuales a su vez son producto de diversas características del entorno en el cual operan; así mismo, la información que los directores independientes manejen debería ser reconocida endógenamente acorde a

los procesos propios de la organización y no exógenamente como se suele hacer (ver Figura 5).

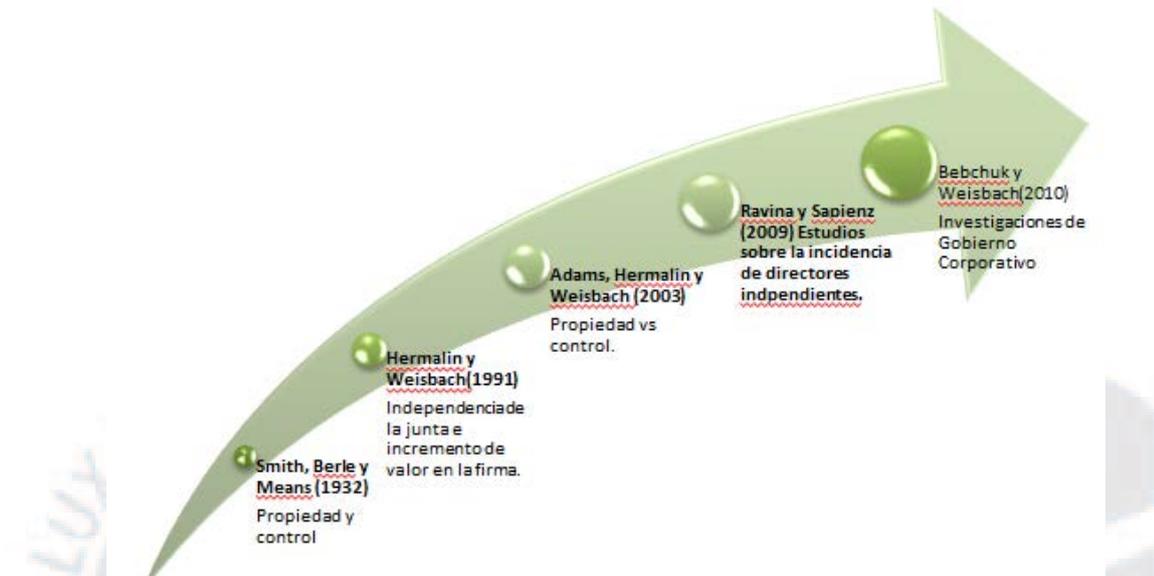


Figura 5. Investigaciones sobre consejo de administración.

Grupo de control.

La participación accionarial del equipo gestor, directivos y miembros del consejo de administración, puede provocar dos tipos de comportamiento: convergencia de intereses con los accionistas y atrincheramiento (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983). La hipótesis de convergencia de intereses plantea que el valor de mercado y los beneficios mejoran con aumentos de propiedad en manos de los directivos. En este sentido, Jensen y Meckling (1976) afirmaron que los costos de desviarse de la maximización de la riqueza de los accionistas disminuye cuando los directivos apuestan por el crecimiento de la empresa, siendo estos últimos menos propensos a despilfarrar riqueza corporativa cuando ellos soportan gran parte de los costos, es decir, cuando poseen una parte importante de la propiedad de la empresa que gestionan.

Por otra parte, en la hipótesis de atrincheramiento el valor de mercado y los beneficios no mejoran por producirse aumentos de propiedad en manos del equipo directivo. Demsetz

(1983) y Fama y Jensen (1983) se opusieron a la visión de asociar los costos con la propiedad directiva; así, si el equipo gestor mantiene poca cantidad de propiedad de la empresa, éstos trabajarán de acuerdo con la maximización del beneficio debido a que las fuerzas disciplinadoras reducen la rentabilidad privada de los mismos (e.g., mercado de trabajo, de productos o de control). Si los directivos tienen una gran proporción del capital de la empresa, tienen un gran poder de voto que garantiza su trabajo, lo cual puede ir en contra de un comportamiento maximizador del valor.

Sin embargo, la naturaleza de los problemas de gobernabilidad difiere entre las empresas, sin importar la existencia o no, de control por parte de los accionistas. (La Porta, López-de-Silanes y Shleifer 1999, Bebchuk y Hamdani 2002). Con los accionistas controlando, el problema de gobierno no es el oportunismo de los ejecutivos y directores a costa de accionistas externos, sino más bien el oportunismo de ese grupo de control a costa de los accionistas minoritarios (Bebchuk y Weisbach, 2010).

Investigadores como Becht, Ravina y Sapienza, y muchos otros, trataron de respaldar lo enunciado por La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (1999) al centrar sus investigaciones en compañías sin el control de accionistas, por considerarla una característica irrelevante respecto a otras, sin conseguir de ello resultados concluyentes. Otros investigadores, a partir de estudios comparativos sobre gobierno corporativo, han mostrado que aquellas empresas con accionistas en el control suele ser una característica típica dominante entre las empresas que cotizan en la bolsa en la mayoría de los países en el mundo, inclusive Holderness (2009) corroboró que los accionistas en el control es la característica más común de las empresas que cotizaban en las bolsas de valores en Estados Unidos, por aquellos años.

Para Bebchuk, Kraakman y Triantis (2000) un tipo especial de accionistas en el control son aquellos etiquetados como “accionistas minoritarios que controlan” y que se trata de aquellos accionistas que poseen tan solo una minoría de los derechos del flujo de efectivo

de la compañía; pero tienen el control de la mayoría de los votos y por lo tanto, el control corporativo. Cabe resaltar, que un propietario, de una minoría de los derechos de flujo de efectivo de una compañía, puede controlar la mayoría de los votos cuando los derechos del flujo de efectivo y los votos se separan debido a la utilización de dos clases de acciones: pirámides corporativas o participación accionaria cruzada (Bebchuk y Weisbach, 2010).

Tales tipos de estructuras con los accionistas minoritarios al control son muy comunes en muchos países (Claessens, Djankov y Lang, 2000); sin embargo, Bebchuk, Kraakman y Triantis (2000) demostraron que tales tipos de estructuras tienen el potencial de crear grandes costos de agencia, los cuales pueden ser inclusive mayores a aquellos asociados con los accionistas en el control, a pesar de que ellos posean la mayoría de los derechos en los flujos de efectivo de las compañías.

Bertrand, Mehta y Mullainathan (2002) indicaron que en Estados Unidos el control ejercido a partir de los grupos de accionistas minoritarios ocurre comúnmente a través del uso de acciones del tipo dual. En ese tipo de empresas, varias clases de existencias se negocian por lo general con los mismos derechos de dividendos, pero con diferentes derechos de voto. Tal disposición asegura que el control se mantiene en manos de un pequeño grupo de personas, por lo general el fundador y su familia, a pesar de que la empresa pudiera ser abierta con muchos accionistas.

Para Bebchuk y Weisbach (2010) la brecha entre los precios de los diferentes tipos de acciones refleja los beneficios privados del control disfrutado por los accionistas de alto voto. Se han escrito muchos artículos respecto a los patrones de propiedad, los precios de las acciones del tipo dual y el valor del derecho a voto en este tipo de empresas en Estados Unidos y en todo el mundo; sin embargo esos estudios generalmente dispusieron de pequeñas muestras, razón por la cual limitaba su capacidad para responder a preguntas importantes

sobres las empresas con sistemas duales, tal como el efecto incremental de la propiedad a partir de dos clases de valoración (Zingales 1994; Nenova 2003).

Por su parte, Gompers, Ishii y Metrick (2009) quisieron medir el efecto en el gobierno por separar los derechos del flujo de efectivo (por participación accionaria) y los derechos de voto. Para ello reunieron una amplia lista de empresas con sistemas duales en los Estados Unidos y utilizaron esa lista para investigar la relación entre la propiedad y el valor de la empresa. Los datos utilizados, que están disponibles en el sitio web de Revisión de Estudios Financieros, tuvieron dos funciones útiles para este análisis de valoración. En primer lugar, gracias a que los derechos del flujo de efectivo pueden separarse de los derechos de voto, entonces se pueden identificar por separado el impacto de cada una. En segundo lugar, abordaron las implicancias de endogeneidad mediante el uso de predictores exógenos de clase dual como instrumentos.

En su análisis de regresión Gompers et al. (2009) encontraron contundentes evidencias acerca de que el valor de la empresa es cada vez mayor si los derechos de flujo de caja de los propietarios aumentan, a la vez que disminuye su derecho de voto. La investigación de estos autores hizo también otra contribución con evidencia empírica, acerca de que el control estructural de los accionistas minoritarios está asociado al aumento de los costos de agencia y a la reducción del valor de la empresa, afirmación que además corroboró lo manifestado, varios años antes, por Bebchuk et al. (2000). Surge de esta forma la interrogante todavía sin responder ¿Por qué a pesar de estas evidencias, este tipo de estructuras se desarrolla y mantiene en muchas compañías y que tipo de políticas se debería plantear para ellas?

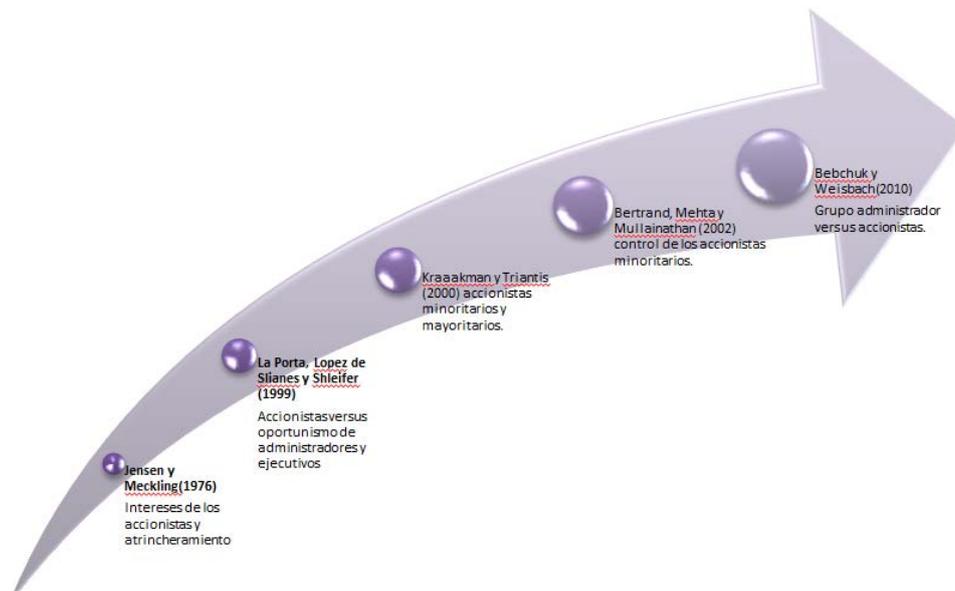


Figura 6. Investigaciones sobre grupo de control.

Índices de gobierno corporativo.

Como consecuencia de la variedad de estudios en diferentes contextos, tiempos y espacios, la necesidad de comparar la gobernabilidad de una compañía con respecto a otra se hacía poco fiable si no era realizada bajo ciertos estándares y cuantitativamente; ese sentido, desde fines de los años 90s se han desarrollado los índices de gobierno corporativo, siendo denominados de diferente forma, según el contexto de la investigación e investigador, pero que a la larga representan lo mismo.

En ese sentido, en la actualidad, existen en el mundo varios índices bursátiles de valor que agrupan a empresas con un sólido desempeño financiero, además de tener un elevado compromiso con sus grupos de interés y preocupación por el desarrollo social y nacional (Hossain y Hammami, 2009). Sin embargo, los índices de buen gobierno corporativo no son más que un tipo de índice bursátil de valor que representan de manera cuantitativa el nivel de cumplimiento con los principios de buen gobierno corporativo locales y específicos de cada nación, del cual, cuya construcción es una tarea relativamente sencilla, según señalaron Gandía y Andrés (2005).

Gompers e Ishii (2003) formularon el Governance Index (G-Index), el cual premiaba con un punto el caso de existencia o cero el caso de ausencia de alguna disposición. Para lo cual, incorporaron 28 disposiciones de gobierno corporativo, listadas en cinco categorías (técnicas para contener a inversionistas hostiles, a lo que denominó *retraso*, derechos de votación, a lo que denominó *voto*, protección de los directores, a lo que denominó *protección*, defensas varias referidas a la toma de control a lo que denominó *otros* y leyes estatales, a lo que denominó *estado*) de las cuales 24 fueron únicas. Siendo a su vez, una compilación de publicaciones de la prestigiosa Investor Responsibility Research Center (IRRC), este indicador permitió medir los niveles de derecho de propiedad de los accionistas en referencia a los niveles de gestión en una organización; índice que en resumidas cuentas admitió medir el balance de poder entre los accionistas y los ejecutivos.

Gompers e Ishii (2003) señalaron también que el G-Index no es una prueba de la eficiencia en el mercado, tampoco permite reflejar, por sí solo, con precisión los impactos relativos de las diferentes disposiciones o restricciones dentro de las empresas, a pesar de tener la ventaja de ser transparente, de fácil comprensión y fácilmente reproducible. Así mismo, el G-Index no requirió ningún juicio acerca de su eficacia o enriquecedores efectos de alguna de esas disposiciones, sino que solo tomó en cuenta el impacto en cuanto al balance de poder en una organización. A partir de su estudio, lograron demostrar que en los 90s, el uso de la democracia en las organizaciones, les permitió obtener retornos más altos, mayor valuación de sus acciones y tener mejor desempeño operativo.

También Brown y Caylor (2004) elaboraron a partir de información proveniente del Institutional Shareholder Services Data (ISSD), una medida de gobierno corporativo similar al G-Index al cual denominaron Gov-Score. El Gov-Score tenía como fundamento que las firmas deberían cumplir ciertos estándares mínimos de gobierno corporativo para poder calificar. Así mismo, mediante el uso de tal indicador se podía encontrar *mejores gobiernos*

corporativos asociados a seis medidas de desempeño provenientes de tres categorías: el desempeño operacional (ROE, margen de beneficio, crecimiento de las ventas), valoración (Q de Tobin) y pago a los accionistas (rentabilidad por dividendos y recompra de acciones). Así mismo, el Gov-Score resumía 51 factores de gobierno corporativo en el cual cada factor era codificado como uno o cero si éste era considerado como no aceptable.

Para Brown y Caylor (2004) la diferencia respecto al G-Index es que el Gov-Score es una medida más amplia del gobierno corporativo que considera mecanismos externos e internos, mientras que el G-Index se basa en medir los niveles de derecho de propiedad de los accionistas y con ello su nivel de control. En ese sentido Holmstrom y Kaplan (2003) citados en Brown y Caylor (2004) manifestaron que las medidas de control hoy en día pasaron de ser, el único elemento, a uno de varios elementos de gestión, el cual, recién combinado con muchos otros se consigue mejorar la productividad en una organización. En tal sentido, el Gov-Score asoció el desempeño superior esperado de las organizaciones a la mejor calidad de gobierno corporativo.

Por su parte, Black, Jang y Kim (2006) citados en Lagos y Vecino (2011) elaboraron un índice de gobierno corporativo para 515 empresas coreanas, tomando como base la encuesta realizada por Korea Stock Exchange (KSE) del año 2001 para evaluar su nivel de gobierno corporativo a partir de 39 medidas, agrupadas en cinco pilares: derecho de los accionistas, funcionamiento del consejo directivo, estructura del consejo directivo, divulgación de la información y estructura de propiedad. Similar a Byun (2007) quien también agrupó sus medidas en cinco pilares: derechos de los accionistas, consejo administrativo, comité de auditoría y políticas de dividendos y divulgación de información.

Por otro lado, Bebchuk et al. (2009) elaboraron un índice de gobierno corporativo al cual denominaron E-Index basado en solo seis disposiciones de las 24 propuestas en el G-Index de Gompers e Ishii (2003), examinando la relación entre E-Index, la Q de Tobin y la

rotación del stock. Mediante su estudio, pudieron confirmar la correlación entre el gobierno corporativo y el desempeño futuro encontrado por Gompers e Ishii (2003). Aunque este último, ha sido utilizado ampliamente en la mayoría de la literatura académica, según Kent-Baker y Anderson (2010) el E-Index ha tenido mayor aceptación comercial, como prueba de ello, Glass Lewis & Company, empresa que ofrece servicios de asesoría a inversores institucionales, creó un índice denominado Board Accountability Index el cual se derivó de la investigación de Bebchuk et al. (2009) utilizando cinco de los seis componentes del E-Index, teniendo como fundamento el hecho acerca de que el buen gobierno corporativo puede mejorar la rentabilidad para los accionistas.

En Colombia, Lagos y Vecino (2011) manifestaron que se han desarrollado diferentes formas de cuantificar el grado de desarrollo del gobierno corporativo a partir de la creación de índices, con la peculiaridad que aunque los índices presentan características similares en cuanto a lo que desean medir; también se diferencian principalmente en la manera de recolectar la información, y en las ponderaciones que se asignan a cada medida. Tales autores manifestaron que a pesar de que en el mundo es evidente el desarrollo en cuanto a la creación de índices de gobierno corporativo, todavía coexiste un problema general, todavía sin resolver, que se refiere al nivel de subjetividad implícito en ellos.

Por ello, Bhagat y Bolton (2008) citado en Lagos y Vecino (2011) señalaron que el objetivo de la creación de un índice de gobierno corporativo es comparar las medidas de gobierno de una empresa contra los valores definidos por quien elaboró el índice. Debido a esto, es usual encontrar notorias diferencias entre los aspectos que se desean medir mediante cada índice; para ello, basta con mencionar por ejemplo, que Gompers e Ishii (2003) centraban su atención en los derechos de los accionistas como el principal aspecto del gobierno corporativo o Brown y Caylor (2004) quienes consideraron dentro de sus mediciones aspectos operacionales de generación de valor para la compañía y beneficios para

los accionistas. O de manera similar, Byun (2007) citado en Lagos y Vecinos (2011), señaló que los aspectos a considerar de gobierno corporativo son: los derechos de los accionistas, los comités de auditoría, las políticas de dividendos, la junta directiva y la divulgación de la información y con ello la transparencia.

La Bolsa de Valores de Lima (BVL, 2015, 01 de mayo) manifestó que la Bolsa de Malasia, en el año 2014, lanzó al mercado un índice de acciones de empresas con buen gobierno corporativo muy similar al IBGC peruano utilizando como base la Bolsa de Shanghái y Bovespa (Brasil), el cual se denominó Malaysian Corporate Governance (MCG). Al respecto Hamid, Abdul, Dora & Said (2012) realizaron una investigación de la intensidad de los reportes de gobierno corporativo y publicaron los resultados obtenidos de evaluar a las primeras 250 compañías públicas (PLCs) en Malasia.

Dicha investigación tuvo como objetivo evaluar si los reportes de gobierno corporativo tenían alguna relación significativa con el desempeño de las firmas, a partir de analizar el Índice de Descubrimiento de gobierno corporativo en las 250 compañías públicas antes mencionadas. Los resultados obtenidos del estudio permitieron concluir que no existe un patrón específico de tipo gobierno corporativo entre las 250 compañías públicas en Malasia y el índice de descubrimiento. Cabe resaltar que algunas compañías revelaron ampliamente aspectos internos de gobierno, algo que muchas empresas no quisieron hacer. Finalmente se concluyó que los mecanismos de gobierno corporativo en Malasia no están específicamente destinados a mejorar el desempeño de las firmas, sino que fueron creados como elementos guías importantes para los directores, para así llevar a cabo sus funciones de gestión responsable y eficientemente.

En el Perú, el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) fue creado el 1 de junio del 2008, entre otras, por la Bolsa de Valores de Lima, con el único fin de servir como herramienta de decisión tanto a las empresas como a los inversionistas, basado en la

declaración inicial de principios por la OECD en el año 1999 de la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina del año 2004 y 2013. El objetivo de su creación fue reflejar en el Perú el comportamiento de los valores de las empresas que cumplen con los principios de Buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas y que a su vez mantengan un nivel mínimo de liquidez establecido por la BVL. El IBCG peruano es un índice de capitalización, por lo que las acciones se obtienen en base a la capitalización bursátil de las acciones tipo *free float*, modulados en base al nivel de buen gobierno corporativo obtenido.

Por otra parte, la Bolsa de Valores de Lima (BVL, 2015, 01 de mayo) manifestó que es posible verificar que las cotizaciones de las acciones de las compañías que integran índices semejantes al Índice de Buen Gobierno Corporativo Peruano presentaron fluctuaciones leves y tienden a ser más resistentes a los efectos de una crisis, radicando allí, su importancia en el mercado de valores peruano. Por lo cual, conviene entonces revisar los resultados de investigaciones de índices similares al IBGP peruano obtenidos en otras naciones, contextos y entornos.

Relacionado con ello, El Comercio (2015, 10 de julio) manifestó que la BVL realizó un concurso para seleccionar a las empresas que conformaran el IBGC peruano, el cual entrará en vigencia a partir del 17 de julio de 2016. Sin embargo, de un total de 300 empresas listadas en la bolsa limeña, solo 25 compañías destacaron con las mejores prácticas de buen gobierno corporativo; de las cuales, solo 12 firmas, las de mayor liquidez, conformaron el IBGC peruano, a estar vigente los próximos doce meses. Lo preocupante en este caso es la baja cantidad de firmas que calificaron, a pesar que el concurso se viene llevando a cabo en los últimos años.

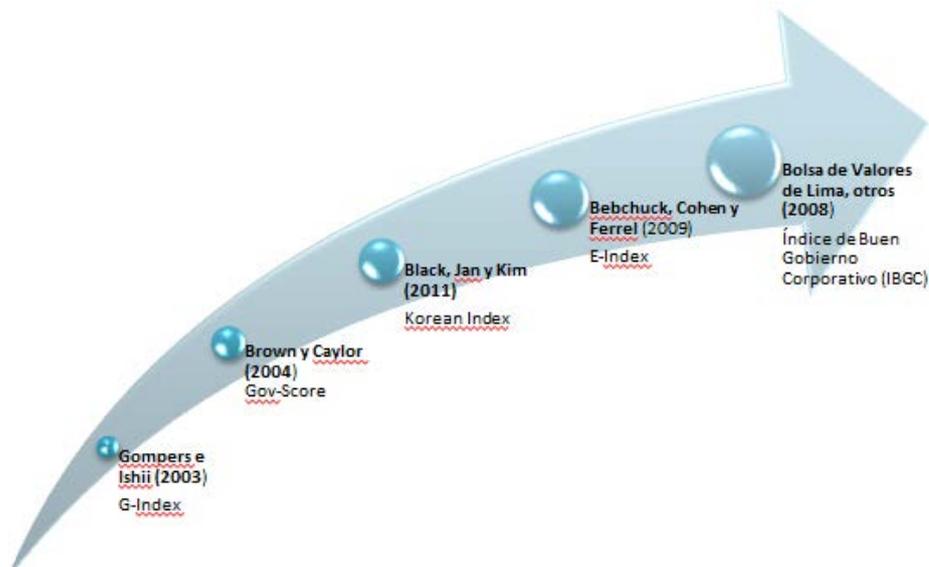


Figura 7. Índices de gobierno corporativo.

Limitaciones del índice de buen gobierno corporativo.

Definir el buen gobierno corporativo es un problema complejo que seguramente seguirá siendo motivo de estudio y controversia para muchos investigadores, y es que las variables para su cálculo, son del tipo endógenas, razón por la cual la información podría ser manipulada a conveniencia del que provee la información; a pesar de la existencia de normas y mecanismos de control que ayudan a que la información recibida y los resultados obtenidos sean lo más fidedignos posibles. Los escándalos financieros ocurridos en el pasado ponen de manifiesto esta debilidad.

De otro lado, los componentes de gobierno corporativo de una empresa con respecto a otra son diferentes y a pesar de que existe un código aplicable a cualquier empresa de cualquier sector en cada país, estos son de índole voluntario, por lo que cada empresa al utilizar el código vigente en su país debe de decidir en qué principios específicos enfocar su atención; situación diferente con los índices de gobierno corporativo pues miden de igual manera a todas las empresas y no abarcan temas específicos.

Estructura de propiedad.

La separación de los conceptos de propiedad y control provocó expectativas muy diversas; sobre todo en los propietarios y directivos de compañías grandes (Mason, 1957; Williamson, 1964). Salas (1999) señaló que la propiedad de la empresa tiene repercusión directa en su nivel de competitividad y en la toma de decisiones importantes. Así mismo, Berle y Means (1932) determinaron que los propietarios y accionistas deben ser capaces de coordinar sus planes de acción y solicitar toda la información necesaria que les permita afrontar cualquier contingencia que se suscite e intervenir en las decisiones que los directivos puedan tomar. De esa manera, los directivos estarán siendo orientados a la responsabilidad, a la maximización del valor y respetar las estrategias establecidas con el propósito de proteger los intereses de los propietarios (Riahi-Belkaoui, 1996).

Investigaciones confirman, en una primera etapa, que la estructura de propiedad tiene repercusiones importantes no sólo en el gobierno corporativo de una compañía, sino también en su nivel de rentabilidad (Shleifer y Vishny, 1997). Dos de los principales mecanismos de control son la concentración de la propiedad (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Leech y Leahy, 1991) y la participación accionaria (Morck, Shleifer y Vishny, 1988; McConnell y Servaes, 1990).

El control de una empresa no sólo consiste en la capacidad para dirigir los sus propios asuntos, sino también para influir en las decisiones políticas que se tomen dentro de la misma. En ese sentido, el control está determinado por la distribución de las acciones y la capacidad de un accionista o grupo de accionistas para mediar en las decisiones del consejo de administración (Fogelberg, 1980). Según, Galve y Salas (1992) manifestaron que el estudio de tres variables permite el análisis de la estructura de propiedad de una compañía. Dichas variables son: (a) la forma de llevar a cabo el control de una compañía; (b) el nivel y tipo de concentración de acciones; y (c) el colectivo corporativo que ejerce dicho control.

Según Demsetz y Lehn (1985) señaló que la estructura de propiedad cambia de manera sistemática y directamente proporcional con la maximización de propiedad, ello implica la existencia de cuatro factores determinantes como son: (a) el tamaño de la empresa, inversamente proporcional al nivel de concentración de la propiedad; (b) el control potencial, dependiente del grado de incertidumbre de los resultados; (c) la regulación, también inversamente proporcional al nivel de concentración de la propiedad; y (d) el potencial de la empresa, congruente con el nivel de concentración. Fogelberg (1980) estableció que existen cuatro clasificaciones de control en relación a la disociación y separación de la propiedad y el control (ver Tabla 1).

Tabla 1. *Clasificación de los tipos de control*

Clasificación	Condiciones
Control Mayoritario	Cuando la mayoría del capital (>50%) la posee un accionista o un grupo accionarial con aspectos comunes.
Control Minoritario	Cuando el accionista individual o el grupo accionarial tiene votos suficientes para controlar la compañía en su propio interés. Para ello se tiene que controlar entre un 15% de los votos, estando este porcentaje representado en consejo.
Control Conjunto	Cuando existe una fuerte relación entre la minoría y la dirección o existe un control directivo por parte de esta minoría. Puede ocurrir que el accionista minoritaria o grupo minoritario posea entre el 10-15% de la propiedad y representación en el consejo o que la propiedad controlada es más de un 5% con representación en el consejo e involucrado activamente en la dirección.
Control Directivo	La propiedad se encuentra tan dispersa que no existe ni un accionista individual o grupo que tenga un control minoritario lo bastante grande para permitirle ejercer un control sobre las decisiones de la empresa.

Adaptado de “El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas” por María Gracia García Soto, Tesis doctoral de Economía, Universidad Las Palmas de Gran Canaria. Recuperado de <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/mggs/ficha.htm>

Si bien la concentración accionarial es un aspecto muy importante para la eficacia de la estructura de propiedad, también lo son las características del propietario, quien tiene la habilidad para ejercer control activo pero además sobre quien se revela la mayoría de los

votos (Marseguerra, 1998). Por ejemplo, una persona, grupo familiar o inversor institucional que desempeña el cargo de accionista principal, tendrá mayor propósito en ejercer control.

Una persona o grupo familiar tiene poca capacidad de diversificar sus inversiones en otras empresas y esa poca experiencia hace que centre sus esfuerzos en la propia empresa.

Mientras que el inversor institucional si tiene la capacidad para ejercer control porque cuenta con economías de escala y de una amplia experiencia para supervisar varias empresas de manera simultánea (Diamond, 1984). No obstante, la diversificación asegura el control absoluto y por el contrario al estar presente en muchas empresas a la vez, su nivel de control se perdería (Pound, 1988).

En relación al ejemplo anterior sobre la persona o grupo de personas que ejercen control, Pederson y Thomsen (1997) realizó un estudio en las mayores empresas de Europa enfocándose en sus propietarios, de lo cual el investigador infirió la existencia de diversas clases de grupo o entidades que ejercen el control y estos son: los inversores institucionales, las entidades financieras, las empresas no financieras, el propietario individual y la familia, y el gobierno. Los autores recogieron los aspectos principales de cada uno de ellos en los siguientes términos: Los inversores institucionales se caracterizan principalmente porque tienen inversiones en cartera, establecen una relación a largo plazo con las empresas, miden sus resultados según el éxito financiero y buscan crear valor para el accionista, así tengan poca influencia en la dirección.

- a) Las entidades financieras se caracterizan básicamente por las ventajas que se pueden obtener a través de ellas, llámese privilegio en el acceso de capital, información financiera, entre otros.
- b) Los grupos de empresas se identifican porque en este grupo de empresas al formar parte del mismo sistema de valor donde las transacciones son frecuentes y existe especificidad de los activos; la transferencia de conocimiento es inevitable. En

consecuencia, los costes se reducen al existir menos riesgo por pérdida de control de la materia prima o productos terminados.

- c) El propietario individual y la familia, quien habitualmente, ocupa el papel de propietario y directivo de la empresa al mismo tiempo, se caracteriza por la resistencia al riesgo y por ende a que las inversiones sean bien analizadas. En algunos casos, la familia propietaria puede buscar sólo su propio beneficio y dejar de lado al pequeño accionista.
- d) La participación del gobierno en la administración del control de la propiedad se caracteriza de manera similar a las entidades financieras, ya que fundamentalmente se obtienen ventajas relacionadas a la concesión de créditos, liquidez o costes de capital. No obstante, se corre el riesgo de priorizar los objetivos políticos y dejar de lado la rentabilidad.

En un estudio sobre la estructura de propiedad en diversos países del mundo y el grupo o grupos que ejercen control sobre ella (ver Tabla 2) se encontró que la estructura accionarial en Italia y Estados Unidos de Norteamérica predominaba el grupo familiar; mientras que los franceses y japoneses preferían las empresas no financieras (Clarke y Bostock, 1996).

Tabla 2. *Estructura accionarial (en porcentaje)*

	Alemania	Estados Unidos	Japón	Francia	Italia	Reino Unido
Instituciones financieras	29	30.4	48	6.5	11.3	61.8
- Bancos	14.3	0	18.9	4.3	9.9	0.6
- Empresas de seguros	7.1	4.6	19.6	2.2	0.8	17.3
- Fondos de pensiones y otros	7.7	25.8	9.5	1.9	0.6	43.9
Instituciones no financieras	71	69.6	52	93.5	88.7	38.2
- Empresas no financieras	38.8	14.1	24.9	54.5	23	3.1
- Familias	16.6	50.2	22.4	20.7	33.9	17.7
- Administración pública	3.4	0	0.7	4.5	27	1.3
- Extranjeros	12.2	5.4	4	11.9	4.8	16.3

Adaptado de “El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas” por María Gracia García Soto, Tesis doctoral de Economía, Universidad Las Palmas de Gran Canaria. Recuperado de <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/mggs/ficha.htm>

Por otro lado, Galve y Salas (1992) mencionados en García (2003) llevaron a cabo un estudio donde comparaban la estructura de la propiedad en diferentes países. De dicho estudio se concluyó que en España las empresas no financieras (27% de la muestra) son el principal accionista, seguido se encuentran los grupos familiares (26.1%) y finalmente las instituciones financieras (25.1%). Incluso, tal estructura accionarial presente en España es similar a la que se observa en los países europeos pero muy diferente a la manifestada en los países anglosajones (ver Tabla 3). La estructura de propiedad, en Latinoamérica y específicamente en el Perú, se puede observar en la figura 8.

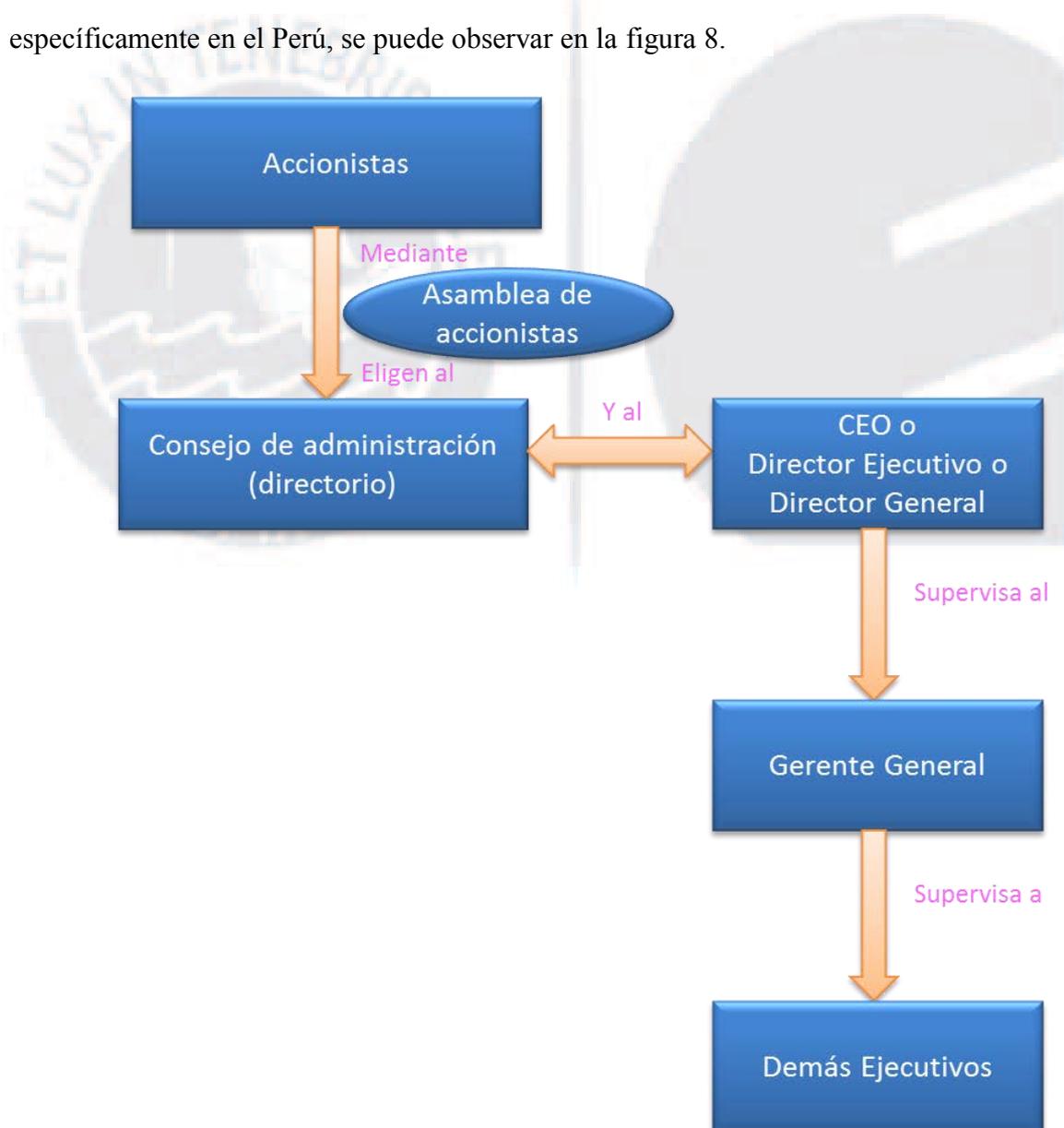


Figura 8. Estructura de propiedad en Latinoamérica

Tabla 3. Estructura de propiedad por grupos de control (en porcentaje)

	Familia y particulares	Corporaciones no financieras	Sector Público	Instituciones Financieras	Capital Extranjero	Total
Alemania	17.00	50.00	10.00	15.00	8.00	100.00
Francia	38.00	22.00	-	24.00	16.00	100.00
Japón	27.00	25.00	-	42.00	6.00	100.00
Inglaterra	28.00	5.00	3.00	60.00	4.00	100.00
Estados Unidos	51.00	15.00	-	28.00	6.00	100.00
España	26.10	27.00	2.40	27.10	17.40	100.00

Adaptado de “El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas” por María Gracia García Soto, 2003, Tesis doctoral de Economía, Universidad Las Palmas de Gran Canaria. Recuperado de <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/mggs/ficha.htm>

Compensación de ejecutivos.

Es común en las empresas que éstas sean gestionadas por los administradores, antes que por los directores y accionistas, a pesar de ello, sus decisiones son fuertemente influenciadas por las disposiciones de los directores y accionistas. De igual forma, que esas decisiones se vean afectadas también por los incentivos proporcionados hacia ellos, según los acuerdos de compensación de ejecutivos (Bebchuk y Weisbach, 2010).

Tales acuerdos de compensación han sido objeto de estudio de muchos autores como por ejemplo de (Core, Guay y Larcker 2003), quienes coincidieron en que hay por lo menos dos puntos de vista en cuanto a la compensación de ejecutivos. La primera visión denominada *Potencia de Gestión*, cuestiona el pago que reciben los ejecutivos como incentivo, aduciendo que este podría ser parte de los problemas de agencia, antes que una solución. La segunda, denominada *Contratos Óptimos*, ve el sistema de remuneración de ejecutivos como un acuerdo en el cual las juntas de accionistas otorgan a los administradores, incentivos eficaces, tal que reducen los problemas de agencia, tanto como sea posible; sin embargo, es tema de debate también, el nivel y tipo de esa compensación, además de la

estructura del acuerdo de pago, teniendo en cuenta que los incentivos estarán siempre en un segundo lugar respecto a la remuneración fija percibida (Kaplan, 2008).

Murphy y Zabochnik (2007) sugirieron que el crecimiento de la remuneración refleja un cambio en la importancia de la *capacidad de gestión* (capacidad transferible) en relación con el *capital humano específico de la empresa* (característica de índole interno dentro de la organización). Mientras que Gabaix y Landier (2008) desarrollaron un modelo mediante el cual demostraron que la producción marginal de un ejecutivo, de una calidad determinada, es proporcional a la capitalización de mercado de la empresa, argumentando que el crecimiento de la remuneración de los ejecutivos es directamente proporcional al crecimiento de la capitalización de mercado de las empresas.

Relacionado con lo anterior, Kaplan y Raugh (2009) sugirieron que el crecimiento de los salarios de los ejecutivos se relacionaba de manera directamente proporcional con su identificación con la compañía y el consiguiente aumento de valor de las mismas, aunque fue una investigación interesante, no fue del todo concluyente en ese aspecto. Sin embargo, si encontraron evidencias acerca de que el pago a los CEOs es mayor cuando: hay directores independientes en los consejos administrativos, cuando un pequeño porcentaje de las acciones son de propiedad de inversores institucionales (bancos), cuando las medidas de protección respecto a la toma de control son significativas, entre otras.

Políticas en el gobierno corporativo.

El gobierno corporativo es un producto conformado por los sistemas legales establecidos en un lugar y acompañados de una infraestructura legal. Sin embargo, como ya se mencionó anteriormente, existen notorias diferencias entre los gobiernos corporativos de los países alrededor del mundo, para algún país dado y a través del tiempo. La Tabla 4, evidenciado por Salas (1999) mencionado en García (2003) es una muestra de ello.

Tabla 4. *Comparativa de los patrones de gobierno corporativo en algunos países*

	Alemania	Japón	Estados Unidos
Retribución directivos	Moderada	Baja	Alta
Consejo de administración	Dirección/supervisión	Principalmente internos	Principalmente externos
Propiedad (accionistas)	Concentrada: familias, empresas, bancos	Menos concentradas: bancos, empresas, familias	Difusa: ausencia de empresas entre los accionistas
Mercado de capitales	Baja liquidez	Algo líquido	Muy líquido
Mercado de control	Poco activo	Poco activo	Muy activo
Bancos	Universales	Banco principal	
Proporción empresas cotizadas	Baja	Media/alta	Alta
Orientación derecho sociedades	Protección accionistas minoritarios y acreedores	Protección acreedores	Protección accionista frente dirección

Existe abundante información acerca de investigaciones que toman reglas legales como dadas para examinar la manera en que las personas toman decisiones en respuesta a órdenes dadas por sus superiores o que preguntan, qué disposiciones legales son deseables de acatar, asumiendo que los ejecutivos tratan de adoptar aquellas reglas que parecen ser las más óptimas (Bebchuk y Weisbach, 2010). En este contexto se plantea la siguiente interrogante ¿Por qué aquellos países que se encuentran en una etapa de desarrollo económico similar, tienen normas legales que son diferentes y en muchos casos se pone en evidencia debilidad en sus sistemas de protección a los inversores?

Un grupo de investigadores buscó relacionar las diferencias entre países a las diferencias innatas de larga data entre los países, sugiriendo que el nivel de protección de los inversores de un país puede estar influenciado por factores de larga data como el origen legal del país (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1998, Glaesser y Shleifer 2002), su cultura e ideología (Bebchuk y Roe 1999, Roe 2003, Allen 2005) y hasta a la religión de su población (Stulz y Williamson 2003), aspectos que son ajenos a factores netamente políticos. Sin embargo, según Bebhuk y Weisbach (2010) dado que los países cambian sus medidas de protección, considerablemente en el tiempo, el nivel de tal protección depende mucho de

decisiones de los administradores y accionistas, entonces ¿Cómo se determinan tales decisiones?

Al respecto Stigler (1971) planteó la teoría de la captura regulatoria o *theory of regulatory capture*, la cual sugirió que las decisiones de los ejecutivos y directores pueden ser influenciadas por necesidades de obtención de beneficios de los diferentes grupos de interés. En ese sentido, Morck, Wolfenzon y Yeung (2005) resaltaron la importancia de desarrollar modelos de política económica de sistemas de gobierno corporativo, enfatizando que este podría considerarse un nicho atractivo para muchos teóricos creativos, al no haber muchos estudios al respecto.

Posteriormente, Bebchuk y Neeman (2009) desarrollaron un modelo de política económica formal acerca de cómo la presión ejercida por los grupos de interés afecta el nivel de protección de los inversores. En su modelo, los autores identificaron condiciones bajo las cuales la existencia de lobby en los negocios genera un desequilibrio en los niveles de protección de los inversores. Así mismo, en lo referente a los intereses entre los grupos de interés encontraron que el mayor conflicto se da entre los administradores y accionistas pertenecientes a la compañía en su misión por obtener la mayor rentabilidad del capital bajo su control, aspecto que también es benéfico para los inversionistas que proveen capital a la compañía.

Los resultados obtenidos por Bebchuk y Neeman (2009) se complementaron con los hallazgos previos de Rajan y Zingales (2003) y Perotti y Volpin (2008) referido a que su modelo proporcionó predicciones que relacionaban las diferencias en la protección de los inversores, en tiempo/espacio con la estructura de toma de decisiones políticas y legales, etapa de desarrollo económico, estructuras empresariales dominantes en la economía, así como a las variaciones bursátiles. No obstante, Bebchuk y Weisbach (2010) manifestaron que para mejorar la comprensión de los mecanismos de toma de decisiones y gobernanza existente,

es importante tener en cuenta la influencia de las políticas de los grupos de interés y la forma en estos pueden impedir las reformas de gobernabilidad.

2.1.2 Investigaciones recientes de gobierno corporativo

Según Zabri et al. (2016), existen dos mecanismos de gobierno corporativo, un mecanismo interno determinado por el tamaño de la junta de administración y la independencia de la junta, la estructura de la junta de administración, transparencia, responsabilidad y rendición de cuentas adicionados por Aguilera y Crespi-Cladera (2015). Y por otro lado, un mecanismo externo determinado por las condiciones competitivas del mercado, el mercado de trabajo, la gestión del talento, y el mercado para el control corporativo.

Zabri et al. (2016) realizaron un estudio de las prácticas de gobierno corporativo y el desempeño de las 100 compañías públicas de la bolsa de Malaysia en el período comprendido desde el 2008 al 2012. Con los datos de las compañías, realizaron un estudio para determinar el tamaño óptimo de la junta de administración. El resultado obtenido por los investigadores indicó que el tamaño de la Junta es aproximadamente nueve personas con una desviación estándar de aproximadamente dos; por lo que, el número promedio de directores integrantes de la junta de administración estaría entre siete y once personas. A pesar de ello, indicó que no existe un tamaño óptimo de junta, pues varía de un país a otro dependiendo de ciertos factores exógenos como lo es la cultura. Su resultado fue concordante con el obtenido por Conger y Lawler (2009) quienes indicaron que no existe un tamaño óptimo de la junta, puesto que el tamaño adecuado de la junta debería ser decidido por su eficacia en su forma de operación.

Guo y KGA (2012) realizaron un estudio cuyo objetivo central fue examinar si los mecanismos de gobierno corporativo existentes influyen en el desempeño de las compañías de Sri Lanka en la India. Su estudio utilizó una muestra de 174 compañías listadas en la bolsa

de valores de Sri Lanka pertenecientes al año 2010. Obteniendo como resultado que el tamaño medio de la junta de administración fue de 7,78 y una desviación estándar de 2.1. También, que el número de directores independientes por junta fue de 5,3 con una desviación estándar de 2,5. Resultado coincidente en magnitud con el obtenido por Zabri et al. (2016).

Por otra parte, Bredea (2014) investigó la forma en que la estructura de propiedad afecta a la rentabilidad de las compañías de Rumanía listadas en la bolsa de valores de Bucarest, a partir de una muestra de 69 compañías pertenecientes al período 2007 – 2011. Para tal fin, utilizó el Índice Herfindahl (HI) con el objetivo de medir la concentración de la propiedad en función del tamaño de la empresa, para así verificar si las empresas grandes muestran mayor rendimiento y menor probabilidad de quiebra. El resultado dejó en evidencia que las compañías estudiadas mostraban una alta concentración de propiedad, lo cual significó que las acciones de las compañías estudiadas estaban en posesión de los principales accionistas. Así mismo, que hay una relación entre la concentración de la propiedad y el desempeño de las empresas rumanas y que tal desempeño se vio afectado por el tamaño de la empresa y el ratio de la deuda.

En Latinoamérica se realizaron varios estudios, entre ellos el de Briano y Saavedra (2015) el cual analizó el impacto del directorio y la estructura de la propiedad sobre el nivel de transparencia en el gobierno corporativo de Argentina, Brasil, Chile y México. El resultado obtenido en detalle fue que las compañías cuyo directorio estaba conformado por un número mayor de miembros y un porcentaje mayor de directivos independientes eran las que se preocupan por la transparencia y divulgación de su información y con ello el incremento de la confianza de los inversionistas. También, que la concentración de propiedad inhibe la transparencia en el gobierno corporativo, mientras que la presencia familiar mayoritaria en el accionariado motiva a una mayor divulgación de la información sobre el gobierno corporativo. Así mismo, que las compañías de mayor tamaño eran más adeptas que

las de menor tamaño a realizar buenas prácticas de divulgación y transparencia en el gobierno corporativo.

En una investigación realizada en Perú, "La Interacción Con Los Stakeholders Y La Creación De Valor En El Sector Azucareros" (Ángeles et al., 2013) demostraron que las empresas, al tener un buen desempeño con los Stakeholders, lograron en un plazo determinado unos ratios óptimos para la creación de valor. Teniendo en cuenta para ello indicadores cualitativos y cuantitativos, los cuales relacionaron cada uno de ellos con el EVA calculado por cada una de las empresas estudiadas. Analizaron nueve empresas del sector azucarero, las cuales incluyeron principalmente las del Grupo Gloria, habiendo realizado un análisis de cada una de las variables, las memorias, estados financieros, información en páginas web, noticias, entre otros.

Posteriormente, consolidaron dicha información armando una matriz de ratios y descargando información financiera con la finalidad de hallar el EVA, para luego compararlo con cada indicador elaborado por cada uno de los Stakeholders. Los resultados del análisis de las variables cuantitativas y cualitativas relacionadas a los Stakeholders mostraron que existía una relación directa entre la buena relación con los Stakeholders y la generación de valor financiero de las empresas.

2.2 Base Teórica

2.2.1 Historia de gobierno corporativo / surgimiento del concepto

Como se mencionó en el acápite 2.1.1, las primeras ideas de gobierno corporativo se registraron hace más de 100 años; muestra de ello, Clark (1916) manifestó que la responsabilidad social de las compañías debía recaer directamente sobre los directivos y para Barnard (1938) y Kreps (1940) dicha responsabilidad no debía implicar, necesariamente, grandes retornos sobre la inversión.

El gobierno corporativo ha evolucionado y ello lo demuestran los diversos estudios e informes que se realizaron. En 1992, el Informe Cadbury buscó reforzar los valores éticos; y en 1995, el Informe Greenbury centró su análisis en la compensación de los administradores. Tres años más tarde, en 1998, se estableció: el Código Olivencia, con las 23 recomendaciones relacionadas al tema de los Consejos; el Informe Hampel que permitió refrescar algunos conceptos; y el Supercode que fue una recopilación de los tres informes previos.

En el año 1999, se desarrollaron los Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). En el 2002 y 2003 se establecieron la Ley Sarbanes-Oxley (SOX) y el Informe Winter; y el Combined Code y el Informe Aldama. En el año 2004, se dieron los Principios sobre Gobierno Corporativo en América Latina y los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo, este último revisado nuevamente un año más tarde.

Finalmente, en el 2006 se presentó el Código Unificado para empresas que cotizan, exclusivamente, en el mercado español. Todos estos estudios impulsaron y promovieron que los diversos países hagan suya la filosofía y la prácticas de buen gobierno corporativo. (Serna, Suárez y Restrepo, 2007). Ver Figura 9.

El gobierno corporativo está determinado por tres modelos diferentes: (a) el modelo angloamericano, (b) el modelo japonés y c) el modelo alemán. (Garde, 2012).

El modelo angloamericano establecía una estructura jurídica muy parecida al sistema jurídico actual, en la cual los órganos de gobierno eran designados por la junta de propietarios (accionistas) y la junta directiva (directores). Su complemento, el modelo norteamericano se inició con la creación de la Bolsa de Valores de Nueva York, donde las empresas dirigidas por sus propios dueños prosperaban por la reinversión continua de sus utilidades; mientras que las empresas capitalistas por los bancos, quienes se adueñaron de parte del capital social que manejaban estas empresas, razón por la cual, se estableció una separación entre

accionistas y administradores, donde los accionistas minoritarios con derecho a voto determinaban los objetivos empresariales que la administración debía cumplir. (Garde, 2012).

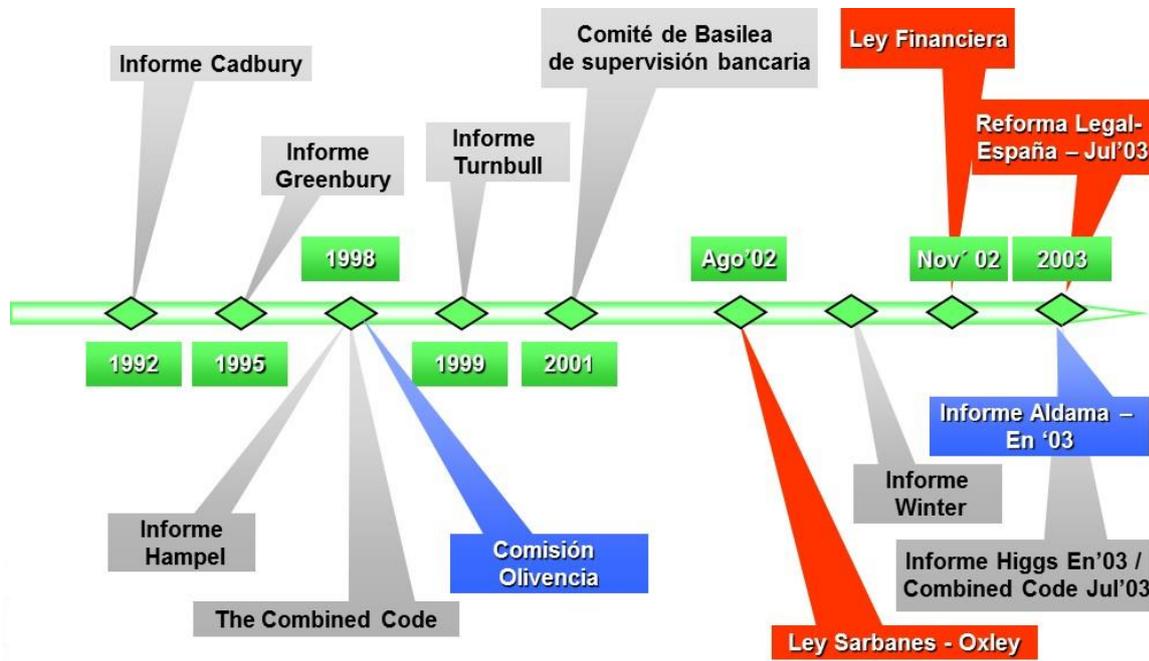


Figura 9. Evolución del gobierno corporativo. Tomado de Serna, Suárez y Restrepo (2007)

El modelo japonés establecía una estructura organizacional basada en el “zaibatsu” es decir una interrelación de grandes corporaciones monopólicas e instituciones bancarias, las cuales abastecían de dinero para el crecimiento económico conjunto. Años más tarde, este modelo cambio al “keiretsu” y todos funcionaban alrededor de un banco principal. Mientras que el modelo alemán se caracterizó porque donde todas las empresas se encontraban interrelacionadas a un banco principal, el cual proporcionaba fondos al grupo empresarial y se aseguraba el retorno del dinero prestado mediante pagos. En el tiempo este modelo se afinó con la propiedad cruzada de acciones y la junta directiva. (Garde, 2012).

Así mismo, el gobierno corporativo estuvo muy relacionado con dos conceptos parecidos pero diferentes: la propiedad y el control, los cuales forman parte de la Teoría de Agencia. La Teoría de Agencia (TA), también conocida como Teoría Agente-Principal o Enfoque de Contratos tuvo como precursores a Jensen y Meckling en 1976. Este enfoque

muestra la relación de dos actores: el Principal, quien es el dueño de la compañía; y el Agente, quien es asignado por el dueño para administrar o gerenciar la compañía. No obstante, en esta relación llegan a producirse desavenencias en cuanto a información, motivación y riesgo. (Ganga, Quiroz y Maluk, 2015). Ver. Figura 10.

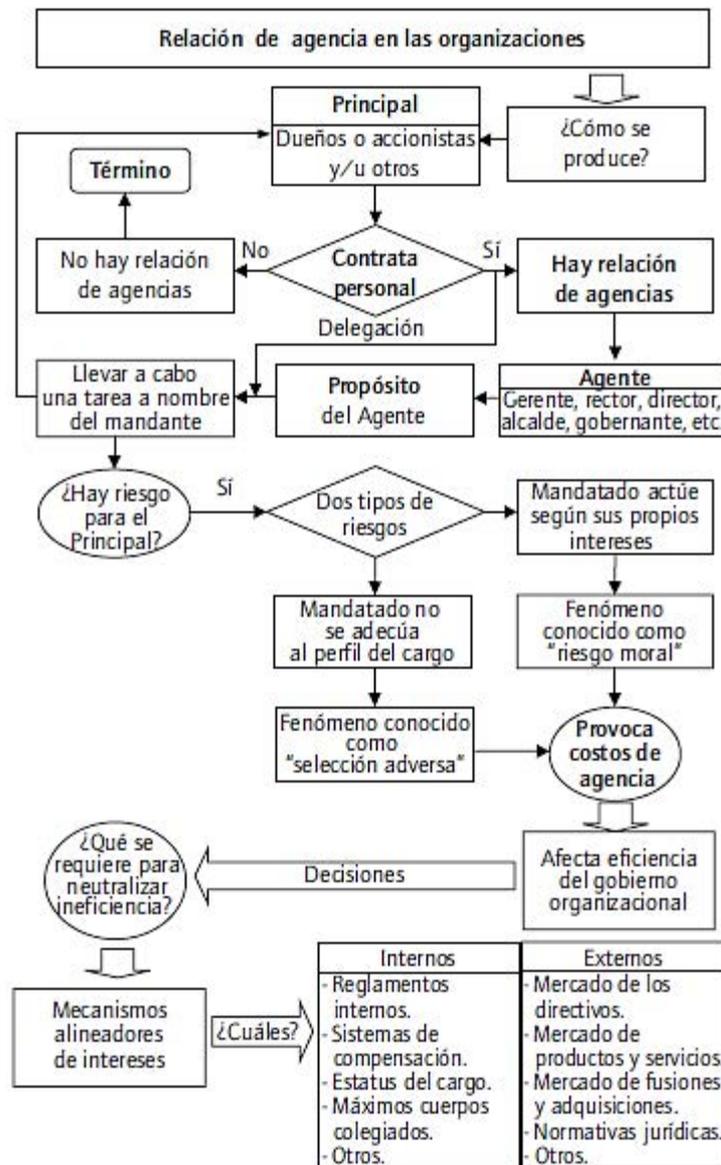


Figura 10. Teoría de agencia. Tomado de Ganga, Quiroz y Maluk, (2015).

2.2.2 Definición de gobierno corporativo

Según Tirole (2001), el gobierno corporativo se refiere a la defensa de los intereses de los accionistas de una empresa; la cual surge como respuesta a los problemas de agencia.

Según la teoría de agencia planteada por Ross (1973), los intereses entre el principal (accionistas) y el agente (directivo) pueden ser contrapuestos y para evitarlo es necesario ejercer control sobre el agente.

John y Senbet (1998), se refirieron al gobierno corporativo como los mecanismos que permiten a los grupos de interés de una organización ejercer control sobre la información privilegiada, de tal forma que sus intereses se encuentren protegidos. Además, Hambrick, Werder y Zajac (2008), agregaron que el gobierno corporativo se encarga de gestionar las comunicaciones entre los Stakeholders, teniendo en cuenta su cultura y la regulación del entorno. Adicionalmente, Lefort (2003) indicó que el gobierno corporativo debe garantizar que cada uno de los Stakeholders reciba lo que es justo. En resumen, el buen gobierno corporativo ayuda a mejorar a las organizaciones entre otros asuntos: al sistema de toma de decisiones, la estructura de capital, los mecanismos de compensación a los directivos y los sistemas de monitoreo.

El código de Buen Gobierno Corporativo: Según Ștefănescu (2014), el código de buen gobierno es un documento desarrollado por la organización en favor de los accionistas, y ésta incluye un conjunto de principios para el fortalecimiento del gobierno corporativo. Este documento contiene temas como la divulgación de la información en varios aspectos para propiciar la transparencia y de esta manera garantizar la estabilidad económica. Millar (2014) indicó que el código de buen gobierno debe encajar con la organización y debe corresponder con la cultura y la ética de la sociedad. Esto permitirá a la organización tomar acciones adecuadas y mejorar sus operaciones.

Respecto de los Principios de Buen Gobierno Corporativo, Corporate Governance Report An International Review (1999), publicó un conjunto de principios a incluirse en los códigos de buen gobierno. Estos principios, establecen la relación con los directores, su remuneración, las relaciones con los accionistas y la rendición de cuentas y auditoría. Así

también, el Banco de Desarrollo de América Latina (2013), publicó un conjunto de lineamientos para apoyar a las organizaciones a crear una cultura de buen gobierno corporativo. Y a partir de ellos, desarrollar un conjunto de prácticas idóneas para cada organización, que les permita mejorar su eficiencia.

Buenas prácticas de gobierno corporativo: Según García (2003), son aquellas prácticas que permiten al gobierno de la empresa defender los intereses de los accionistas, por el bienestar de la empresa, en concordancia con su cultura, ética y estatutos.

2.2.3 Características de gobierno corporativo

Antigüedad de la empresa, Owusu-Ansah (1998) señaló que la edad de la empresa incide en el nivel de transparencia de la empresa porque de alguna manera representa su etapa desarrollo y crecimiento. Las empresas jóvenes tienden a divulgar menos información en comparación con las empresas maduras porque una mayor transparencia de información puede afectar la ventaja competitiva de la empresa; porque el costo y la destreza de procesamiento y divulgación de la información es mayor; y porque carecen de un historial de información. Dado el sector agroindustrial, el mínimo tiempo de operación para organizarse es de 10 años.

Ventas de la empresa, altos niveles de endeudamiento son generados por rentabilidades negativas en el activo producto de menor cantidad de ventas. En tal sentido, cuanto menor es el nivel de ventas mayor es el endeudamiento en unas empresas. Xiao, Yang y Chow (2004) señalaron que, generalmente, las empresas con mayores niveles de deuda se encuentran en mayor vigilancia por parte de los acreedores y justamente por dicha razón se esfuerzan por generar mayores niveles de información corporativa. Por lo tanto, se espera una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de la empresa y el nivel de transparencia de información en el gobierno corporativo. (Samaha, Dahawy, Hussainey y Stapleton, 2012). Por otra parte, el incremento de las ventas debe ser positivo y mayor igual al crecimiento del

PBI anual. Según PQS (2016), el PBI es un indicador que ayuda a medir el crecimiento de la producción de las empresas de cada país dentro de su territorio, pues es un indicador que refleja la competitividad de las empresas.

El tamaño de la empresa, repercute positivamente en el nivel de información divulgada por las empresas en los informes anuales. (Donnelly y Mulcahy, 2008). Es así que las empresas de mayor tamaño son más proclives a divulgar información más completa y de esa manera reducir las presiones del gobierno y organismos regulatorios. (Watts y Zimmerman, 1986).

La junta general de accionistas (JGA), es el nexo principal que existe entre el consejo de administración y los accionistas de una empresa, es decir que llega a ser el órgano representativo de los accionistas dentro del marco de una sociedad anónima dentro del cual todos ellos expresan sus voluntades sociales. En lo que efectivamente la junta general de accionistas es un órgano de control y deliberativo siendo el órgano supremo que tiene una máxima posición jerárquica en tanto que posee la potestad de dotar de estatutos a la personería jurídica. (Ricart, Álvarez y Gifra, 2005). Se recomienda que en la JGA, no esté permitido que uno de ellos ocupe los cargos de la Junta del Directorio o cualquier otro cargo de los Altos Ejecutivos dentro de la empresa, al mismo tiempo. (Coskun y Sayilir, 2012).

Para controlar la falta de alineación de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, los reguladores imponen el deber mandatario y recomiendan la igualdad de trato entre todos los accionistas. La concentración de la propiedad requiere de alto niveles de compromiso a largo plazo. Weiss y Hilger (2012) indicaron que el término concentración de la propiedad se refiere a la distribución de los derechos de propiedad de una empresa entre las diferentes partes o dueños de una empresa. Cabe resaltar que según la Ley General de Sociedades, Artículo 114, por lo menos se debe realizar una reunión al año de la JGA.

Rotación de trabajadores, según los artículos 178 y 179 de la Ley General del Trabajo se considera positiva la rotación de trabajadores cuando se da un incremento de personal y negativa en el caso contrario. Los grupos sindicales saben que si la reducción de personal es mayor al 10% del total de trabajadores, aquel procedimiento es catalogado como despido colectivo, razón que en definitiva afecta la buena relación entre los sindicatos, accionistas y demás Stakeholders pertenecientes a tales gremios. En ese sentido, Lizcano (2006) manifestó que todo gobierno corporativo que reconozca como objetivo la generación de valor para los accionistas, puede calificarse como bueno si alcanza dicho objetivo socialmente responsable, a partir del buen uso del Código de Buen Gobierno Corporativo vigente en cada país; siempre y cuando este contenga entre sus estatutos, recomendaciones orientadas a conseguir tal fin.

El directorio, también denominado Junta Directiva o Consejo de Administración, debe jugar un papel preponderante para diluir cualquier interferencia que pueda alejar a las compañías del ejercicio de un buen gobierno corporativo y ser capaz de funcionar con habilidad e integridad incuestionable. Para este propósito, es indispensable una buena estructura conformada por funciones bien establecidas, sólida cultura e información y recursos apropiados. Además, se deben crear espacios de confianza, transparencia, rendición de cuentas y equilibrio en las fuerzas de poder. (Flores y Rozas, 2008)

Por ejemplo, el Código de Gobierno Corporativo de Jordania indica que para mejorar el rendimiento de las empresas, la JGA debe exigir un balance entre los ejecutivos y directores no ejecutivos en la Junta de Directores, con el fin de garantizar que la toma de decisiones no está dominada por un grupo particular. (Jordan Securities Commission, 2008).

Así mismo, el CEO puede influir en el ejercicio de los derechos de control de toma de decisiones de la junta, contener presidencias en la Junta del Directorio y fijar el orden del día de la junta. (Brickley, Coles y Jarrell, 1997). Incluso, dada su afiliación con la empresa y

relaciones personales con el Director General, el CEO es más propenso a ceder ante las propuestas del Director General. (Jensen, 1993).

Los directores generales de larga permanencia han construido una estrecha relación con los miembros de la JGA, es así que gozan de cierto poder en el proceso de toma de decisiones internas. Incluso al existir relación entre la Junta de Directores y el CEO, la junta pierde independencia y control. (Hermalin y Weisbach, 1998).

Muchos accionistas han abogado por la separación del cargo del CEO y Presidente del Consejo de Administración. La consolidación de la posición de CEO y Presidente de la Junta en una sola persona es demasiado costosa, sobretodo porque la concentración de la gestión de decisiones y control de decisiones recae en un solo individuo y se reduce el mecanismo de control y monitoreo. (Fama y Jensen, 1983).

Por otra parte, en un estudio sobre el buen gobierno corporativo en las sociedades cooperativas españolas, Puentes, Velasco y Vilar (2009) establecieron que dentro de las principales recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno del 2006, el tamaño del directorio no debería ser inferior a cinco ni superior a quince miembros, los directores independientes deberían representar al menos un tercio del total de directores; así mismo, los consejeros independientes no deben de permanecer como tales, durante un periodo continuado superior a 12 años.

Independencia del consejo de administración, Ho y Wong (2001) identificaron que la proporción de consejeros independientes incide en el nivel de transparencia corporativa; ya que los consejeros independientes son más propensos a divulgar información sobre el gobierno corporativo. (Bujaki y McConmy, 2002). Sánchez y García-Meca (2007) determinaron que la independencia del Consejo de Administración aumenta la rentabilidad, porque la función primaria del Consejo de Administración descansa en vigilar la dirección de la empresa y si el Consejo es independiente de esta función, esta vigilancia será débil.

Tamaño del consejo de administración, Jensen (1993) señaló que el incremento del tamaño del Consejo de Administración puede perjudicar el valor de la compañía, ya que reduce la habilidad del CA para comunicar, coordinar y vigilar. En tal sentido, al aumentar el tamaño del CA disminuye la rentabilidad de la empresa. Además, Goodstein, Gautman y Boeker (1994) sugirieron que el tamaño del Consejo de Administración puede tener un efecto negativo, ya que a mayor tamaño existirá menos motivación para participar en la toma de decisiones estratégicas.

Sin embargo, el Consejo de Administración desempeña un papel crucial en la supervisión de gerencia y en el proceso de toma de decisiones estratégicas. Así mismo, a mayor tamaño tiende a incrementar la diversidad y experiencia en temas de reporte financiero y corporativo (Laksmana, 2008). Incluso, Anderson, Mansi y Reeb (2004) establecieron que existe una relación positiva entre el tamaño del Consejo de Administración y la calidad de la información corporativa.

Reuniones del consejo de administración, la implementación y control de un buen gobierno corporativo requiere que el Consejo de Administración se reúna periódicamente para discutir cualquier asunto relacionado con la empresa. Según la Firma de Auditores JCGC, el número de reuniones del Consejo de Administración, al año, no debe ser inferior a seis. La cantidad de reuniones, es un tema muy importante; sobre todo cuando estudios previos han demostrado la relación que existe entre el número de reuniones del Directorio y su impacto en el rendimiento de la empresa. (Shenghui, Junarsin y Davidson, 2013).

La diversidad de género en el consejo de administración, podría mejorar la calidad de los debates internos e incrementar su capacidad para supervisar el proceso de divulgación de información. A mayor diversidad de género en el CA, mayor calidad de comunicación y de deliberaciones (McInerney-Lacombe, Bilimoria y Salipante, 2008). Específicamente, en el caso de las mujeres en el CA, su participación crea un mayor control sobre la gerencia e

incremento de la transparencia en los comités de auditoría y las Prácticas de buen gobierno corporativo. (Hillman, Shropshire y Cannella, 2007).

Directorio y la alta gerencia, el Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo recomienda que la designación de la Junta de Directores o Directorio debe ser realizada por un Comité de Nominación; y una vez asignado dicha Junta, los Directores deben someterse a un programa de orientación y educación. Así mismo, recomiendan que el cargo del Director y Ejecutivo de Alta Gerencia no debe ser asumido por la misma persona; con el propósito de asegurar el equilibrio de poder y autoridad. (Desoky y Mousa, 2012)

Dualidad entre el presidente del consejo de administración y el director general (CEO), muchos accionistas han abogado por la separación del cargo de Presidente del Consejo de Administración y Director General. La consolidación de la posición de CEO y Presidente del Consejo de Administración y Directorio, en una sola persona, es demasiado costosa; sobre todo porque la concentración y control de las decisiones recae en un solo individuo y se reduce el mecanismo de control y monitoreo. (Fama y Jensen, 1983). Incluso, dada su doble afiliación con la empresa, el CEO es más propenso a ceder ante las propuestas de los Accionistas. (Jensen, 1993).

Haniffa y Cooke (2002) señalaron que la separación entre ambas posiciones ayudaría a mejorar la supervisión y a reducir las ventajas obtenidas por la retención de información. Gran parte de la literatura ha evidenciado una asociación negativa entre dualidad del CEO y la divulgación de información voluntaria. (Laksmna, 2008). Razón por la cual, también la Teoría de la Agencia sostiene que la dualidad del CEO podría afectar el control efectivo ejercido por el Consejo de Administración (Samaha, Dahawy, Hussainey y Stapleton, 2012).

Informe de auditoría, García-Ayuso, Ruíz y Zamora (2003) determinaron que una forma de controlar la calidad de información que se publica de una compañía, lo representa el informe de auditoría. Tanto la auditoría interna como externa forman parte de uno de los

cinco pilares de gobierno corporativo. Particularmente, el papel fundamental que se le atribuye a la auditoría interna dentro de las prácticas de buen gobierno es el de supervisora de la fiabilidad de la información financiera. En tal sentido, la calidad de auditoría interna que se realice sobre una empresa dependerá la calidad de información financiera que se proporcione a los auditores externos. (Gras, Marín y García, 2015).

Transparencia de información, junto a la mejora del gobierno corporativo y el nivel del Consejo de Administración, es necesaria una revelación de información más efectiva a los accionistas sobre las prácticas del gobierno y los asuntos financieros. (Saavedra, 2004). Por ejemplo, en España con el objetivo de la transparencia de la información de las empresas, se han publicado diversos Códigos de Buen Gobierno Corporativo, con especial incidencia en la importancia del Consejo de Administración para la creación de valor o rentabilidad. (Pucheta, 2015).

2.2.4 Principios de gobierno corporativo según la OCDE

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, 2004) estableció los Principios del Gobierno Corporativo. El primer principio correspondía a garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo. El segundo principio se centró en los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad. El tercer principio planteaba el tratamiento equitativo de los accionistas. El cuarto principio marcó el papel de las partes interesadas en el gobierno corporativo. El quinto principio se concentró en la revelación de datos y transparencia. Y finalmente, el último principio relacionado a las responsabilidades del Consejo. La OCDE, en su artículo en inglés “OECD Principles of Corporate Governance” del 2004 señaló que el propósito de la creación de los Principios del Gobierno Corporativo fue ayudar a las organizaciones de toda índole en alcanzar competitividad. Ver Figura 11.



Figura 11. Principios del Gobierno Corporativo. Tomado de García (2009)

Del Brio, Maia-Ramires y Perote (2006) establecieron que la implementación de los Principios de Buen Gobierno Corporativo repercute positivamente en la valoración de las empresas españolas. Así como, en las utilidades de las empresas mexicanas. (Machuga y Teitel, 2007). Los Principios de Buen Gobierno Corporativo buscan mejorar el funcionamiento interno y externo de las empresas, demandando eficiencia, transparencia y responsabilidad ante la sociedad. (Serna et al., 2007). No obstante, su implementación fue muy débil y el gobierno de cada país debía responder a esta debilidad. (Banco de Desarrollo de América Latina, 2013).

Millar (2014) señaló que los Principios de Buen Gobierno Corporativo buscan alinear el modelo de negocio de la empresa con la cultura y las exigencias éticas de la sociedad, de esa manera la organización desarrollarían un curso de acción de mejora continua. Méndez y Rivera (2015) determinaron que los Principios de Buen gobierno Corporativo presentan los procedimientos que deben aplicarse en una organización para fortalecerla y hacer que la información sea más clara y asequible para demostrar estabilidad en el mercado. Ver Figura 12.



Figura 12. Gobernabilidad corporativa. Tomado de García (2009)

2.2.5 Principios de Gobierno Corporativo en el Perú

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV, 2002) señaló que en el Perú, los Principios de Buen Gobierno Corporativo aparecieron en el año 2002, con la intención que las empresas peruanas alcancen niveles internacionales y ofrezcan mayor confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros. Por tal motivo, se conformó un comité de alto nivel, compuesto por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) y entidades públicas como la Bolsa de Valores de Lima (BVL), el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), la Asociación de Bancos (ASBANC) y la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas (CONFIEP); quienes llegaron a un consenso y presentaron el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. Estos principios constituyen una pauta de promoción de buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas peruanas y un marco de referencia para que los diferentes grupos de interés puedan calcular el grado de lealtad de las empresas peruanas a dichos principios.

Diez años después de su presentación, dado la crisis internacional y su impacto en la transparencia de información de sociedades, se creó un comité para actualizar dichos principios. Este comité se denominó Comité de Actualización de Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, compuesto por 14 instituciones del mercado de valores del Perú y gremios de empresarios del país, cuyo objetivo fue presentar una estructura mucho más renovada de los principios y ajustados a las carestías y particularidades del mercado de valores del Perú. (Superintendencia de Mercado de Valores, 2013).

Los Principios de Buen Gobierno Corporativo para la Empresas Peruanas son 31 principios, agrupados en cinco grandes pilares (ver Tabla 5). El primer pilar está determinado por los Derechos de los Accionistas, el cual agrupa siete principios: Paridad de trato, participación de los accionistas, no dilución en la participación en el capital social, información y comunicación a los accionistas, participación en dividendos de la sociedad, cambio o toma de control y arbitraje para solución de controversias. El segundo pilar está determinado por la Junta general de accionistas, el cual también agrupa siete principios y estos son: Función y competencia, reglamento de Junta General de Accionistas, mecanismos de convocatoria, propuestas de puntos de agenda, procedimientos para el ejercicio del voto, delegación de voto y seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas.

El tercer pilar hace referencia al Directorio y la Alta Gerencia y sus principios son: Confrontación del Directorio, funciones del Directorio, deberes y derechos de los miembros del Directorio, reglamento de Directorio, directores independientes, operatividad del directorio, comités especiales, código de ética y conflictos de interés, operaciones con partes vinculadas y funciones de la Alta Gerencia. El cuarto pilar es el de Riesgo y Cumplimiento, compuesto sólo por tres principios: entorno del sistema de gestión de riesgos, auditoría interna y externa. Finalmente, el quinto pilar, para muchos de mayor importancia, es el de Transparencia de la información, cuyos principios son: Política de información, estados

financieros y memoria anual, información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas e informe de gobierno corporativo.

Asimismo, como complemento posee principios para Empresas de Propiedad del Estado (EPE) y para Sociedades Familiares. Cabe precisar que si bien el Código no toma en cuenta el tema de responsabilidad social con los Stakeholders, esto no implica que no lo considere importante.

El Perú no ha sido la excepción con respecto al desarrollo del buen gobierno corporativo en las empresas. Si bien ha avanzado en su implementación, aún se necesita sensibilizar a las empresas peruanas acerca de la importancia y ventajas de competitividad que el gobierno corporativo proporciona. Es por ello, que el Banco de Desarrollo de América Latina y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) pusieron en marcha un proyecto denominado “Gobierno Corporativo para Empresas del Mercado Peruano”, con el objetivo de promocionar el gobierno corporativo en el Perú y que las medianas empresas puedan tener acceso al mercado de valores. (Diviso Grupo Financiero, 2014).

2.3 Generación de Valor Financiero

2.3.1 Definición de valor financiero

La rentabilidad en una empresa se estima usualmente con el cálculo del Valor Actual Neto (VAN) y la Tasa Interna de Retorno (TIR), dichos indicadores han sido los esquemas que se usan comúnmente y que se calculan a partir de la información obtenida en los flujos de caja de los inversionistas. Sin embargo, no son los únicos indicadores de valor financiero que tienen las empresas, sino que existen otros como el ratio de la utilidad operativa sobre los activos (ROA) y el ratio sobre la utilidad neta sobre el patrimonio (ROE); dichos indicadores miden el retorno económico y financiero.

2.3.2 Definición de generación de valor financiero

El potencial de creación de valor, es la capacidad de crear valores compartidos que trascienda en el tiempo para sus accionistas, sus consumidores, su gente (directores, trabajadores, proveedores, etc.) y la comunidad (Brealey y Stewart, 1996). Brealey, Stewart y Marcus (2003) refirieron que el valor financiero está compuesto por los fondos netos obtenidos por los accionistas, por encima de todos los costos en que se hayan incurrido (pueden ser operativos o financieros).

Según Van y Wachowicz (2010) frecuentemente la generación de valor financiero se presenta como la maximización de la ganancia, lo cual se puede alcanzar de diversas formas como emitiendo acciones y usando los fondos para invertir en bonos del tesoro. Más aún, maximizar las utilidades por acción en un tiempo limitado con frecuencia se considera una versión mejorada para maximizar la ganancia. Es decir, el factor tiempo influenciará en las decisiones, pues habrá inversiones que producirán rendimientos mayores de S/. 100,000 después de cinco años y habrá proyectos que darán rendimientos menores de S/. 15,000 anuales dentro de los cinco años. Los accionistas tomarán decisiones de acuerdo al valor financiero generado en cada uno de sus inversiones.



Figura 13. Generación de valor financiero. Tomado de “Principios de Finanzas Corporativas”, por R. Brealey, y C. Stewart, C., 1996.

Tabla 5. Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas

Pilar	Descripción
Pilar I: Derecho De Los Accionistas	
Principio 1: Paridad de trato	Trato igualitario a los accionistas, lo que en ningún caso supone la entrega de información privilegiada a un grupo en detrimento del resto.
Principio 2: Participación de los accionistas	Los accionistas, tienen derecho a participar y votar en las diversas reuniones de la JGA.
Principio 3: No dilución en la participación en el capital social	Las propuestas del Directorio referidas a operaciones que puedan afectar el derecho de no dilución de los accionistas, son explicadas previamente en un informe detallado, los cuales son puestos a disposición de los accionistas oportunamente.
Principio 4: Información y comunicación a los accionistas	Los accionistas tienen derecho a recibir y requerir información veraz, incluyendo mecanismos para expresar su opinión sobre el desarrollo de la sociedad. La sociedad determina los responsables y medios.
Principio 5: Participación en dividendos de la sociedad	La sociedad cuenta con una política de dividendos que establece los criterios de distribución de utilidades.
Principio 6: Cambio o toma de control	La sociedad mantiene políticas de no adopción de mecanismos anti-absorción.
Principio 7: Arbitraje para solución de controversias	El estatuto de la sociedad incluye un convenio arbitral que reconoce que se somete a arbitraje de derecho ante cualquier disputa.
Pilar II: Junta General De Accionistas	
Principio 8: Función y competencia	La JGA es el órgano soberano y supremo de la sociedad. Son funciones exclusivas de la JGA la aprobación de la política de retribución del Directorio, de los estados financieros y del nombramiento de los miembros del Directorio.
Principio 9: Reglamento de Junta General de Accionistas	Las condiciones y procedimientos relacionados con la participación y el ejercicio de los derechos de los accionistas y los procedimientos para el nombramiento de los miembros del Directorio.
Principio 10: Mecanismos de convocatoria	La sociedad establece mecanismos de convocatoria que permiten establecer contacto con los accionistas, como: comunicados o avisos públicos, correos electrónicos, página web corporativa y, comunicaciones individualizadas.
Principio 11: Propuestas de puntos de agenda	Los accionistas ejercen el derecho de formular propuestas de puntos de agenda a discutir en la JGA, dichas propuestas deben ser claras y precisas.
Principio 12: Procedimientos para el ejercicio del voto	La sociedad tiene habilitados los mecanismos que permiten al accionista el ejercicio del voto a distancia por medios seguros, electrónicos o postales; incluso pueden votar separadamente aquellos asuntos que sean independientes.
Principio 13: Delegación de voto	La sociedad no limita el derecho del accionista a delegar su voto. La sociedad establece límites para la delegación de votos cuando se trata de miembros del Directorio o de la Alta Gerencia.
Principio 14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas	La sociedad, realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA y emite reportes periódicos al Directorio.
Pilar III: El Directorio Y La Alta Gerencia	
Principio 15: Conformación del Directorio	Directorio compuesto por un número de miembros que sea suficiente con diferentes especialidades y competencias, con prestigio, ética e independencia económica. El número de directores depende de la empresa y evita la designación de directores suplentes o alternos.
Principio 16: Funciones del Directorio	El Directorio tiene como función aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad; controlar y supervisar las prácticas de buen gobierno corporativo y establecer las políticas para su mejor aplicación.
Principio 17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio	Los directores deben llevar a cabo sus labores actuando siempre con lealtad hacia la sociedad. Los miembros del Directorio tienen derecho a solicitar apoyo de expertos, a participar en programas de inducción, a ser informados oportunamente, y percibir una retribución.
Principio 18: Reglamento de Directorio	Este contiene las políticas y procedimientos para su funcionamiento, y estructura organizada.
Principio 19: Directores independientes	El Directorio, promueve que al menos un tercio del Directorio esté constituido por directores independientes.
Principio 20: Operatividad del Directorio	El Directorio cuenta con un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones. El Directorio evalúa regularmente, al menos una vez al año, su desempeño.
Principio 21: Comités especiales	El Directorio de la sociedad conforma, comités especiales que se enfocan en el análisis de los aspectos más relevantes para el desempeño de la sociedad, su número depende de la dimensión de la sociedad y la naturaleza de sus negocios.
Principio 22: Código de Ética y conflictos de interés	La sociedad cuenta con un Código de Ética que es exigible a sus directores, gerentes, funcionarios y demás colaboradores.
Principio 23: Operaciones con partes vinculadas	El Directorio establece políticas y procedimientos para la valoración, aprobación y revelación de operaciones entre la sociedad y partes vinculadas, incluyendo operaciones intragrupo.
Principio 24: Funciones de la Alta Gerencia	Las designaciones para los cargos de Gerente General y Presidente de Directorio recaen en diferentes personas. La Gerencia General es responsable del sistema de gestión de riesgos y de entregar la información oportuna al Directorio.
Pilar IV: Riesgo Y Cumplimiento	
Principio 25: Entorno del sistema de gestión de riesgos	El Directorio aprueba una política de gestión integral de riesgos de acuerdo con el tamaño y complejidad de la sociedad.
Principio 26: Auditoría interna	El auditor interno se encarga de evaluar permanentemente toda la información financiera generada o registrada de la empresa.
Principio 27: Auditores externos	El auditor externo financiero realiza evaluaciones del sistema de control interno y es la JGA quien designa el auditor independiente.
Pilar V: Transparencia de la Información	
Principio 28: Política de información	Una política de información para los accionistas, inversionistas, grupos de interés y el mercado en general.
Principio 29: Estados financieros y memoria anual	La sociedad elabora sus estados financieros ciñéndose a las NIIF, que emita el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad.
Principio 30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas	Elaboración de la Memoria Anual con información del desempeño financiero, acontecimientos significativos y partes vinculadas.
Principio 31: Informe de gobierno corporativo	La sociedad divulga los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo en un informe anual.

2.3.3 Indicadores de valor financiero

ROA (Return on assets), en inglés **Return on Assets**, es la rentabilidad sobre el total activo promedio de una entidad. Se calcula dividiendo la utilidad neta entre el total correspondiente a los activos promedio.

$$ROA = \frac{\text{Utilidad del ejercicio}}{\text{Activos Totales Medios}}$$

La contabilidad actualmente valoriza los activos de una empresa usando su precio original, descontando la depreciación y reajustando por el IPC. Luego, una elevada rentabilidad de los activos no implica que se pueda comprar los mismos activos hoy y obtener una rentabilidad similar. Lo mismo ocurre a la inversa, es decir, si la rentabilidad calculada es baja (Brealey & Stewart, 1996).

ROE (Return on equity), en inglés **Return on Equity**, es la rentabilidad sobre recursos propios. Mide lo que gana la empresa por cada unidad monetaria invertida en fondos propios. Se calcula dividiendo la utilidad neta entre el patrimonio. Esta medida indica la rentabilidad que obtienen los accionistas:

$$ROE = \frac{\text{Utilidad del ejercicio}}{\text{Patrimonio Promedio}}$$

Q de Tobin, el economista James Tobin propone este indicador en 1969 se calcula dividiendo el valor de mercado de los activos de la empresa entre el costo de reposición estimado. El valor de mercado de los activos lo forman: el valor de mercado de las acciones más todos los títulos de deuda emitidos por la empresa. El denominador de esta relación, ósea el costo de reposición estimado incluye todos los activos de la empresa calculados a valor de reposición.

$$q = (\text{Valor de Mercado de las Acciones} + \text{Deuda}) / \text{Coste de Reposición}$$

Como se puede apreciar, en el numerador se recoge el valor en función de las expectativas del mercado, mientras que en el denominador se incluye el coste que tendría crear una empresa con el mismo equipamiento. Este ratio sustituye el valor contable de la empresa, por un coste que equivale al desembolso monetario necesario para adquirir la misma capacidad productiva de la empresa con la tecnología más reciente.

Cuando el ratio "q" de la empresa es superior a la unidad muestra que las rentas que generan los activos productivos actualmente son superiores a un empleo alternativo medio, es decir, superior a su coste de oportunidad. En caso de ser inferior a la unidad es porque las expectativas de rentas son inferiores a su coste de oportunidad.

En el modelo "**Q**" de Tobin se evalúa cuánto costaría reponer o reemplazar todos los activos que una firma tiene hoy. Algunos analistas creen que el valor de mercado de la firma no puede distanciarse mucho más por encima de su costo de reposición o reemplazo porque, si esto ocurriera, los competidores tenderían a replicar la firma. La presión competitiva de otras empresas similares para entrar al mismo negocio o industria empujaría a la baja el valor de mercado de todas las empresas que ya operan hasta igualarse con el costo de reemplazo. Este indicador es la denominada "Q de Tobin" y se calcula a través del múltiplo *Enterprise-Value / Replacement Cost* (EV/Costo de Reemplazo), que debería tener un valor de 1 a largo plazo. (Brealey & Stewart, 1996)

Índice de Lucratividad (IL), se refiere a toda aquella actividad o emprendimiento por el cual se comercializa y fabrica productos o se brinda servicios mediante el cual se busca o planea un beneficio o una ganancia individual. Por esta razón se considera que cualquier empresa privada que funcione dentro de un modelo capitalista siempre tiene una intención lucrativa. Permite cuantificar el retorno de una inversión efectuada en acciones de una empresa, en un período dado. Este retorno considera la fluctuación del precio o cotización durante el período (ganancia o pérdida de capital) y los beneficios distribuidos, sean en

efectivo o en acciones libres de pago. Es un indicador que permite medir diariamente el rendimiento de la inversión en un título accionario determinado, sobre la base de la cotización vigente al cierre del año inmediato anterior, o el de apertura en el siguiente año si no ha tenido cotización en el año anterior (Ross, Westerfield & Jordan, 2000). Este índice permite conocer la rentabilidad de un valor con respecto a un periodo determinado y se puede obtener con la siguiente formula:

$$IL = \frac{\text{Valor de mercado de la acción}}{\text{Valor inicial de la acción}}$$

Del cual resulta un rendimiento determinado en un periodo dado.

EVA (Earned Value Added), trata de medir el valor que agrega un proyecto a la empresa o el valor que genera la empresa en un determinado periodo, luego de recuperar lo invertido y de haberse realizado la remuneración que deben recibir los que financian a la empresa (intereses) y los que aportan el capital (rendimiento de los accionistas). Joel Stern y Bennet Steward proponen la idea de medir la buena gestión de la gerencia, y en particular del área financiera, por medio del valor económico agregado (Economic Value Added, EVA). Este concepto se representa como el ingreso residual (RI), luego de algunos ajustes. Los principales objetivos del EVA son:

El objetivo financiero primario de cualquier negocio, es el maximizar las riquezas de sus accionistas. Según Rappaport (2006): “La teoría de la economía de mercados se basa en que los individuos buscan su propio interés a través de las transacciones de mercado para producir finalmente una asignación eficiente de los recursos.”

El valor económico se calcula restando a las utilidades operacionales el costo financiero por poseer los activos que se utilizaron en la generación de dichas utilidades (costo de capital). Si a todos los ingresos operacionales se le deducen la totalidad de los gastos

operacionales, el valor de los impuestos y el costo de oportunidad del capital, se obtiene el EVA.

Por lo tanto, en esta medida se considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial. En otras palabras, el EVA es el resultado obtenido una vez se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. La fórmula de este indicador que entrega resultados en términos monetarios, es como sigue:

$$EVA = NOPAT - (\text{capital por costo capital})$$

El NOPAT es:

$$NOPAT = \text{Utilidad operativa} * (1 - \text{tax})$$

El capital invertido es, a su vez, equivalente a:

$$\text{Capital} = \text{Activos totales} - \text{Pasivos espontáneos}$$

El costo de capital es el WACC, el costo promedio ponderado de las fuentes de financiamiento (deuda y patrimonio), utilizadas para financiar los activos estructurales del negocio, es decir, aquellos que no son financiados con recursos que no conlleva el pago de intereses por su utilización; nuevamente, mencionaremos a los proveedores, impuestos y salarios por pagar.

Otra manera de encontrar el EVA es a través de la siguiente fórmula:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times \text{Capital invertido}$$

Donde ROIC, es la sigla en inglés de retorno sobre capital invertido (Return On Invested Capital).

2.4 Análisis del Sector Agroindustrial

2.4.1 Sectores productores peruanos

Según el INEI (2016, marzo) la producción nacional mostró un crecimiento de 3.72% en marzo, de 4.42% en el primer trimestre del 2016 y de 3.86% en los meses de abril 2015 a

marzo 2016. Cifras importantes teniendo en cuenta que en los últimos 80 meses se ha evidenciado un crecimiento continuo, habiendo destacado al igual que en años previos, la contribución proveniente de los sectores: Minería e Hidrocarburos, Telecomunicaciones, Comercio, Transporte y Construcción; los cuales en conjunto representaron el 79% de la evolución en el mes de marzo; también se evidenció el crecimiento de otros sectores; sin embargo, hubo una disminución en el crecimiento de los sectores manufactura, pesca y agropecuario; sectores que fueron relevantes para la economía peruana en otros periodos.

Ese crecimiento se sustentó en la evolución positiva de la demanda externa de los que destacaron de entre los tradicionales los siguientes productos: agrícola (café), pesquero (harina de pescado), mineros (cobre, oro) y la mayor demanda por consumo interno. Cabe resaltar, que en tal informe se señaló al sector agropecuario como aquel conformado por los subsectores agrícola y pecuario, simplificación que realizó el INEI por la relación y vinculación entre sus actividades. Sin embargo, como se mostrará en el siguiente acápite, existe una base legal acerca de que el subsector agrícola es en realidad un sector productor independiente en el Perú.

En el mismo informe se señaló que en el subsector agrícola los productos de mayor producción son: caña de azúcar, uvas, mangos, espárragos, papas, cebollas, maíz amiláceo y cacao. En el sub sector pecuario los productos a resaltar provienen de la crianza de aves, vacunos y sus derivados huevos y leche fresca. Por su parte, en el sector minería e hidrocarburos resalta la producción de cobre, oro, zinc plata, plomo, hierro, estaño petróleo y gas.

Así mismo, al revisar la evolución de la actividad productiva en América Latina en los años 2015-2016, es posible evidenciar una reducción, respecto al mes previo, de la producción en países como Brasil, Ecuador y El Salvador; de igual forma, un crecimiento por encima del promedio en América Latina de países como Bolivia, Honduras, Nicaragua,

Costa Rica, Panamá, República Dominicana y Perú, siendo entonces, responsabilidad del gobierno peruano el tener que fortalecer aquellos sectores peruanos con mayor potencial de producción, resaltando de entre todos el sector agroindustrial.

2.4.2 Sector agroindustrial peruano

Muchas instituciones en el país agrupan convenientemente diferentes sectores para efectos prácticos de presentación de información, como lo hace el INEI al denominar sector Agropecuario a la fusión del sector agrícola con el pecuario. De igual forma, el sector agroindustrial en el Perú no es un sector productor reconocido oficialmente como tal, por ser la fusión de dos sectores el agrícola e industrial. A pesar de ello, es muy utilizada esta denominación en muchas investigaciones y documentos oficiales. En el presente trabajo conviene revisar bien su definición para identificar aquellas empresas que la conforman.

El concepto de agroindustria fue introducido en la década de los cincuenta por los profesores de la Universidad de Harvard, Ray Goldberg y Jhon Davis, quienes definieron al sistema de producción de elementos altamente tecnificados y coordinados por el mercado como *Agribusiness*. En ese sentido, Austin y Lauschner (1981) señalaron que hay varios grados de transformación, por lo cual las actividades productivas de elementos altamente tecnificados deberían distinguirse según el grado de transformación de la materia prima.

Malassis (1970) enmarcó el término agroindustria dentro del subconjunto agroalimentario, el cual hacía referencia a las actividades que contribuían a la alimentación de una sociedad dada. En la producción agroalimentaria, el sector agrícola desempeña una actividad primordial (producción de materia prima), sobre la cual se edifica una superestructura industrial y comercial que elabora los productos agrícolas y distribuye las materias primas y los productos agroalimentarios semi terminados y terminados, dejando de manera explícita que el aparato agroindustrial requiere, además, el concurso de otros sectores que le suministran bienes intermedios y equipos. En tal sentido, el sector agroalimentario está

conformado según Malassis por subsectores funcionales (agricultura, industrias alimentarias y agrícolas, la distribución y el sector auxiliar que produce insumos y maquinarias los cuales se caracterizan por sus relaciones de interdependencia y concurrencia.

A mediados de la década del 70, mediante una publicación, la ONU señaló que el sistema de desarrollo agroindustrial implicaba una relación estrecha entre el campo y el consumidor final, pues al elaborar productos alimenticios a menor costo, el productor podría tener mayor margen de ganancia y el consumidor podría tener capacidad para adquirir mayor cantidad de productos. En ese sentido Mayter (1971) señaló que el concepto de agroindustria, implicaba un proceso mínimo de planificación, un alto grado de especialización y una variedad de productos; todos ello, operando dentro de diferentes formas y grados de integración entre los elementos del sistema agroindustrial. Por ello, sugirieron que cada país debería elaborar su propia definición de acuerdo con las prioridades de su desarrollo, las estrategias que desee promover y los antecedentes históricos y sociales coyunturales en una etapa histórica determinada, pudiendo ser amplio o restringido, según el énfasis que se quiera poner en los procesos.

Ya en el entorno Peruano, Parodi y Mathews (1991) señalaron que para fines de los años 80, la actividad agroindustrial en el Perú no se encontraba claramente delimitada, ni en la legislación internacional ni en la interna, esto debido a que se la definió en función de criterios legales (por tipo de actividad o línea productiva), así como por el grado de transformación del producto, pudiendo ir desde solo limpieza hasta la transformación química de los productos; definición actualmente vigente y que claramente diferencia dos grupos de actividades agroindustriales bien definidas como son, las tradicionales y las no tradicionales. Posteriormente, Zapata (2001) definió la agroindustria como una actividad económica que combinaba los procesos productivos agrícolas, con los industriales, para producir materias

primas destinadas a determinado mercado, en un entorno rentable, pudiendo así vincularse con los procesos de comercialización y provisión de insumos.

Desde el ámbito legal, El Artículo 2° del Decreto de Ley N° 25902 de la Ley Orgánica del Ministerio de Agricultura, señaló que “bajo la premisa de mantener una economía de mercado, el Ministerio de Agricultura tiene por finalidad promover el desarrollo sostenido del Sector Agrario”. Complementariamente, el Artículo 3° de la misma ley señaló que “el ámbito del sector Agrario lo comprenden los recursos naturales, la agroindustria, agro exportación, la comercialización de productos e insumos, entre otros”. En ese sentido, el *sector agroindustrial* vendría a ser un sub sector del sector agrario; a pesar de ello, en el presente trabajo se denominará al sub sector agroindustrial como sector agroindustrial.

Respecto a su producción, en la publicación titulada *Oportunidades Comerciales y Tendencias de Mercado en el Sector Agro*, Promperú (2010) señaló que el sector agro, específicamente, el agroindustrial ha sido desde siempre una fuente importante de ingresos y desarrollo para el país. Actualmente, el gobierno peruano tiene acuerdos de libre comercio con cada vez más países a nivel mundial. Contando con un mercado de cuatro mil millones de personas y un PBI de US\$56 billones. En ese sentido el Perú tiene un potencial importante capaz de responder a la demanda del sector, disponiendo de 3,201 millones de hectáreas totales de cultivos sembrados, 1,053 millones de hectáreas de cultivos permanentes y 2,148 millones de hectáreas de cultivos transitorios. En la misma publicación refirió que solo existían 1627 empresas exportadoras en el sector agroindustrial, de las cuales el 52% de las exportaciones fue realizado por 41 empresas, el 39% de las exportaciones 267 empresas y el 9% de las exportaciones 1319 empresas.

Para el año 2010, la distribución de agroexportaciones fue de US\$747 millones (31.4%), cuyo destino principal fueron los países conformantes del North American Free Trade Agreement, US\$753 millones (34.4%) a los mercados de la Unión Europea, US\$382

millones (17%) a Sudamérica, US\$119 (5.4%) millones a Asia y US\$72 millones (3.3%) a otros destinos. Siendo sus principales mercados Estados Unidos (26%), Alemania (10%), Países Bajos (8%), España (7%), Ecuador (4%), otros (45%). Cabe resaltar que entre el 2005 y 2010 hubo una evolución en mercados agro tradicionales de 42% en cantidad de mercados y 10% en cantidad de partidas exportadas; así mismo, en mercados agro no tradicionales de 11% en número de mercados y 22% en cantidad de partidas exportadas.

Complementariamente, en el informe anual *Desarrollo Agroexportador del Perú*, Promperú (2015) dio cuenta del constante crecimiento de las agro exportaciones Peruanas al mundo, destacando que para el 2014 éstas sobrepasaron los US\$1.3 mil millones. En los productos agros tradicionales, el valor FOB fue de US\$ 848 millones y de las no tradicionales fue de US\$4,203 millones, que en conjunto dieron US\$5,051 millones, cifra superior a la registrada en el año 2010 que fue de US\$2,190 y que además deja en evidencia el potencial del sector agroindustrial. Así mismo y al igual que ocurrió en el año 2010, el principal mercado fue el norteamericano y el europeo, aunque en este último los datos englobaron a todos los mercados de ese continente.

La información previa deja entrever el potencial de sector agroindustrial peruano y sobre todo del no tradicional, por significar una alternativa importante de ingreso para el país. Más aún en una coyuntura macroeconómica como la actual, en la que China, principal consumidor mundial de materias prima, está en crisis y el precio de los metales continúa a la baja, afectando así a los países productores de metales, como lo es el Perú, al depender principalmente de la exportación del cobre.

2.5 Análisis de las Empresas

2.5.1 Buen gobierno corporativo en empresas del sector agroindustrial peruano

A la fecha, no existen investigaciones previas acerca del buen gobierno corporativo en empresas pertenecientes al sector agroindustrial peruano. Sin embargo, existen 20 empresas

del sector agroindustrial con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, que a su vez tienen la obligación de difundir públicamente sus prácticas de buen gobierno corporativo y que reportan anualmente su cumplimiento de los principios contenidos en el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, de las cuales solo 10 cumplen con las características de gobierno corporativo definidas en el acápite 2.3.3 y que se listan en la Tabla 6.

2.5.2 Agroindustrial Laredo S. A. A.

Agroindustrial Laredo S. A. A. se encuentra ubicada en la Avenida Trujillo S/N en el Distrito de Laredo, Provincia de Trujillo, Departamento de La Libertad, cuya actividad principal es la producción y comercialización de azúcar y sus derivados como: alcohol, melaza, bagazo y otros; a partir del cultivo e industrialización de la caña de azúcar y la molienda de caña de sembradores; la cual se realiza en los Valles de Santa Catalina, Virú y Chao, área de influencia del Proyecto especial Chavimochic, y en el Valle del Río Chicama, con el fundo Chiclín, en la Provincia de Ascope.

La Compañía fue constituida como Sociedad Anónima el 19 de mayo de 1997, antes Cooperativa Agraria Azucarera Laredo Ltda. Posteriormente, el 30 de abril de 1998, mediante escritura pública, se aumenta el capital y se modifican los estatutos de la Compañía, con la finalidad de adecuar la sociedad a la Nueva Ley General de Sociedades, denominándose Empresa Agroindustrial Laredo S. A. A. En Junta General de Accionistas celebrada el día 31 de marzo del 2014, se acordó el cambio de la razón social por Agroindustrial Laredo S.A.A. Forma parte del grupo empresarial colombiano Manuelita que desarrolla sus actividades en los campos de la Agroindustria y Acuicultura, con operaciones en cuatro países: Colombia, Brasil, Chile y Perú. El grupo se inició hace 150 años con el Ingenio Azucarero Manuelita S.A., hoy una de las más importantes agroindustrias colombianas.

Tabla 6. *Empresas del sector agroindustrial peruano*

Empresas Peruanas del Sector Agroindustrial
Agro Industrial Paramonga S.A.A.
Agroindustrial Laredo S.A.A.
Agroindustrias San Jacinto S.A.A.
Cartavio S.A.A.
Casa Grande S.A.A.
Central Azucarera Chucarapi Pampa Blanca S.A.
Empresa Agrícola San Juan S.A.
Empresa Agrícola Sintuco S.A.
Empresa Agroindustrial cayalti S.A.A.
Empresa Azucarera El Ingenio A.A.

Tabla 7. *Composición accionaria Agroindustrial Laredo S.A.A.*

Accionista	Participación %
Manuelita Internacional S.A.	64.21%
Inversiones Manuelita S.A.	14.57%
Velarde Aspillaga Luis Julio	6.05%
Alberto J. Gambetta Laguerre	2.01%
Interseguros Compañía de Seguros de Vida	1.39%
BBF S.A.	1.06%
Otros Accionistas con menos de 1%	10.71%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 8. *Principales productos y servicios Agroindustrial Laredo S.A.A.*

Producto	Presentación
Azúcar Rubia	50 kg.
Alcohol	varios
Otros productos	varios

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

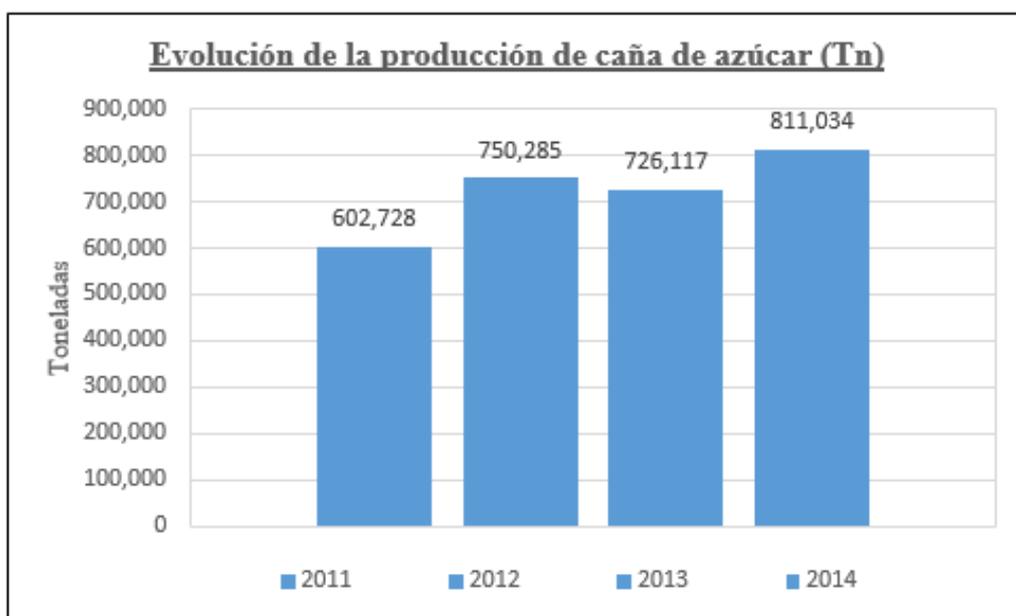


Figura 14. Evolución de la producción Agroindustrial Laredo S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

2.5.3 Agroindustrial Paramonga S.A.A.

Agroindustrial Paramonga S.A.A., está ubicada en la Av. Ferrocarril No. 212 distrito de Paramonga, provincia de Barranca a 212 Kms. de la ciudad de Lima, cuya actividad es la producción de azúcar de caña. Las tierras y planta de producción se encuentran ubicadas a 210 km. al norte de Lima en el distrito de Paramonga en los valles de los ríos Pativilca y Fortaleza.

Agroindustrial Paramonga S.A.A. cuenta con 6,328 Has cosechadas propias y 3,454 Has de terceros. En el 2015 se han vendido 128,774 toneladas de azúcar, cantidad menor que la registrada en el 2014 con 135,125 ton. La disminución se explica principalmente por el alto remanente de inventario al 31 de diciembre del 2015 (15,780 toneladas) ante el sobreabastecimiento de azúcar en el mercado nacional en los últimos meses del año

El origen de la empresa se remonta al año 1871 cuando se le da el nombre de Sociedad Agrícola Paramonga a la empresa de la familia Canaval. En 1927, la firma W.R. Grace & Co. adquirió la empresa y desarrolló lo que se convertiría en uno de los centros

industriales más eficientes de América del Sur. Como resultado del proceso de la Reforma Agraria, según Ley N° 17716, la Compañía se constituyó el 3 de octubre de 1970 en Cooperativa con la denominación de Cooperativa Agraria Azucarera Paramonga Ltda. N° 37 bajo el control y manejo de los trabajadores.

El 11 de setiembre de 1994 la Asamblea General de Delegados acordó la transformación del modelo empresarial de Cooperativa por el de Sociedad Anónima Abierta de accionariado difundido con el nombre de Agroindustrial Paramonga S.A.A., rigiéndose bajo la Ley General de Sociedades, a partir del 1° de enero de 1995. Agroindustrial Paramonga S.A.A. no pertenece a ningún grupo económico.

Tabla 9. *Composición accionaria Agroindustrial Paramonga S.A.A.*

Accionista	Participación %
Río Pativilca S.A.	97.06%
Otros (514 personas)	2.94%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).



Figura 15. Evolución de la producción Agroindustrial Paramonga S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

Tabla 10. *Principales productos y servicios Agroindustrial Paramonga S.A.A.*

Producto	Presentación
Azúcar rubia	50 kg.
Otros productos	varios
Alcohol	varios

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

2.5.4 Agroindustrias San Jacinto S.A.A.

Agroindustrias San Jacinto S.A.A., se encuentra ubicada en el valle del río Nepeña, en la región Áncash, a unos 45 kilómetros de la ciudad de Chimbote y a 405 kilómetros de la ciudad de Lima. Es una sociedad dedicada al cultivo, transformación e industrialización de la caña de azúcar así como a la comercialización de los productos y sub productos derivados de su actividad principal, como azúcar (blanca, refinada y rubia), alcoholes, melaza, fibra de bagazo, entre otros.

Actualmente cuenta con 12,337 Has de las cuales solo 7,831 son aptas para el cultivo de caña de azúcar. Por ser el único ingenio azucarero en la región tiene un gran potencial de crecimiento agrícola y comercial en la zona. Su influencia agrícola directa involucra a los valles del Santa, Lacramarca, Nepeña y Casma en los cuales desarrolla y promueve cultivos propios y de sembradores particulares.

La actividad agrícola de la zona data desde la época virreinal en que la corona española entregó las tierras del Valle a la Orden de los Jesuitas. En 1872 fue adquirida por Don E. Swayne, escocés quien sentó las bases de la industria azucarera en el valle. A su fallecimiento quedaría como Administrador, su yerno Don Augusto B. Leguía hasta 1908. En 1947 se constituye la empresa Negociación Azucarera Nepeña S.A - NANSA, propietaria de la hacienda hasta el año 1969, en que el Estado intervino la propiedad (Reforma Agraria) y la adjudicó a la “Cooperativa Agraria Azucarera Limitada N° 40”.

En junio de 1992, se hace efectivo el cambio de modelo empresarial de Cooperativa a Sociedad Anónima. El 13 de marzo de 1996, se promulgó el Decreto Legislativo 802, donde San Jacinto se acogió a la modalidad “B” de la citada ley. Por acuerdo de la Junta General de Accionistas en diciembre de 1997 se acordó la Escisión de la línea fabril de la empresa, con la finalidad de acogerse a los beneficios tributarios. Ese mismo año, la compañía sufrió la sequía más severa de los últimos setenta años en el Valle de Nepeña, y en 1998 se vio afectado significativamente por el Fenómeno de “El Niño”.

Finalmente en el 2009, Corporación Azucarera del Perú S.A, adquirió acciones de Agroindustrias San Jacinto S.A.A, convirtiéndose en su principal accionista con una participación del 72.62% del total de acciones.

La compañía forma parte del Grupo Gloria, uno de los principales grupos económicos de nuestro país, el cual se encuentra conformado por empresas agrupadas en cinco unidades de negocio: Alimentos, Cemento, Agroindustria, Empaques y Nuevos Negocios.

Tabla 11. *Composición accionaria Agroindustrias San Jacinto S.A.A.*

Accionista	Participación %
Corporación Azucarera del Perú S.A.	82.63%
Menos al 1%	13.05%
Entre 1% - 5%	4.32%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 12. *Principales productos y servicios Agroindustrias San Jacinto S.A.A.*

Producto	Presentación
Azúcar Rubia	50 kg.
Melaza	varios
Alcohol	varios

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

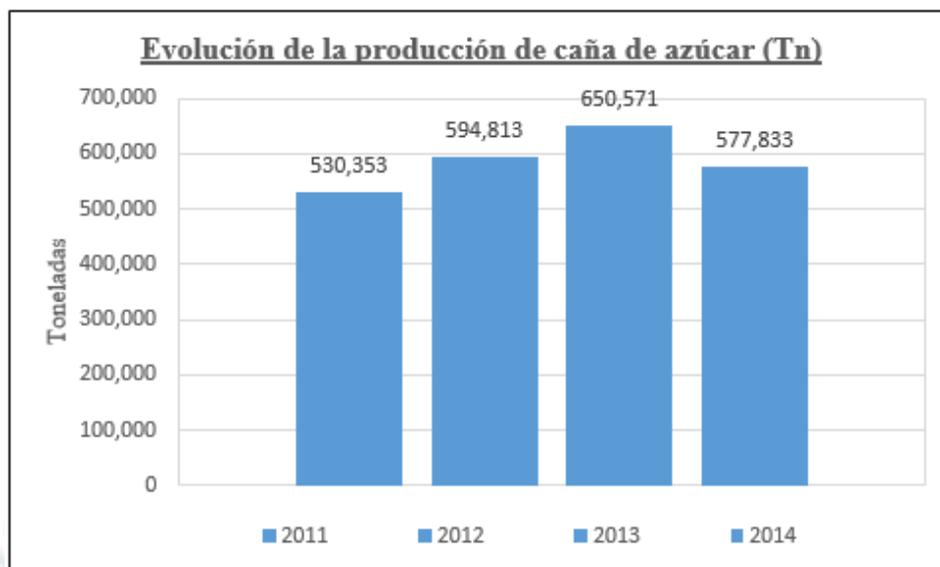


Figura 16. Evolución de la producción de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

2.5.5 Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A

La empresa Agroindustrial Chucarapi S.A es una empresa ubicada en el sur del Perú, en el valle de Tambo, Provincia de Islay, Departamento de Arequipa, cuya actividad económica consiste en la siembra y procesamiento de caña de azúcar y comercialización de productos derivados de la caña, como el azúcar rubia, melaza, bagazo y de otros productos, tales como maíz, quinua, ron, alcohol, cogollo, etc. Los ingresos provienen principalmente de la venta de azúcar rubia; para la empresa Agroindustrial Chucarapi al 2015, representó el 85.6% de sus ventas, mientras que, el 14.4% restante corresponde a la venta de los subproductos y demás productos antes mencionados.

La empresa Agroindustrial Chucarapi cuenta con un importante nivel de producción de azúcar rubia para el consumo doméstico e industrial, también melaza, ron y alcohol. Mismos que le permiten participar en el mercado interno de manera competitiva. Cabe resaltar, que en los últimos años ha estado produciendo también quinua, maíz, cogollo, entre otros productos.

En los años 60 la empresa Agroindustrial Chucarapi S.A gozaba de prosperidad, se comercializaba en la mayoría de las ciudades del sur del país, llegando incluso a exportarse. Sin embargo, en 1968 producto de la reforma agraria paso a manos de sus trabajadores. Durante el proceso se conformó un comité temporal hasta inicios de 1971, luego la cooperativa, que perduró hasta 1993. En el mismo año, cambió su tipo de sociedad, constituyéndose la Central Azucarera Chucarapi Pampa Blanca S.A. Posteriormente, con el objetivo de primer su desarrollo, en 1998 un grupo de inversionistas arequipeños decidió adquirir la empresa. La empresa Azucarera Chucarapi es independiente y no pertenece a ningún grupo económico.

Tabla 13. *Composición accionaria Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A*

Accionista	Participación %
LFB Trading S.A	24.99%
Kemagro Industriales Inc.	18.16%
Chirinos Chirinos, Constantino	15.67%
Comfe Investment Inc.	15.00%
Guillen Oporto, Julio	13.38%
Scion S.A	1.40%
Erica Management S.A	0.94%
Ibero Management S.A	0.46%
Accionistas minoritarios	10.01%

Información tomada de la memoria anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 14. *Principales productos y servicios Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A*

Producto	Presentación
Azúcar Rubia	50 kg.
Maíz	50 kg.
Quinoa	50 kg.
Melaza	varios
Alcohol	varios

Información tomada de la memoria anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).



Figura 17. Evolución de la producción Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A. Información tomada de la memoria Anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

2.5.6 Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.

El Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A. es una empresa ubicada en la margen izquierda del río Chicama, provincia de Ascope, departamento de La Libertad, cuya actividad económica consiste en el cultivo, la industrialización y la comercialización de la caña de azúcar y otros subproductos agrícolas derivados de ésta, tales como la melaza, el alcohol y el bagazo. La producción de azúcar del Complejo Cartavio al 2015 representó el 76% de sus ventas, mientras que, el 24% restante corresponde a la venta de los subproductos antes mencionados.

El Complejo Agroindustrial Cartavio cuenta con un importante nivel de producción de azúcar rubia y blanca para el consumo doméstico e industrial, nivel que le permite participar en el mercado interno y atender su demanda internacional, mediante exportaciones a grandes mercados internacionales tales como el norteamericano. Asimismo, la empresa exporta alcohol etílico al mercado europeo y tiene planeado producir etanol, con la finalidad

de incentivar su uso, en reemplazo de los combustibles tradicionales. Resulta importante resaltar que el Complejo Cartavio es la única empresa peruana azucarera que cuenta con instalaciones para la producción de etanol.

En la actualidad, el Complejo Cartavio viene ejecutando planes de inversión relacionados principalmente a la adquisición y renovación de su activo fijo, en especial para las áreas de fábrica, campo, servicios agrícolas y administración.

En 1782, Domingo Cartavio, tras comprar varias hectáreas de la localidad, fundó una importante hacienda a la que daría su nombre; pero sería recién en el año 1872 con la compra de los fundos Cartavio por W.R.Grace y CIA., que la hacienda alcanzaría un importante desarrollo.

El 24 de junio de 1969, mediante la Ley de la Reforma Agraria, los señores Grace perdieron la propiedad de las tierras y las mismas se constituyeron en la Cooperativa Agroindustrial Cartavio Ltda. N° 39. En 1990, la mencionada Cooperativa atravesaría la peor crisis, viéndose forzada a cerrar sus actividades fabriles por falta de fondos. En 1996, con la Ley de saneamiento económico y financiero de las empresas agroindustriales del sector azucarero, la cooperativa por decisión de sus propietarios decide convertirse en una sociedad anónima y en abril de 1997 a SAA.

En mayo de 2007, Azucagro S.A., la hasta hoy accionista mayoritaria de Cartavio con el 52.23% de participación, transfirió la totalidad de sus acciones a Corporación Azucarera del Perú S.A., subsidiaria del Grupo Gloria. Esta última, entre los años 2008 y 2009 consolidó su participación como accionista mayoritaria con la adquisición del 87.17% de acciones. Desde el 03 de mayo de 2007, el Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A. forma parte del Grupo Gloria, uno de los principales grupos económicos de nuestro país.

Tabla 15. *Composición accionaria. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.*

Accionista	Participación %
Menor al 1%	11.80%
Entre 1% - 5%	1.03%
Entre 5% - 10%	0.00%
Mayor al 10%	87.17%

Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 16. *Principales productos y servicios Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.*

Producto	Presentación
Azúcar Blanca	50 kg.
Azúcar Refinada	50 kg.
Azúcar Rubia	50 kg.

Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

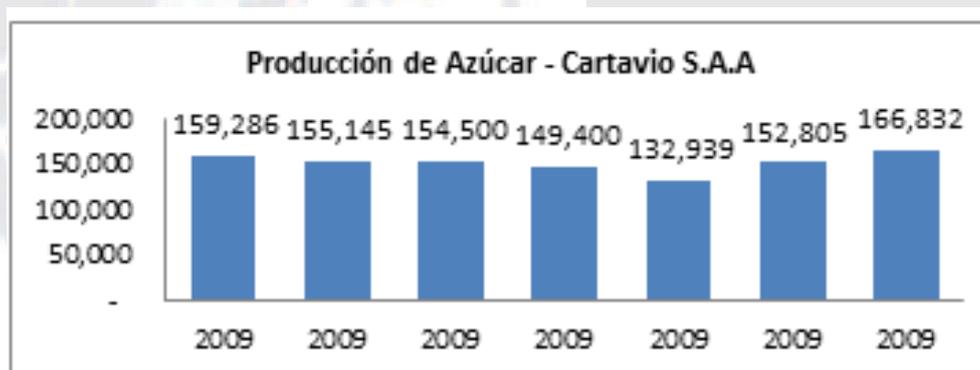


Figura 18. Evolución de la producción del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A. Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

2.5.7 Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.

La Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A. se extiende por los distritos de Zaña, Oyotún y Nueva Arica. La sede principal de la empresa se encuentra en el centro urbano de Cayalti, ubicado en la margen derecha del río Zaña a 50 kilómetros del sur este de la ciudad de Chiclayo en el departamento de Lambayeque.

Sus principales cultivos son la caña de azúcar y la fabricación de azúcar y sus derivados (Azúcar rubia doméstica – Producto de Maquila). El 2005, la empresa inició un

proceso de diversificación productiva, donde además del cultivo de la caña de azúcar y sus derivados se sembró, cosechó y comercializó: menestras (principalmente frijol caupí) y pimientos (tipo piquillo y jalapeño), algodón de las variedades hazera y pima, maíz amarillo duro y tabaco.

Durante el año 2015, la totalidad de la producción se vendió en el mercado nacional, obteniéndose un ingreso por ventas correspondientes a los cultivos de Caña, Maíz, y servicios agrícolas; representando la caña un 55.24 %, seguidamente del maíz amarillo duro que representó un ingreso de 33.49 %, Servicios Agrícolas 8.88 %.

A partir del segundo trimestre del año 2015 se suspendió la siembra de maíz ya que competía por el agua disponible con la caña, además de haber sufrido una baja en el precio, situación que continuaría en el futuro cercano por los bajos precios internacionales. El año 2016 no se siembra maíz amarillo duro.

La Empresa Agroindustrial Cayaltí S.A.A., originalmente era una cooperativa de Producción Cayaltí constituida el 17 de junio de 1970. El 14 de marzo de 1997 se cambió el modelo empresarial de Cooperativa por el de una Sociedad Anónima Abierta, modificando su razón social original a la actual denominación de Empresa Agroindustrial Cayaltí S.A.A., su ámbito territorial comprende La Hacienda Cayaltí y sus anexos de La Otra Banda, Chumbenique, Santa María, San Antonio, Santa Rosa, San Lorenzo de Palomino, Culpón, El Potrero, La Viña de Zarrapo y Melchora Barrera de Aspillaga, teniendo una extensión total de 6,616 Has.

La Empresa Agro Industrial Cayaltí S.A. atravesó por una de las peores crisis económicas y financiera derivada principalmente de una deficiente gestión administrativa que ocasionó la paralización de su principal actividad agrícola como es la producción de caña de azúcar. Actualmente esta empresa es administrada por COFIDE, el contrato de Fideicomiso de Gestión de los activos y pasivos se firmó el 23 de abril del 2003, entre COFIDE y el

Gobierno Regional de Lambayeque, como representante de los accionistas. COFIDE apareció por requerimiento del Gobierno Regional, a quien había acudido un grupo mayoritario de accionistas dada la insoportable situación que vivía la empresa.

La empresa ha realizado múltiples proyectos de inversión para mejorar la productividad, desde la construcción de módulos de sistema de riego, dotados de equipos computarizados, construcción de reservorios de agua que llega desde las alturas de la sierra cajamarquina, hasta la instalación de mangueras a través de las cuales no sólo se transporta el agua que baja de los Andes, sino también la que se extrae del subsuelo mediante pozos.

La empresa pertenece al grupo económico Tejeda y no está comprendida dentro de los beneficios de la Ley N° 27360, que aprueba las Normas de Promoción del Sector Agrario.

Tabla 17. *Composición accionaria. Empresa Agroindustrial Cayaltí S.A.A.*

Accionista	Participación %
INTIPUQUIO (Perú)	88.95%
FONAFE (Perú)	2.57%
Otros	8.48%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayaltí S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 18. *Principales productos y servicios. Empresa Agroindustrial Cayaltí S.A.A.*

Producto	Presentación
Azúcar Rubia Domestica	50 kg.
Maíz duro amarillo	50 kg.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayaltí S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

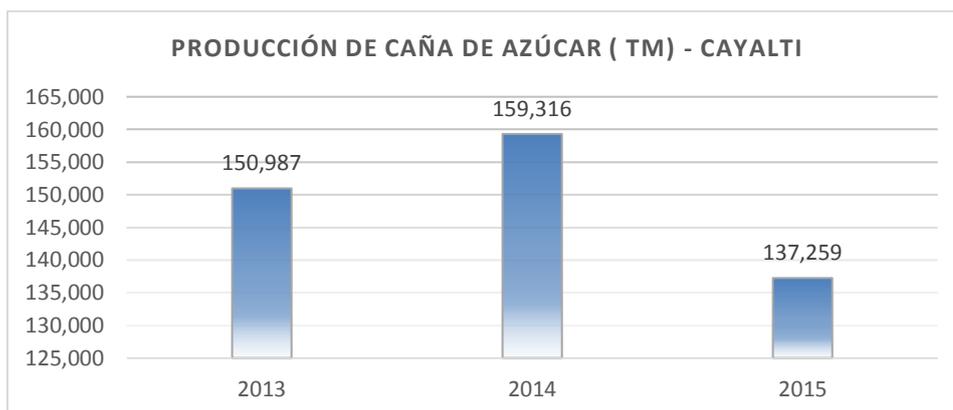


Figura 19. Evolución de la producción de la caña de azúcar de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

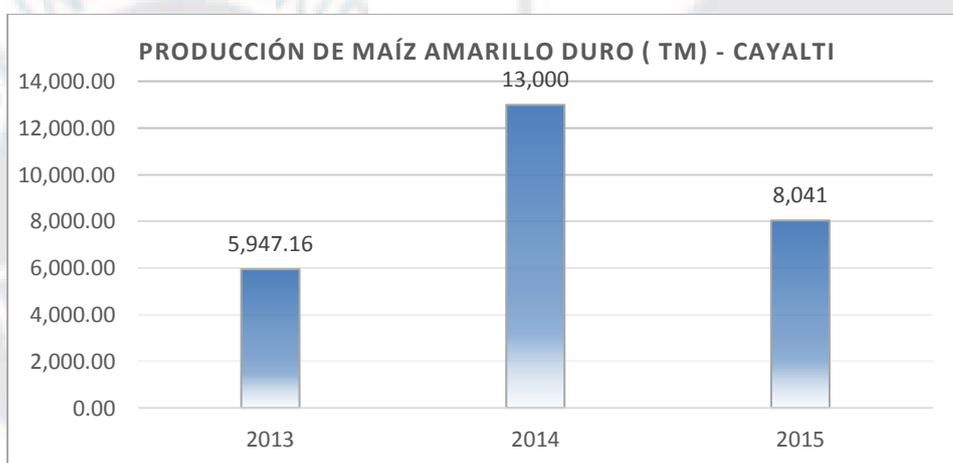


Figura 20. Evolución de la producción de la caña de azúcar de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

2.5.8 Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.

La empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A. es una empresa ubicada a 50 km al norte de Trujillo y a 600 km al norte de Lima, en la provincia de Ascope, departamento de La Libertad, cuya actividad económica consiste en la siembra y procesamiento de caña de azúcar y comercialización de productos derivados de la caña, como el azúcar, alcohol, melaza y bagazo. Los ingresos provienen principalmente de la venta de azúcar; para la empresa Agroindustrial Casagrande al 2015 representó el 85.6% de sus ventas, mientras que, el 14.4% restante corresponde a la venta de los subproductos antes mencionados.

La empresa Agroindustrial Casagrande cuenta con un importante nivel de producción de azúcar rubia y blanca para el consumo doméstico e industrial, nivel que le permite participar en el mercado interno y atender su demanda internacional, mediante exportaciones a grandes mercados internacionales tales como el norteamericano, europeo y asiático. Asimismo, la empresa exporta alcohol etílico al mercado europeo. Resulta importante resaltar que la empresa Agroindustrial Casagrande es una empresa que realiza grandes inversiones en la mejora de su infraestructura de manera permanente; así mismo, invierte en la propagación de cultivo del olivo y tiene nuevos proyectos pilotos relacionados con el cultivo del olivo, fresa y maracuyá.

En 1860, el capitán Martín Bazán Heredia fue propietario de la hacienda Casa Grande, Facalá y Mocollope. La cual fue vendida posteriormente por sus descendientes al inmigrante alemán Luis Albrecht; quien también había realizado otras inversiones en el norte del país y creó Casa Grande Zuckerplantagen A.G. La empresa ya en esas épocas resaltaba por la modernidad de sus equipos y su forma de operar, a tal punto que dentro del complejo se manejaba una moneda propia.

En 1879 tras la guerra con Chile, los altamente productivos sembríos se fueron reduciendo a causa de la falta de mano de obra, además del pago de cupos a las tropas chilenas y la salud de su fundador, la empresa entró en una etapa de crisis y tuvo que ser puesta en remate el 01 de agosto de 1888. El señor Juan Gildemeister en su afán de utilizar los abundantes recursos naturales del país y de reactivar la producción agroindustrial adquirió la propiedad, al igual que muchas, otras formando la empresa Casa Grande y Co.

Posteriormente en 1915, el Sr. Gildemeister compró el puerto de Malabrigo con el fin de realizar sus operaciones portuarias con el extranjero. Con una visión clara del negocio, adquirió la hacienda Roma, consolidando su posición y convirtiéndose en el emporio agroindustrial más importante del Perú. Sin embargo, con la reforma agraria, Casagrande

pasó a posesión de los trabajadores. Recién en 1996 por una reforma de amparo legal, Casagrande pasó de un modelo social a una Sociedad Anónima, redefiniéndose sus accionistas, entre ellos el estado.

En 1998 la sociedad se readecuó a la forma de Sociedad Anónima Abierta, por una disposición de la Ley General de Sociedad, gracias a lo cual diversos inversionistas plasmaron su interés en la empresa. Es así que en el 2005 Lakebar Holding S.A adquirió el 21.2% de las acciones de la compañía a la empresa Roncesvalles. Posteriormente lo hizo la Corporación Azucarera del Perú S.A, adquiriendo el 57.09% de acciones de la azucarera. Finalmente, mediante junta general de accionistas, se decidió modificar la razón social de la compañía a Casa Grande S.A.A. Desde el 25 de enero de 2006, la Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A. forma parte del Grupo Gloria, uno de los principales grupos económicos de nuestro país.

Tabla 19. *Composición accionaria. Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.*

Accionista	Participación %
Corporación Azucarera del Perú S.A	57.09%
Gubbins Granger. Alejandro Henry	5.34%
Entre 1% - 5%	9.15%
Menor al 1%	28.42%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 20. *Principales productos y servicios - Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.*

Producto	Presentación
Azúcar Blanca	50 kg.
Azúcar Refinada	50 kg.
Azúcar Rubia	50 kg.
Melaza	varios
Alcohol	varios

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

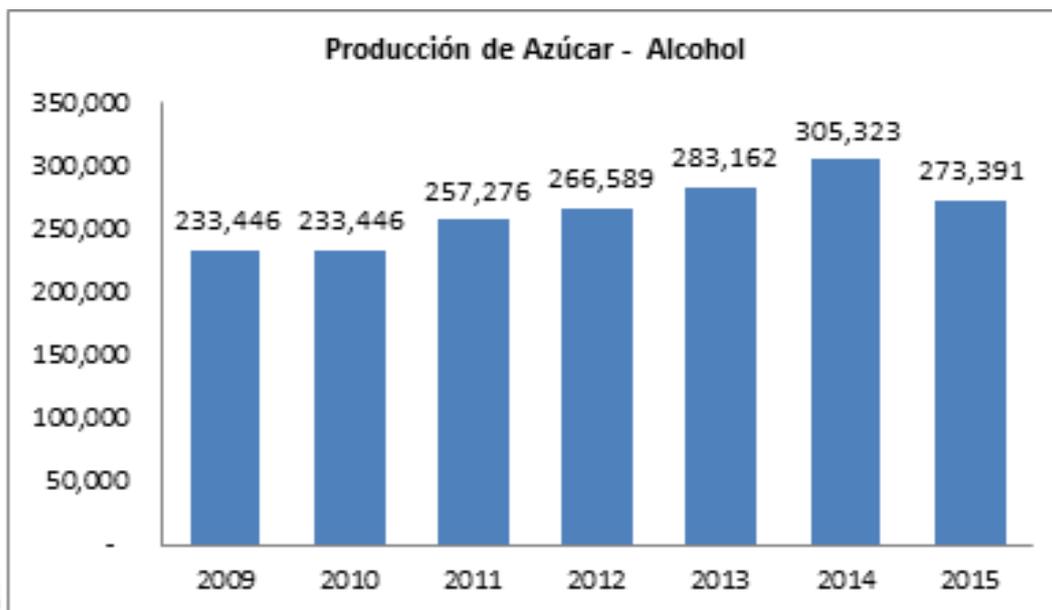


Figura 21. Evolución de la producción de azúcar de la Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).



Figura 22. Evolución de la producción de alcohol Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

2.5.9 Empresa Agroindustrial San Juan S.A.

La Empresa Agroindustrial San Juan S.A. es una empresa cuya sede productiva se ubica en el kilómetro 56 de la carretera Chongoyape de la ciudad Chiclayo del departamento de Lambayeque. Sus cultivos principales son la caña de azúcar y la uva de mesa, además cuenta con módulos experimentales como el palto y el arándano. La caña de azúcar es procesada para obtener azúcar rubia doméstica y la uva de mesa también es procesada en el packinghouse, para luego distribuirlo directamente a los diferentes mercados del interior y exterior del país.

La exportación de uva de mesa desde la región Lambayeque continúa creciendo, teniendo entre los principales mercados a Holanda, Rusia, Tailandia, Reino Unido, España y Panamá. Para obtener una buena cosecha de uva de mesa, San Juan, debe hacer frente a muchas adversidades como las altas temperaturas provocada principalmente por el fenómeno del Niño, la aparición de hongos y la reproducción de las plagas como la cochinilla y la arañita roja.

En cuanto a la producción de caña de azúcar, San Juan tiene muchos competidores en la zona de operación y está dividida en tres sectores: San Juan, Tablazos y Huacablanca.

La producción de caña de azúcar la vende a Industrial Pucalá y a la empresa Agroindustrial Tumán para la obtención de azúcar, generando a su vez cuentas por pagar comerciales por el servicio de transformación de la caña de azúcar en azúcar en bolsa.

San Juan se inició como Cooperativa Agraria Limitada N° 281, hasta que en 1996 se acuerda cambiar a Sociedad Anónima. Es así, que 1998 que constituida formalmente como Empresa Agrícola San Juan S.A., posteriormente por acuerdo de la junta general de accionistas se cambió la denominación de Sociedad Anónima Abierta a Sociedad Anónima Ordinaria.

Con miras a los Tratados de Libre Comercio, el 2005 tomó la decisión de inversión en la siembra de uva de mesa de exportación, en la variedad Red Globe, iniciando una nueva etapa agroindustrial de la empresa. Por ello, el 2007 se construyó el moderno PackingHouse, para el procesamiento de uva de mesa para cubrir la demanda externa de este producto y en el 2009 modernizó sus sistemas de riego a fin de expandir su producción.

En el 2012 inició la tercera etapa de ampliación de la uva seedless y a fines del 2013 comenzó la cuarta etapa con la siembra de uva seedless Superior. A partir del 2014 empezó la quinta etapa con la siembra de la uva seedlessCrimson y nuevas variedades en block test. El 2015 incrementó la superficie del cultivo con la plantación de Crimson seedless variedad roja sin semilla. También han realizado estudios genéticos para desarrollar nuevas variedades de uva sin semilla y a la fecha cuenta con 340 Ha sobre 530 Ha. La empresa agroindustrial San Juan S.A. forma parte del Grupo Huancaruna, uno de los principales grupos económicos de nuestro país.

Tabla 21. *Principales productos y servicios. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.*

Producto	Presentación
Azúcar Rubia Domestica	50 kg.
Uva de mesa:	10 kg.
Red Globe	
Thompson Seedless	
CrimsonSeedless	
CrimsonSeedless 1	
Superior	
Superior 1	
Centenial	
ChimentiGlobe 1	
Attiki	

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Tabla 22. *Composición accionaria empresa Agroindustrial San Juan S.A.*

Accionista	Participación %
Corporación Perhusa S.A. (Peruano)	91.49%
Bleauvelt Enterprises S.A. (Panameño)	1.87%
Schroter Wilfried (Argentino)	0.10%
Otros	6.54%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

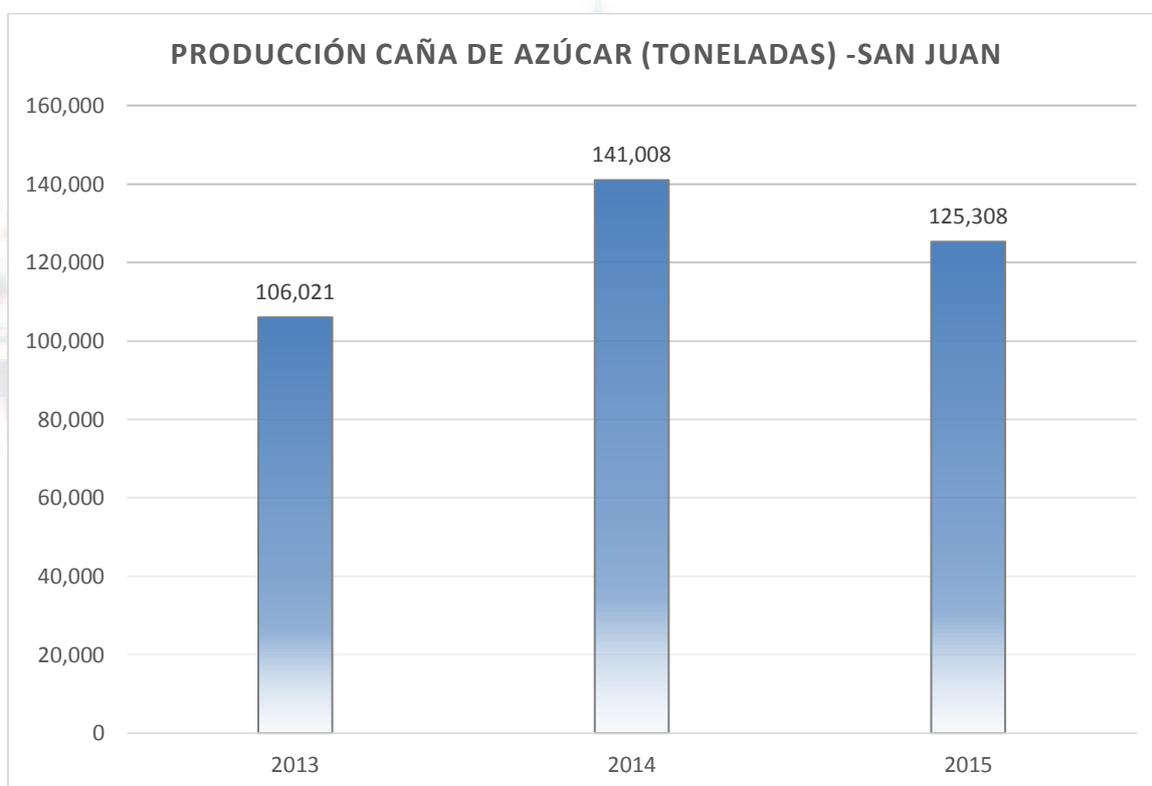


Figura 23. Evolución de la producción de caña de azúcar de la empresa Agroindustrial San Juan S.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Actualmente Agrícola San Juan S.A cuenta con 1,147 hectáreas de caña para producción y el rendimiento de la producción de caña de azúcar por hectárea, ha sido el siguiente:

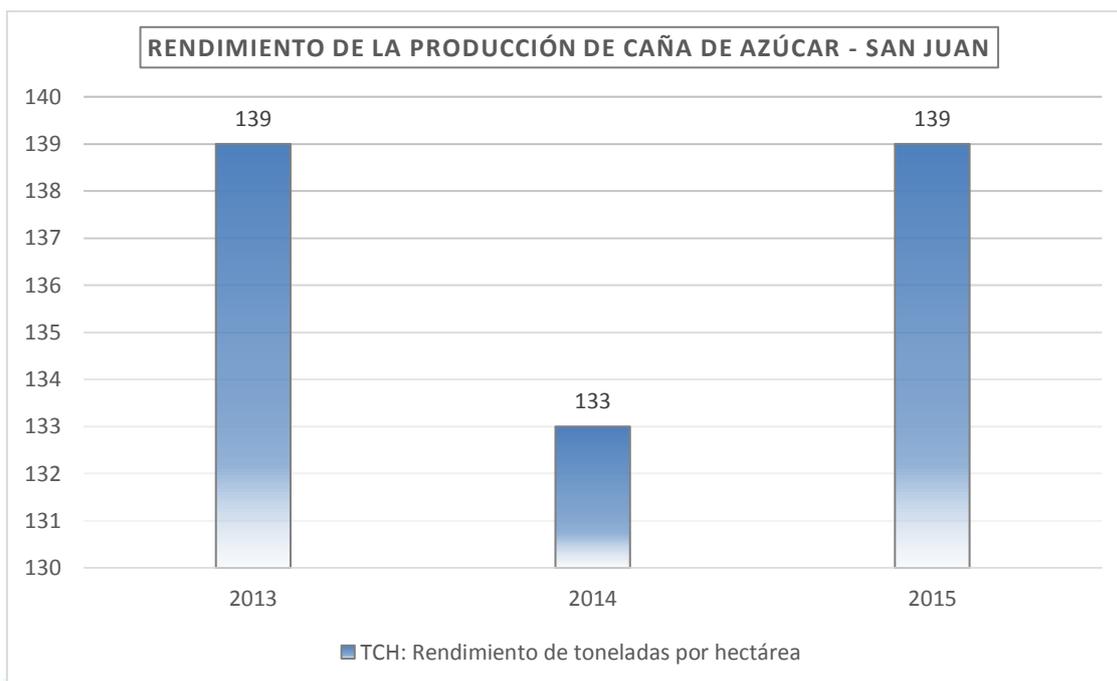


Figura 24. Rendimiento de la producción de caña de azúcar de la empresa Agroindustrial San Juan S.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

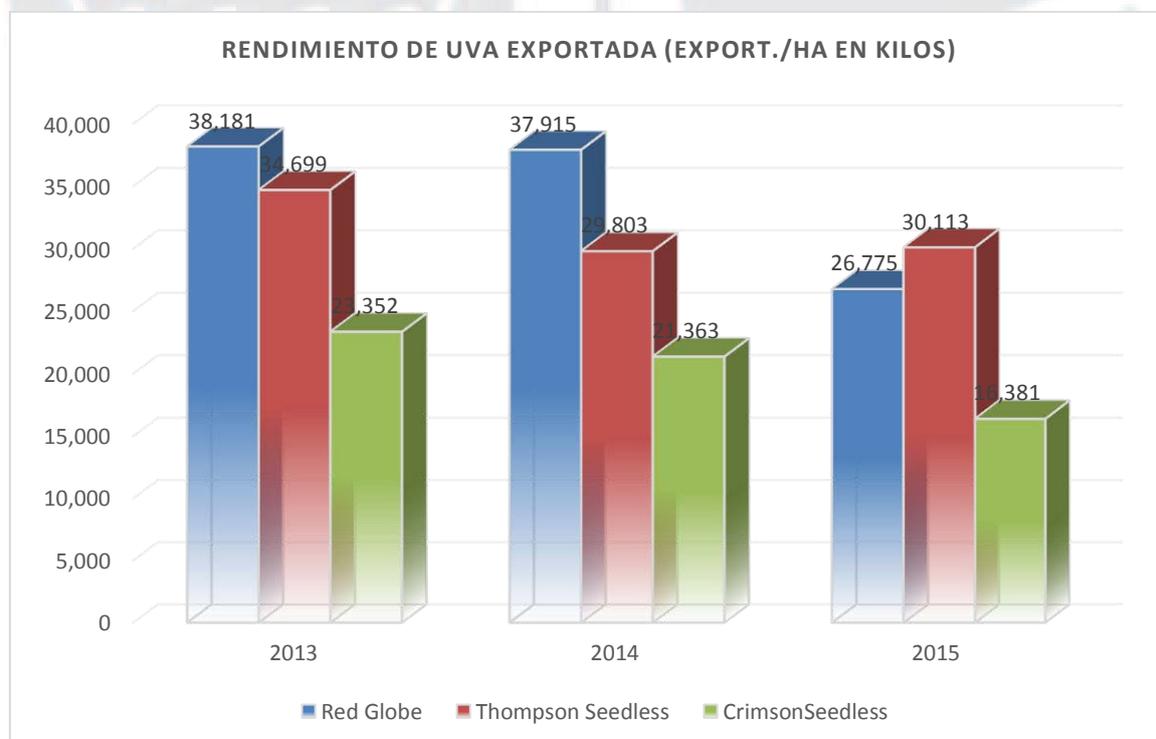


Figura 25. Rendimiento de uva exportada de la empresa Agroindustrial San Juan S.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

2.5.10 Empresa Agrícola Sintuco S.A.

La Empresa Agrícola Sintuco S.A. es una empresa ubicada en el kilómetro 600 de la Panamericana Norte del distrito de Chocope, provincia Ascope del departamento de la Libertad, cuya actividad económica consiste en el cultivo de la caña de azúcar, servicio de cosecha (arrumaje, corte y carguío), así como servicios de molienda de caña recibidos de la empresa Agroindustrial Cartavio; siendo éste último, su principal cliente a quien vende la totalidad de la producción de caña de azúcar.

En 1957, Sintuco empiezan sus operaciones como hacienda azucarera. Luego, en 1969 se convirtió en Cooperativa Cartavio N° 29, la cual estaba conformada por los trabajadores de Sintuco, ello debido a la reforma agraria promulgada por el gobierno militar peruano de aquel entonces.

En 1992, se convirtió en Cooperativa Agraria Sintuco Ltda con el propósito de superar las adversidades que afrontaba por su modelo de operaciones. Por ello, en 1996 Sintuco decidió cambiar del Modelo Social a Sociedad Anónima, así los socios cooperativistas que capitalizaron sus adeudos se convirtieron en accionistas de la compañía, al igual que el Estado.

En 1998, los accionistas de la Empresa Agrícola Sintuco S.A. vendieron sus acciones a la Empresa Azucagro S.A; quien adquirió el 51% del capital de la empresa, constituyéndose en 1999 en accionista mayoritario, pasando a asumir la conducción de la empresa.

En 2007, Azucagro S.A., principal accionista de la Empresa Agrícola Sintuco S.A., vendió el total de sus acciones a la Corporación Azucarera del Perú S.A., empresa perteneciente al Grupo Gloria, convirtiéndose en el principal accionista de Sintuco con una participación actual de 57.69%. Desde el 03 de mayo de 2007, la empresa agrícola Sintuco S.A. forma parte del Grupo Gloria, uno de los principales grupos económicos de nuestro país.

Tabla 23. *Composición accionaria. Empresa Agrícola Sintuco S.A.*

Accionista	Participación %
Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)	57.69%
Gallos Palacios Francisco Julio	15.06%
Cartavio S.A.A. (Grupo Gloria)	14.59%
Otros	12.66%

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

Tabla 24. *Principales productos y servicios. Empresa Agrícola Sintuco S.A.*

Producto	Presentación
Azúcar Rubia Domestica	50 kg.
Caña de Azúcar	TM

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

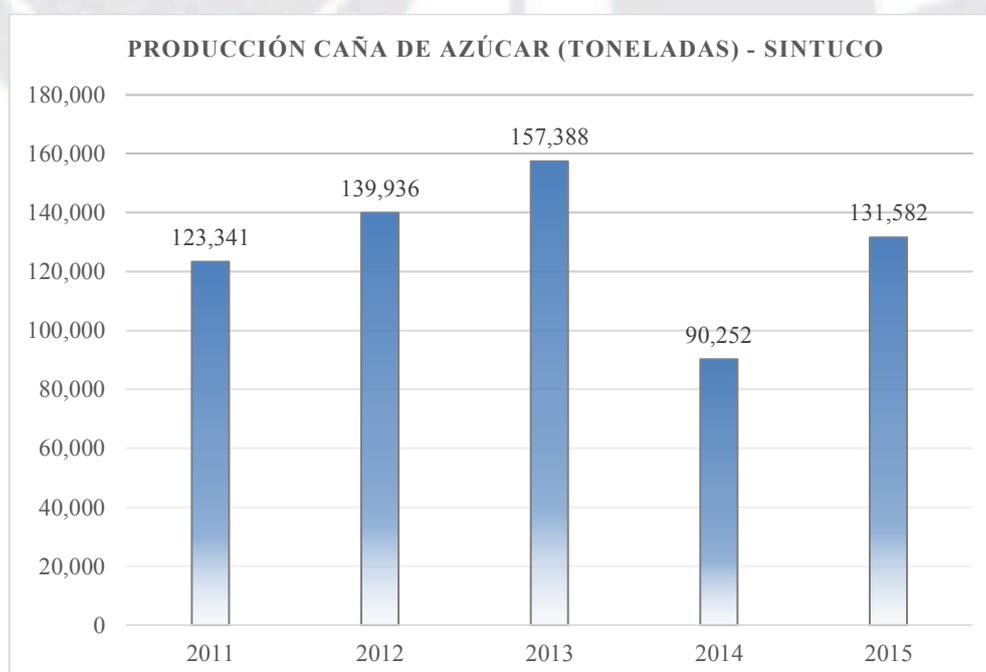


Figura 26. Rendimiento de la producción de caña de azúcar de la empresa Agrícola Sintuco S.A.

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

Actualmente Sintuco posee 1,740 ha de superficie bruta, de las cuales sólo se ha utilizado 991.41 ha. La superficie cosechada en los últimos cinco años fue el siguiente:

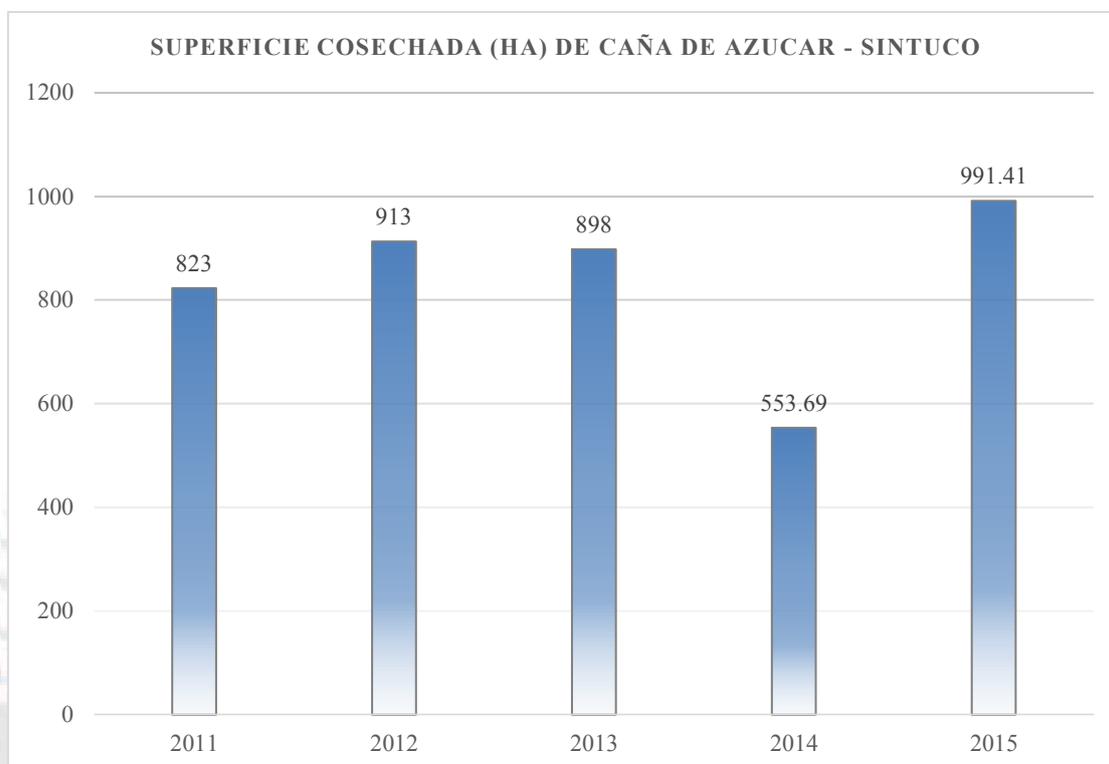


Figura 27. Superficie cosechada de (ha) de caña de azúcar de la empresa Agrícola Sintuco S.A.

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

Tabla 25. Rendimiento de toneladas de caña por hectárea (TCH).

	2011	2012	2013	2014	2015
TCH	149.81	153.14	175.26	163	132.72
TCHM	8.91	9.46	9.94	8.94	8.01
Edad	16.82	16.19	17.63	18.23	16.56
%Sacarosa	13.03	13.06	13.14	13.08	13.13

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

2.5.11 Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.

La Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A. es una empresa ubicada en la carretera Huaura Sayán en el Distrito de Huaura, departamento de Lima, cuya actividad económica consiste en el cultivo, la industrialización y la comercialización de la caña de azúcar y otros subproductos agrícolas derivados de ésta. El objeto de la compañía, es desarrollar actividades agrarias, agroindustriales, industriales, comerciales y de servicios en general.

Para realizar su objeto y practicar las actividades vinculadas a ella, la sociedad realiza todos los actos y celebra todos los contratos que las leyes peruanas permiten a las sociedades anónimas abiertas sin restricción alguna. En ese sentido, es importante resaltar que la sociedad está clasificada en el registro CIU N° 01110 por dedicarse al cultivo de cereales. Por otra parte, todas las acciones son con derecho a voto, no existiendo acciones de inversión. Así mismo, cada acción tiene un valor nominal de S/ 10.00 y cuenta con una extensión de 678.82 Has de terreno para uso agrícola el cual está dividido en:

- | | |
|--------------------------------------|-----------|
| a) Áreas cultivables: | 612.60 ha |
| b) Áreas vías y zonas de protección: | 33.04 ha |
| c) Áreas construidas: | 10.33 ha |
| d) Áreas zona ribera del río Huaura: | 14.04 ha |
| e) Áreas vendidas y donadas: | 8.61 ha |

La Hacienda El Ingenio perteneció al señor Manuel Fumagalli Pérsico, entre los años 1969 – 1970, luego se transformó en una empresa del tipo cooperativa en concordancia con el Decreto Legislativo N° 2 y Decreto Legislativo N° 85, con el objeto de satisfacer a sus asociados sin fines de lucro. Posteriormente, según Asamblea General del 15 de noviembre de 1,992 se aprobó la transformación de la Empresa Cooperativa a la Empresa Azucarera El Ingenio S.A., la misma que fue inscrita en los Registros Públicos de Huacho el 25 de marzo de 1993. Actualmente, tiene la condición de Sociedad Anónima Abierta capaz de cotizar en la

Bolsa de valores de Lima. La Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A. actualmente no pertenece a ningún grupo económico.

Tabla 26. *Composición accionaria. Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.*

Accionista	Participación %
Consorcio Alcohólico del Norte	53.84%
Harkeith Corporation	12.02%
Argex Trading Financel	12.02%
Otros	22.12%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 27. *Principales productos y servicios. Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.*

Producto	Presentación
Caña de azúcar	50 kg, 100kg

Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Caber resaltar, que el 100% de la producción de la caña de azúcar se comercializa de manera directa a la Empresa Agro Industrial Paramonga S.A.A., de acuerdo a contrato, puesto en fábrica y de contado.

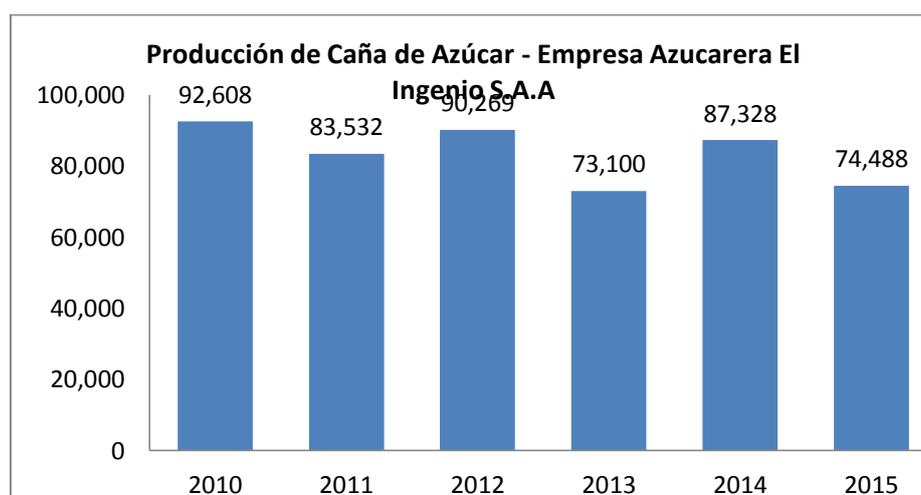


Figura 28. Producción de caña de azúcar de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

2.6 Resumen

En primer lugar, el concepto de gobierno corporativo ha sido materia de investigación desde hace más de 100 años. En sus inicios los investigadores se enfocaban básicamente en sus principales componentes y gracias a los diversos estudios e informes que se han realizado desde 1992 hasta el 2006 el concepto ha evolucionado y seguirá evolucionando. En el Perú, los Principios de Buen Gobierno Corporativo aparecieron en el año 2002 y fueron renovados diez años después. Dichos principios son 31 agrupados en cinco grandes pilares: Junta General de Accionistas, Directorio, Alta Gerencia, Riesgos y Transparencia de la información.

En segundo lugar, el concepto de generación de valor financiero entendido como el potencial de creación de valor hacia los diferentes grupos de interés que posea una organización y el cual puede medirse mediante ciertos indicadores financieros como el ROE, ROA, EVA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad.

Finalmente, el concepto de sector agroindustrial peruano, un sector producto de la fusión de dos sectores el agrícola y el industrial. El concepto de agroindustria fue introducida en la década de los 50' y conforme pasaban los años ha ido variando. Hoy en día la agroindustria es definida como una actividad económica que combina los procesos productivos agrícolas con los industriales y uno de los sectores más importantes en cuanto a ingreso y desarrollo para el país; producto de las relaciones comerciales con el mercado Norteamericano, la Unión Europea, Sudamérica y el Asia.

Específicamente, en el sector agroindustrial peruano no existen investigaciones acerca de su buen gobierno corporativo; es por ello que se han escogido diez empresas del sector agroindustrial que cotizan en la Bolsa de Valores y que difunden públicamente sus prácticas de buen gobierno corporativo para ser analizadas.

Capítulo III: Método

Luego de haber enunciado en los capítulos previos, las características generales que atañen a la presente investigación, el marco conceptual, las preguntas de investigación y las variables, el presente capítulo tiene por objeto describir el diseño de la investigación, la población y muestra conveniente a incluirse en el análisis, además de la recolección de la información y procedimiento de análisis.

3.1 Diseño de la investigación

Habiéndose definido el problema de investigación que es: ¿Cuál es el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima en los años 2010-2015? El propósito del presente trabajo es estudiar el impacto que tiene el buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima en los años 2010 y 2015.

También, se definió que su alcance sea del tipo descriptivo, ya que pretende *medir* y especificar los datos y características de las empresas agroindustriales peruanas que cotizan en la BVL, de una manera real, precisa y sistemática, en un entorno en el cual la información disponible es limitada; pero bajo un enfoque cualitativo, debido a que se plantea trabajar sobre la recolección de datos disponibles, sin importar su cantidad y de modo puramente descriptivo, no enfocada en encontrar una relación de causa y efecto entre las variables; sin embargo, la información obtenida, por conveniencia, será analizada con ayuda de estadística descriptiva como sugirieron Hernández et al. (2006).

Según enunciaron Fernández y Baptista (2014) en las investigaciones con enfoque cualitativo existen un sin número de maneras de clasificar los diseños; sin embargo, para los referidos autores las investigaciones pueden ser experimentales o no experimentales, subdividiéndose estas últimas en transeccionales o longitudinales. Dada la naturaleza del

presente trabajo y sus limitaciones, se vio por conveniente un diseño del tipo no experimental longitudinal. Y es que según Fernández y Baptista (2014) el objetivo de los diseños no experimentales longitudinales descriptivos es conocer las características de las variables en un periodo de tiempo definido. El resultado del análisis de la información recabada permitirá encontrar lagunas de investigación o preguntas no resueltas, que servirán como punto de partida para el futuro desarrollo de trabajos para ampliar y mejorar el conocimiento de un área específica.

Para la presente investigación no se aplicará ningún estímulo a la muestra ni se manipularán las variables, solo se analizarán el comportamiento de dichas variables en sus memorias anuales y reportes sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. Además, se recolectarán dichos datos en un periodo de tiempo definido para la descripción de las variables y sus relaciones, a través de los procedimientos formulados.

3.2 Población, Muestra y Ubicación Geográfica

Fernández y Baptista (2014) manifestaron que previo a la delimitación de la población, es necesario definir la unidad de muestreo/análisis; para el presente trabajo se refiere a las empresas agroindustriales peruanas que cotizan en la BVL.

Complementariamente, para Tamayo (1998) la población es la totalidad del fenómeno a estudiar, en la cual las unidades a estudiar tienen características comunes, tal que puede generar la data de la investigación. En ese sentido, se definió la población de estudio, aquella conformada por las empresas agroindustriales peruanas privadas que se encuentran inscritas en los registros públicos, el Ministerio de Trabajo, el Ministerio de la Producción y en la SUNAT y que cotizan en la BVL, cuyas memorias anuales y reportes de cumplimiento de buen gobierno corporativo son de índole público, siendo un total de 20 empresas.

En lo concerniente a la muestra, Fernández y Baptista (2014) manifestaron que esta debe de ser en lo posible un sub conjunto representativo de la población. Sin embargo, dada la naturaleza del presente estudio, los elementos conformantes de la muestra se definieron no probabilísticamente, los cuales fueron elegidos por razones y propósitos relacionados al problema y objetivo de investigación. En la presente investigación, se definió la muestra de estudio, aquella conformada por las empresas agroindustriales peruanas privadas que se encuentran inscritas en los registros públicos, el Ministerio de Trabajo, el Ministerio de la Producción y en la SUNAT y que cotizan en la BVL, cuyas memorias anuales y reportes de cumplimiento de buen gobierno corporativo del periodo 2010-2015 se encuentran disponibles públicamente, siendo un total de 10 empresas.

Dichas empresas en su mayoría son productoras de azúcar y sus derivados, las que a continuación se listan: Agro Industrial Paramonga S.A.A., Agroindustrial Laredo S.A.A., Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Cartavio S.A.A., Casa Grande S.A.A., Central Azucarera Chucarapi Pampa Blanca S.A., Empresa Agrícola San Juan S.A., Empresa Agrícola Sintuco S.A., Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Empresa Azucarera El Ingenio S.A.

Respecto a la ubicación geográfica, las empresas agroindustriales analizadas se ubican en las regiones de Ancash, Arequipa, La Libertad, Lambayeque y Lima y pertenecen a distintos grupos económicos. Sin embargo, el año de ingreso a la BVL y de emisión del reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas es similar en todos los casos. En la Tabla 28 se resumen las características geográficas, demográficas y de gobierno corporativo de las empresas agroindustriales conformantes de la muestra.

3.3 Técnica de Recolección de Información

Según Fernández y Baptista (2014) la recolección de datos consiste en establecer un plan detallado de procedimientos que permita una recolección de datos con un objetivo

específico, determinándose las fuentes de donde se obtendrá la información, la localización de los datos, los medios y métodos para recolectar la información, las variables de investigación (definidas en el Capítulo I), el modo de procesamiento de la información y los recursos, de todo índole, útiles en esta etapa.

Tabla 28. *Características geográficas, demográficas y de gobierno corporativo de las empresas agroindustriales*

Descripción	Cantidad	%
Estratificación de compañías del sector Agro		
Agro-industriales	10	100%
Grupo Económico		
Grupo Gloria	4	40%
Grupo Empresarial Manuelita	1	10%
Grupo Huancaruna	1	10%
Sin grupo	4	40%
Ubicación: Departamento		
Ancash	1	10%
Arequipa	1	10%
La Libertad	3	30%
Lambayeque	3	30%
Lima	2	20%
Año de ingreso a la BVL		
1996	4	40%
1997	6	60%
Año de inicio de la emisión del reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas		
2007	7	70%
2008	3	30%

Información tomada de las memorias anuales de las empresas agroindustriales. Bolsa de Valores de Lima (BVL).

La data para el presente estudio en su mayoría fue obtenida directamente de las páginas web de la SMV y BVL. El método definido para la recolección de información corresponde al análisis documental. Esto debido a que el análisis documental de fuentes según Elinor y Molina (2004), permite obtener un documento y su contenido diferente al original, con la finalidad de posibilitar el análisis de la información.

En el presente documento, el análisis documental proviene de fuentes, las cuales en su mayoría son secundarias (memorias anuales, reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas, publicaciones en revistas y periódicos, etc.). Cabe resaltar que aunque las 10 empresas conformantes de la muestra, cuentan con sus respectivas plantillas de buen gobierno corporativo actualizadas y publicadas año por año en las páginas web de la SMV y BVL. La información proporcionada casi no varía en el tiempo y siempre otorga resultados en favor de las empresas, generando dudas acerca de su veracidad por la posibilidad un posible sesgo en su favor; más aun teniendo en cuenta que su puesta en práctica es de índole voluntaria.

Por tal razón, se decidió revisar el buen gobierno corporativo de las empresas conformantes de la muestra a partir del cálculo de los indicadores de buen gobierno corporativo, proveniente de 14 características, definidas en base a investigaciones previas desarrolladas en el Capítulo II, capaces de representar a los cinco pilares y 31 principios del Código de Buen Gobierno Corporativo Peruano. Asimismo, se realizó un análisis de los estados financieros auditados de las empresas que componen la muestra. Este análisis consistió en el cálculo de los indicadores financieros relacionados a la generación de valor financiero. Por su parte, las variables y los indicadores de análisis fueron enunciados en el acápite 1.8 del presente trabajo. (Ver Tablas 29 y 30)

Tabla 29. *Indicadores de buen gobierno corporativo.*

Pilar	Características	Empresa
1	Años de operación de la empresa	Valoración binaria
1	% Incremento de ventas	Valoración binaria
2	Estructura de la sociedad	Valoración binaria
2	Número de reuniones de la Junta General de Accionistas	Valoración binaria
3	% rotación de trabajadores	Valoración binaria
3	Tamaño del directorio	Valoración binaria
3	Número de reuniones del directorio	Valoración binaria
3	% de directores que son externos e independientes	Valoración binaria
3	% de directores que son mujeres	Valoración binaria
3	% de directores que son a su vez gerentes en la misma empresa (respecto a los directores)	Valoración binaria
3	% de directores que son a su vez gerentes en otra empresa (respecto a los directores)	Valoración binaria
3	% de directores que son a su vez son directores en otras empresas (respecto a los directores)	Valoración binaria
4	Cuenta con auditoría externa anual	Valoración binaria
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Valoración binaria
IBGC		

Tabla 30. *Indicadores financieros revisados.*

Ítem	Indicadores financieros	Empresa
1	EVA	Valoración binaria
2	ROE	No concluyente por si solo
3	ROA	No concluyente por si solo
4	Q de Tobin	No concluyente por si solo
5	Índice de lucratividad	No concluyente por si solo

3.4 Análisis de Datos

La presente investigación ha seguido un proceso metodológico descriptivo no experimental para el análisis de la información. El procedimiento seguido se detalla a continuación:

Se definió que la muestra estuviera compuesta por 10 empresas del sector agroindustrial peruano, las que fueron seleccionadas considerando que coticen en la BVL, pertenezcan al sector agroindustrial peruano y cuenten con información financiera auditada entre los años 2010-2015. La recopilación de información de las empresas provino de fuentes, las cuales en su mayoría son secundarias (memorias anuales, reporte de cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas, publicaciones en revistas y periódicos, etc.).

La información relacionada a los Principios de Buen Gobierno Corporativo, pudo obtenerse de las memorias anuales de las empresas, así como los formularios que estas empresas presentan a la SMV cada año. Por otro lado, la información financiera de las empresas fue extraída de los Estados Financieros Auditados de las empresas, los cuales se encuentran publicados en las páginas de la SMV y BVL.

Para facilitar el análisis de la información relacionada a los principios de Gobierno Corporativo de las empresas, se seleccionaron 14 características importantes, que corresponden a los Pilares y Principios de Buen Gobierno Corporativo Peruanos. Para esta selección se tomó en cuenta la disponibilidad de información de las empresas, así como la bibliografía referida en el Capítulo 2.

Para poder estandarizar la medición del cumplimiento de las características del gobierno corporativo, se establecieron valores mínimos que sirvieron de referencia para medir si las empresas cumplen al menos con el mínimo indispensable para asegurar que se cumplen las características. Estos valores mínimos se plantearon, tomando en cuenta la base

teórica y legal del medio. La justificación de la selección de estos valores se observa en la Tabla 32.

Seguido, se construyó un Índice de Buen Gobierno Corporativo para las empresas agroindustriales peruanas definidas en la muestra, con el objetivo de medir el nivel de cumplimiento de las características mínimas definidas en esta investigación. Luego de haber establecido cuáles son las características y los valores mínimos, se procede a tabular la información disponible de las empresas. Para este fin, se definió “1” en caso de que se cumpla con el valor mínimo, y “0” en el caso de que no suceda esto.

Como resultado de la suma de estos valores, se obtuvo el puntaje total por empresa y por año. El cual también, resulta en un porcentaje de cumplimiento. Este porcentaje, constituye el Índice de Cumplimiento de Buen Gobierno Corporativo de las empresas agroindustriales. En simultáneo a lo anterior, se realizó el cálculo de los indicadores financieros que son: ROE, ROA, Q de Tobin, Índice de Lucratividad y EVA. Para finalmente analizar las variables con ayuda de estadística descriptiva buscando algún tipo de tendencia o relación entre ellas.

Tabla 31. *Escala de calificación según IBGC obtenido.*

Nivel	Rango	Descripción
Alto	[1.00 – 0.75]	Tienen un buen gobierno Corporativo. Se esfuerza por tener un buen gobierno corporativo
Medio	[0.74 – 0.50]	pero no cubre todas las características mínimas seleccionadas.
Bajo	[0.49 – 0.00]	No tiene un buen gobierno corporativo.

Adaptado de la “La Voz del Mercado. Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo”. Ernst & Young (E&Y) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Recuperado de http://www.bvl.com.pe/ipgc/La_Voz_del_Mercado_EY_BVL.pdf

3.5 Resumen

En resumen, como método de investigación se ha empleado un diseño no experimental descriptivo longitudinal, el cual permitió por un lado, recabar información y así especificar las características de las compañías agroindustriales peruanas que practican el buen gobierno corporativo; y por el otro, examinar la relación entre el Buen Gobierno Corporativo en empresas agroindustriales peruanas, a partir del IBGC y la generación de valor financiero, a partir de los indicadores financieros EVA, Q de Tobin, Índice de Lucratividad, ROA y ROE, para de esa manera determinar la relación entre las variables.

Se definió la población de estudio, aquella conformada por las empresas agroindustriales peruana privadas que se encuentran inscritas en los registros públicos, el Ministerio de Trabajo, el Ministerio de la Producción y en la SUNAT y que cotizan en la BVL, cuyas memorias anuales y reportes de cumplimiento de buen gobierno corporativo son de índole público, siendo un total de 20 empresas y como muestra aquellas cuyas memorias anuales y reportes de cumplimiento de buen gobierno corporativo del periodo 2010-2015 se encuentran disponibles públicamente, siendo un total de 10 empresas.

Por otra parte, La data para el presente estudio en su mayoría fue obtenida directamente de las páginas web de la SMV y BVL. El método definido para la recolección de información corresponde al análisis documental. Cabe resaltar, que las fuentes de información, en su mayoría fueron secundarias (memorias anuales, reporte de cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas, publicaciones en revistas y periódicos, etc.).

Para analizar la información se ha seguido un proceso metodológico de selección de empresas, recopilación de información, selección de características de gobierno corporativo, definición de valores mínimos de cumplimiento, construcción de un Índice de Buen Gobierno

Corporativo del sector agroindustrial y análisis de indicadores financieros, para finalmente poder analizar las variables.

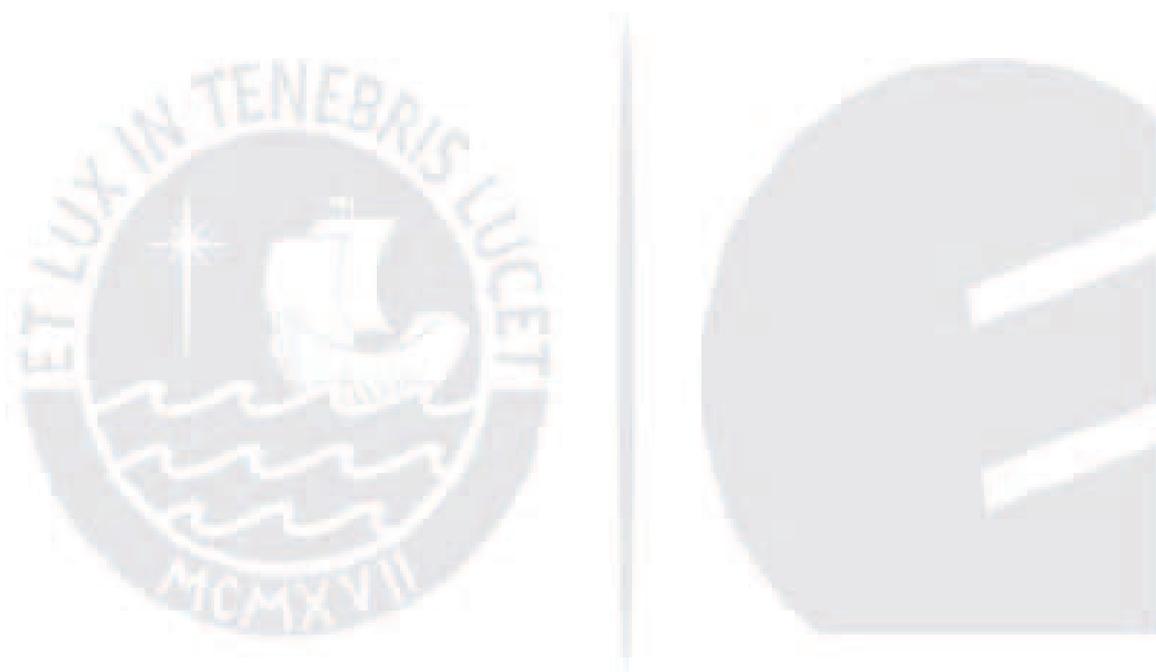


Tabla 32. Valores mínimos según características de BGC.

Pilar	Características	Valor mínimo	Criterio de definición de valor mínimo
1	Años de operación de la empresa	mayor a 10 años	Owusu-Ansah (1998) indicó que es posible analizar a empresas maduras que cuentan con información pública. Dado el sector agroindustrial, el mínimo tiempo de operación para organizarse es de 10 años.
1	% Incremento de ventas	mayor o igual a 4.1%	Cuanto menor es el nivel de ventas mayor es el endeudamiento en unas empresas. Xiao, Yang y Chow (2004) señalaron que, generalmente, las empresas con mayores niveles de deuda se encuentran en mayor vigilancia por parte de los acreedores y justamente por dicha razón se esfuerzan por generar mayores niveles de información corporativa. Por lo tanto, se espera una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de la empresa y el nivel de transparencia de información en el gobierno corporativo. (Samaha, Dahawy, Hussainey y Stapleton, 2012).
2	Estructura de la sociedad	JGA/Directorio/Alta Gerencia	Adams, Hermalin y Weisbach (2003) indicaron que es necesario mejorar la interacción entre las partes de una sociedad: Accionistas, Directorio y la Alta Dirección; y alinear sus intereses.
2	Número de reuniones de la JGA	mayor o igual a uno (1)	Según la Ley General de Sociedades, Artículo 114, por lo menos se debe realizar una reunión al año de la JGA.
3	% rotación de trabajadores	Mayor o igual a cero (0)	Según los artículos 178 y 179 de la Ley General del Trabajo se considera positiva la rotación de trabajadores cuando se da un incremento de personal y negativa en el caso contrario. Los grupos sindicales saben que si la reducción de personal es mayor al 10% del total de trabajadores, aquel procedimiento es catalogado como despido colectivo, razón que en definitiva afecta la buena relación entre los sindicatos, accionistas y demás Stakeholders pertenecientes a tales gremios.
3	Tamaño del directorio	mayor o igual a cinco (5)	Lizcano (2006) manifestó que todo gobierno corporativo que reconozca como objetivo la generación de valor para los accionistas, puede calificarse como bueno si alcanza dicho objetivo socialmente responsable, a partir del buen uso del Código de Buen Gobierno Corporativo vigente en cada país; siempre y cuando este contenga entre sus estatutos, recomendaciones orientadas a conseguir tal fin. Prabowo y Simpson (2011) indicaron que el valor promedio del tamaño de la junta de directores es aproximadamente nueve personas con una desviación estándar de aproximadamente dos. Por lo tanto, el número promedio de directores de la junta según la mayoría de la muestra está entre 7 y 11 personas.
3	Número de reuniones del directorio	mayor o igual a seis (6)	Otro estudio realizado por Guo y KGA (2012) indica que el tamaño medio de la junta de directores es 7,78 por junta con una desviación estándar de 2.1. Por lo tanto, el número promedio de directores de la junta según la mayoría de la muestra está entre 5,77 y 9,79 personas. Esto está alineado a lo establecido por la Ley General de Sociedades, Artículo 155, que indica que en ningún caso el número de directores es menor de tres.
3	% de directores que son externos e independientes	33%	Según la Firma de Auditores JCGC, el número de reuniones del consejo de administración, al año, no debe ser inferior a seis.
3	% de directores que son mujeres	mayor a cero (0)	Adams, Hermalin y Weisbach (2003) indicaron que la existencia de directores independientes favorece a mejorar la sociedad; éste debe ser 33% del Directorio. Según McInerney-Lacombe, Bilimoria y Salipante (2008), a mayor diversidad de género en el directorio, mayor calidad de comunicación y de deliberaciones. La participación de la mujer crea un mayor control sobre la gerencia e incremento de la transparencia en los comités de auditoría y las prácticas de buen gobierno corporativo. (Hillman, Shropshire y Cannella, 2007).
3	% de directores que son a su vez gerentes en la misma empresa (respecto a los directores)	igual a cero (0)	La Teoría de la Agencia sostiene que la dualidad del CEO podría afectar el control efectivo ejercido por el directorio (Samaha, Dahawy, Hussainey & Stapleton, 2012).
3	% de directores que son a su vez gerentes en otra empresa (respecto a los directores)	igual a cero (0)	Esta dualidad de cargos podría derivar en posibles conflictos de interés, agrega Boysen, directora de Ciencia Política y Políticas Públicas de la Facultad de Gobierno de la Universidad del Desarrollo (UDD).
3	% de directores que son a su vez son directores en otras empresas (respecto a los directores)	igual a cero (0)	Esta dualidad de cargos podría derivar en posibles conflictos de interés, agrega Boysen, directora de Ciencia Política y Políticas Públicas de la Facultad de Gobierno de la Universidad del Desarrollo (UDD).
4	Cuenta con auditoría externa anual	Sí	García-Ayuso, Ruíz y Zamora (2003) indicaron que una forma de controlar la calidad de información que se publica de una compañía, es mediante el informe de auditoría.
5	Transparencia y divulgación de información según ficha de cumplimiento (10150).	Al menos se ubica la memoria auditada	Owusu-Ansah (1998) indicó que las empresas maduras tienden a divulgar información para mostrar ventaja competitiva frente a las demás, además cuentan con el historial de información. Mínimo se publicará: - Información de la empresa en su página web u otro medio de comunicación - Reportar el Formulario 10150 a la SMV. Briano y Saavedra (2015) analizaron el nivel de transparencia en GC y encontró un nivel ascendente de la transparencia del GC en los países de Argentina, Brasil, Chile y México.

Capítulo IV: Resultados

4.1 Introducción

Después de haberse definido en el Capítulo I los objetivos y las variables de estudio, el problema y las preguntas de investigación y en el Capítulo III el análisis documental como método para la recolección de información y el procedimiento de análisis de la información. En el presente capítulo se tabulará la información proveniente de las memorias anuales y de los reportes de cumplimiento de buen gobierno corporativo según las características de gobierno corporativo, descritas en el capítulo previo, para luego calcular el IBGC por cada empresa y año. Seguido, y con ayuda de estadística descriptiva, la relación entre las variables de estudio que son: El buen gobierno corporativo, a partir del IBGC y la generación de valor financiero, a partir de los indicadores financieros EVA, Q de Tobin, Índice de Lucratividad, ROA y ROE.

4.2 Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Agroindustriales Peruanas

Contando con las características y parámetros para calificar el nivel de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo y con ello el buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas y el método para recolectar y analizar la información, en el presente acápite se calculará el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), el cual estará expresado mediante características con rangos de aceptación, calificándosele como uno si cumple los parámetros definidos o cero si no lo hace. Dicha revisión se realizará para cada empresa y año contemplado dentro del estudio, para luego compararse con los promedios del sector y explicar las razones que pudieron ocasionar tales resultados. Conviene recalcar que las características definidas, englobaron a cada uno de los 31 principios y 5 pilares del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, versión 2013. (Ver Tablas 34 a 39).

Tabla 33. Resultados financieros y cálculo del índice de gobierno corporativo por empresa, 2010-2015.

Nombre de Empresas	2015					2014					2013					2012					2011					2010				
	IBGC	ROE	ROA	IL	EVA	IBGC	ROE	ROA	IL	EVA	IBGC	ROE	ROA	IL	EVA	IBGC	ROE	ROA	IL	EVA	IBGC	ROE	ROA	IL	EVA	IBGC	ROE	ROA	IL	EVA
CARTAVIO S.A.A	64%	9.5%	6.4%	62.92	-76,073.30	71%	6.5%	4.0%	88.10	-51,396.80	50%	4.9%	3.0%	46.67	-46,677.26	57%	8.7%	5.5%	97.83	-17,897.31	57%	27.1%	17.7%	82.14	16,294.32	71%	20.5%	13.3%	ND	21,599.88
CASAGRANDE S.A.A	57%	7.3%	5.4%	46.67	-190,400.44	57%	4.4%	3.1%	92.02	-139,127.20	43%	1.3%	0.9%	56.40	-158,665.55	57%	8.0%	5.6%	95.38	-45,660.23	57%	26.2%	19.1%	91.27	11,950.37	50%	14.8%	11.1%	ND	4,733.07
SAN JACINTO S.A.A.	64%	3.9%	2.2%	60.94	-42,425.10	43%	0.8%	0.5%	97.57	-48,564.42	43%	0.2%	0.1%	46.84	-43,221.98	43%	2.8%	1.7%	98.75	-18,241.38	57%	40.4%	22.8%	114.29	-7,456.71	57%	9.7%	4.9%	ND	-9,851.92
SINTUCO S.A.	57%	5.8%	4.9%	92.17	-12,413.97	57%	3.7%	3.0%	63.82	-8,232.20	50%	-0.1%	-0.1%	100.49	-8,451.99	50%	11.8%	9.5%	96.67	-3,544.13	57%	13.2%	10.7%	98.96	-2,300.14	64%	13.1%	11.0%	ND	-1,163.73
EL INGENIO S.A.	64%	3.0%	2.2%	0.00	-6,979.91	71%	0.7%	0.5%	0.00	-6,652.60	71%	-7.9%	-5.9%	0.00	-8,505.20	57%	10.3%	8.2%	0.00	-4,677.19	64%	14.4%	12.2%	0.00	-3,898.20	64%	3.7%	3.3%	ND	-4,746.79
PARAMONGA S.A.A.	71%	2.0%	1.4%	0.00	-78,441.22	71%	0.4%	0.3%	0.00	-79,417.01	64%	-0.9%	-0.6%	0.00	-90,403.45	64%	1.8%	1.3%	0.00	-40,725.87	64%	19.7%	13.2%	0.00	-34,366.40	71%	15.9%	9.7%	ND	-1,025.51
CHUCARAPI S.A	64%	12.9%	-6.5%	0.00	-16,702.20	71%	-6.8%	-7.1%	0.00	-15,122.85	71%	6.5%	-2.5%	0.00	-14,758.06	79%	11.7%	0.1%	0.00	-14,197.76	79%	69.0%	-0.4%	0.00	-12,125.17	64%	58.5%	-4.0%	ND	-6,175.01
LAREDO S.A.A.	64%	1.0%	0.7%	84.84	-81,978.47	79%	7.6%	5.5%	97.45	-40,362.78	64%	6.7%	4.8%	86.94	-49,305.20	71%	10.3%	7.3%	132.95	-41,606.61	79%	14.2%	9.9%	85.96	-18,011.96	79%	9.8%	6.8%	ND	-35,929.25
SAN JUAN S.A.	64%	-1.8%	-0.9%	0.00	-14,525.58	79%	4.1%	2.4%	0.00	-10,285.27	57%	7.3%	4.5%	0.00	-8,026.41	57%	11.9%	8.0%	0.00	-3,541.36	57%	9.7%	6.5%	98.04	-7,745.50	64%	3.2%	2.1%	ND	-11,035.88
CAYALTI S.A.A.	64%	-26.6%	-7.7%	0.00	-38,040.88	71%	-32.4%	-3.1%	0.00	-43,165.17	79%	-97.4%	-12.9%	0.00	-31,989.08	79%	-39.8%	-6.9%	0.00	-25,277.44	79%	-4.7%	-0.8%	0.00	-19,381.07	86%	-8.3%	-1.5%	ND	-28,742.92

Tabla 34. Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2010.

Pilar	características	Valor de referencia	AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.	AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.	AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A.	CENTRAL AZUCARERA CHUCARAPI PAMPA BLANCA S.A	CARTAVIO S.A.A	EMPRESA AGROINDUSTRIAL CAYALTI S.A.A.	CASAGRANDE S.A.A	EMPRESA AGRICOLA SAN JUAN S.A.	EMPRESA AGRICOLA SINTUCO S.A.	EMPRESA AZUCARERA EL INGENIO S.A.
1	Años de operación de la empresa	mayor o igual a 10 años	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	mayor o igual a 4.1% JGA/Directorio/Alta Gerencia	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1
2	Estructura de la sociedad		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Número de reuniones de la JGA	mayor o igual a 1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
3	% rotación de trabajadores	mayor o igual a 0%	0	0	1	0	1	1	0	1	0	0
3	Tamaño del directorio		1	1	0	1	1	1	1	0	1	1
3	Número de reuniones del directorio	mayor o igual a 6	1	1	0	1	0	1	0	0	0	0
3	% de directores que son externos e independientes	mayor o igual a 33%	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
3	% de directores que son mujeres	mayor a 0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	% de directores que son a su vez gerentes en la misma empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1
3	% de directores que son a su vez gerentes en otra empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	1	1	0	1	1	1	0	0	1	1
3	% de directores que son a su vez son directores en otras empresas (respecto a los directores)	Igual a 0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	sí	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Publicación y divulgación de al menos la memoria auditada	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total			11	10	8	9	10	12	7	9	9	9
IBGC			79%	71%	57%	64%	71%	86%	50%	64%	64%	64%

Tabla 35. Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2011.

Pilar	características	Valor de referencia	AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.	AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.	(AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A.	CENTRAL AZUCARERA CHUCARAPI PAMPA BLANCA S.A	CARTAVIO S.A.A	EMPRESA AGROINDUSTRIAL CAYALTI S.A.A.	CASAGRANDE S.A.A	EMPRESA AGRICOLA SAN JUAN S.A.	EMPRESA AGRICOLA SINTUCO S.A.	EMPRESA AZUCARERA EL INGENIO S.A.
1	Años de operación de la empresa	mayor o igual a 10 años	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	mayor o igual a 4.1% JGA/Directorio/Alta Gerencia	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Estructura de la sociedad		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Número de reuniones de la JGA	mayor o igual a 1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
3	% rotación de trabajadores	mayor o igual a 0%	1	0	1	1	1	1	1	0	0	0
3	Tamaño del directorio		1	1	0	1	0	1	1	0	0	1
3	Número de reuniones del directorio	mayor o igual a 6	1	1	0	1	0	1	0	0	0	0
3	% de directores que son externos e independientes	mayor o igual a 33%	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
3	% de directores que son mujeres	mayor a 0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	% de directores que son a su vez gerentes en la misma empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1
3	% de directores que son a su vez gerentes en otra empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	0	1	1	1	0	0	1	1
3	% de directores que son a su vez son directores en otras empresas (respecto a los directores)	Igual a 0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	Sí	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Publicación y divulgación de al menos la memoria auditada	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total			11	9	8	11	8	12	8	8	8	9
IBGC			79%	64%	57%	79%	57%	86%	57%	57%	57%	64%

Tabla 36. Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2012.

Pilar	características	Valor de referencia	AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.	AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.	AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A.	CENTRAL AZUCARERA CHUCARAPI PAMPA BLANCA S.A.	CARTAVIO S.A.A.	EMPRESA AGROINDUSTRIAL CAYALTI S.A.A.	CASAGRANDE S.A.A.	EMPRESA AGRICOLA SAN JUAN S.A.	EMPRESA AGRICOLA SINTUCO S.A.	EMPRESA AZUCARERA EL INGENIO S.A.
1	Años de operación de la empresa	mayor o igual a 10 años	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	mayor o igual a 4.1% JGA/Directorio/Alta Gerencia	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
2	Estructura de la sociedad		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Número de reuniones de la JGA	mayor o igual a 1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
3	% rotación de trabajadores	mayor o igual a 0%	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0
3	Tamaño del directorio		1	1	0	1	0	1	1	0	0	1
3	Número de reuniones del directorio	mayor o igual a 6	1	1	0	1	0	1	1	0	0	0
3	% de directores que son externos e independientes	mayor o igual a 33%	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
3	% de directores que son mujeres	mayor a 0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	% de directores que son a su vez gerentes en la misma empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1
3	% de directores que son a su vez gerentes en otra empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	0	1	1	1	0	0	1	1
3	% de directores que son a su vez son directores en otras empresas (respecto a los directores)	Igual a 0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	sí	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Publicación y divulgación de al menos la memoria auditada	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total			10	9	6	11	8	11	8	8	7	8
IBGC			71%	64%	43%	79%	57%	79%	57%	57%	50%	57%

Tabla 37. Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2013.

Pilar	características	Valor de referencia	AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.	AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.	AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A.	CENTRAL AZUCARERA CHUCARAPI PAMPA BLANCA S.A	CARTAVIO S.A.A	EMPRESA AGROINDUSTRIAL CAYALTI S.A.A.	CASAGRANDE S.A.A	EMPRESA AGRICOLA SAN JUAN S.A.	EMPRESA AGRICOLA SINTUCO S.A.	EMPRESA AZUCARERA EL INGENIO S.A.
1	Años de operación de la empresa	mayor o igual a 10 años	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	mayor o igual a 4.1%	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Directorio/Alta Gerencia	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Número de reuniones de la JGA	mayor o igual a 1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
3	% rotación de trabajadores	mayor o igual a 0%	0	0	0	1	0	0	0	1	0	1
3	Tamaño del directorio	mayor o igual a 6	1	1	0	0	0	1	1	0	0	1
3	Número de reuniones del directorio	mayor o igual a 6	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0
3	% de directores que son externos e independientes	mayor o igual a 33%	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
3	% de directores que son mujeres	mayor a 0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	% de directores que son a su vez gerentes en la misma empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1
3	% de directores que son a su vez gerentes en otra empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	0	1	1	1	0	0	1	1
3	% de directores que son a su vez son directores en otras empresas (respecto a los directores)	Igual a 0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	sí	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Publicación y divulgación de al menos la memoria auditada	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total			9	9	6	10	7	11	6	8	7	10
IBGC			64%	64%	43%	71%	50%	79%	43%	57%	50%	71%

Tabla 38. Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2014.

Pilar	características	Valor de referencia	AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.	AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.	AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A.	CENTRAL AZUCARERA CHUCARAPI PAMPA BLANCA S.A	CARTAVIO S.A.A	EMPRESA AGROINDUSTRIAL CAYALTI S.A.A.	CASAGRANDE S.A.A	EMPRESA AGRICOLA SAN JUAN S.A.	EMPRESA AGRICOLA SINTUCO S.A.	EMPRESA AZUCARERA EL INGENIO S.A.
1	Años de operación de la empresa	mayor o igual a 10 años	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	mayor o igual a 4.1%	1	0	0	0	1	1	0	1	0	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Directorio/Alta Gerencia	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Número de reuniones de la JGA	mayor o igual a 1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
3	% rotación de trabajadores	mayor o igual a 0%	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1
3	Tamaño del directorio		1	1	0	1	0	1	1	1	0	1
3	Número de reuniones del directorio	mayor o igual a 6	1	1	0	1	1	1	1	1	0	0
3	% de directores que son externos e independientes	mayor o igual a 33%	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
3	% de directores que son mujeres	mayor a 0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	% de directores que son a su vez gerentes en la misma empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1
3	% de directores que son a su vez gerentes en otra empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	0	1	1	1	0	0	1	1
3	% de directores que son a su vez son directores en otras empresas (respecto a los directores)	Igual a 0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	sí	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Publicación y divulgación de al menos la memoria auditada	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total			11	10	6	10	10	10	8	11	8	10
IBGC			79%	71%	43%	71%	71%	71%	57%	79%	57%	71%

Tabla 39. Análisis de buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas, cálculo del IBGC del año 2015.

Pilar	características	Valor de referencia	AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.	AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.	AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A.	CENTRAL AZUCARERA CHUCARAPI PAMPA BLANCA S.A	CARTAVIO S.A.A	EMPRESA AGROINDUSTRIAL CAYALTI S.A.A.	CASAGRANDE S.A.A	EMPRESA AGRICOLA SAN JUAN S.A.	EMPRESA AGRICOLA SINTUCO S.A.	EMPRESA AZUCARERA EL INGENIO S.A.
1	Años de operación de la empresa	mayor o igual a 10 años	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	mayor o igual a 4.1%	0	1	1	0	0	0	1	0	1	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Directorio/Alta Gerencia	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Número de reuniones de la JGA	mayor o igual a 1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
3	% rotación de trabajadores	mayor o igual a 0%	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0
3	Tamaño del directorio		1	1	0	1	0	1	1	1	0	1
3	Número de reuniones del directorio	mayor o igual a 6	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0
3	% de directores que son externos e independientes	mayor o igual a 33%	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
3	% de directores que son mujeres	mayor a 0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	% de directores que son a su vez gerentes en la misma empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	1	0	1	1	0	1	1	1
3	% de directores que son a su vez gerentes en otra empresa (respecto a los directores)	Igual a 0	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1
3	% de directores que son a su vez son directores en otras empresas (respecto a los directores)	Igual a 0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	sí	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Publicación y divulgación de al menos la memoria auditada	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total			9	10	9	9	9	9	8	9	8	9
IBGC			64%	71%	64%	64%	64%	64%	57%	64%	57%	64%

4.3 Resultados de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Agroindustriales

Peruanas

Tabla 40. *IBGC obtenidos.*

Empresas	IBGC					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cartavio S.A.A	71%	57%	57%	50%	71%	64%
Casagrande S.A.A	50%	57%	57%	43%	57%	57%
Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.	86%	79%	79%	79%	71%	64%
Central Azucarera Chucarapi Pampa Blanca S.A	64%	79%	79%	71%	71%	64%
Empresa Azucarera El Ingenio S.A.	64%	64%	57%	71%	71%	64%
Agroindustrial Laredo S.A.A.	79%	79%	71%	64%	79%	64%
Agro Industrial Paramonga S.A.A.	71%	64%	64%	64%	71%	71%
Agroindustrias San Jacinto S.A.A.	57%	57%	43%	43%	43%	64%
Empresa Agrícola San Juan S.A.	64%	57%	57%	57%	79%	64%
Empresa Agrícola Sintuco S.A.	64%	57%	50%	50%	57%	57%
Índice Promedio del Sector	67%	65%	61%	59%	67%	64%

De los resultados obtenidos y mostrados en las Tablas 34 - 39, se detallan a continuación las características más representativas de cada empresa:

- a) En agroindustrial Laredo S.A.A se verificó que hubo variabilidad en las ventas, especialmente en los años 2013 y 2015. Respecto al directorio, sus miembros desempeñaron diferentes roles en la misma empresa; así mismo, es la única empresa de la muestra seleccionada que incluyó a una mujer como parte del directorio. En cuanto a la rotación del personal, presentó más contrataciones laborales que retiros de trabajadores.
- b) En agroindustrial Paramonga S.A.A. se verificó gran variabilidad de las ventas en el periodo analizado. Contó con un tamaño adecuado de directorio, generalmente

conformado por siete miembros, quienes se reunieron hasta doce veces al año. Paramonga reconoció la participación de directores externos e independientes, por ello incluyó a dos de ellos como parte de su composición. Al mismo tiempo, algunos de sus directores desempeñaron el mismo rol en diferentes empresas relacionadas al grupo Wong. Así también, es una de las empresas que presentó baja rotación de personal, con ingresos y retiros de trabajadores.

c) En agroindustrias San Jacinto S.A.A se apreció un lento crecimiento de las ventas, lo cual después del año 2012, se tradujo en una caída de las ventas que fue drástica. Al pertenecer San Jacinto al grupo Gloria, compartió el mismo directorio con las empresas del grupo; este directorio estuvo compuesto por tres miembros y ninguno fue externo o independiente. Desde el año 2012 hasta el 2015, San Jacinto presentó continuos retiros de personal de la empresa.

d) En Central Azucarera Chucarapi Pampa Blanca S.A las ventas fueron variables, especialmente en el año 2015 cuando se apreció una fuerte caída. El tamaño del directorio fue generalmente seis y realizaron hasta nueve sesiones por año. Algunos de sus directores asumieron otros roles, como el de gerentes dentro de la misma empresa. En cuanto a la rotación de personal, generalmente fue positiva; es decir, contrataron más personal, sin embargo en el año 2015 tuvo un alto número de trabajadores retirados.

e) En Cartavio S.A.A se verificó que las ventas fueron afectadas principalmente en los años 2012 y 2013, desde ese entonces se evidencia un crecimiento lento. La rotación del personal varió levemente, con ingresos y retiros de trabajadores. Cartavio al pertenecer al grupo Gloria compartió el mismo directorio con otras empresas relacionadas del grupo, y ésta no cumplió con el mínimo definido de

directores externos o independientes, por no haber ningún independiente. El número de reuniones del directorio varió entre tres y seis.

- f) La empresa agrícola San Juan S.A., después de la crisis del año 2012, tuvo un comportamiento oscilante en las ventas. Respecto a la rotación del personal, fue la empresa agroindustrial con la más alta tasa de contratación de personal después del año 2012. Así mismo, el número de reuniones del directorio de la empresa fue en su mayoría más bajo que el promedio del sector.
- g) La empresa agrícola Sintuco S.A. experimentó poco o ningún crecimiento en las ventas, siendo la menor del sector después de la crisis del año 2012; sin embargo, en el año 2015 empezó a recuperarse. En el periodo analizado, no contó con directores externos o independientes; así mismo, el directorio se reunió pocas veces en el año, entre tres y cinco veces, características que no cumplió con el promedio del sector.
- h) En la empresa azucarera El Ingenio S.A. se verificó que el crecimiento en las ventas fue creciente después del año 2012. El tamaño del directorio fue cinco, el que usualmente se reunió dos veces al año. Cabe resaltar que todos sus miembros asumieron el mismo rol en otras empresas relacionadas al grupo Wong. La empresa, solía contratar siempre más personal; sin embargo, en el año 2015 presentó un gran número de despido de trabajadores.
- i) La empresa agroindustria Casagrande S.A.A experimentó un lento crecimiento de las ventas después de la crisis del año 2012. Realizó cada año abundante retiro de trabajadores. Así mismo, en el periodo analizado no contó con directores externos o independientes; ni cumplió con el número promedio de directores comparada con otras empresas del mismo sector.

4.2 Análisis Financiero Por Empresa, Sector Agroindustrial

4.2.1 Agroindustrial Laredo S.A.A.

Durante el período comprendido entre 2010-2015, el crecimiento anual compuesto (CAGR) del ingreso por ventas fue de +3.1%. Según la figura 29, en el año 2010 el 86% de las ventas provinieron de la azúcar blanca. Sin embargo, a partir de 2011, el mix de producción se decantó principalmente hacia el azúcar rubia, la que en el año 2015 tuvo una participación del 90.7% de las ventas.

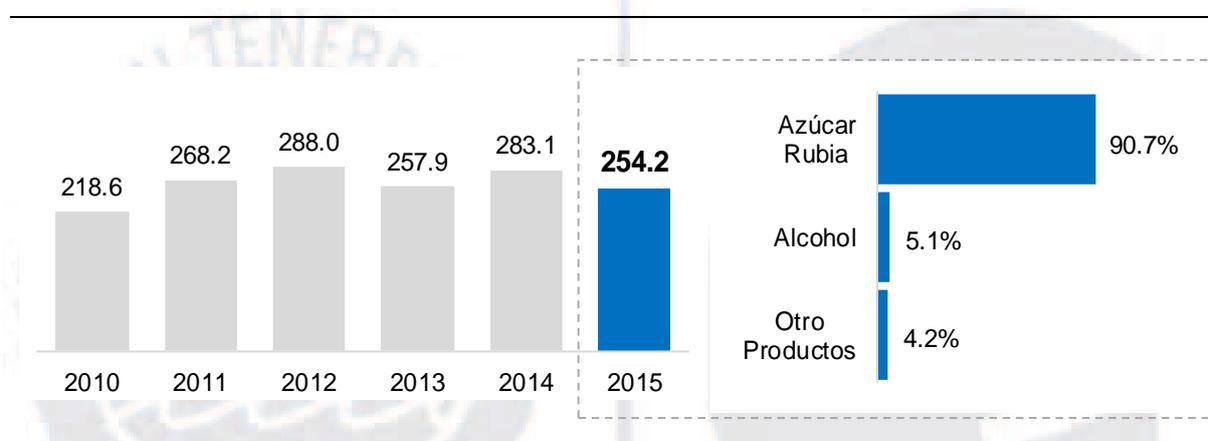


Figura 29. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Agroindustrial Laredo S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL).

Tabla 41. Márgenes Agroindustrial Laredo S.A.A.

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	24.8%	31.7%	27.6%	29.0%	28.3%	16.0%
Margen Bruto Ajustado	31.0%	31.7%	32.4%	32.6%	31.7%	19.7%
Gastos de Ventas * / Ventas	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%
Gastos de Administración * / Ventas	5.6%	6.6%	7.7%	8.1%	7.7%	8.2%
Margen EBIT	19.8%	25.8%	23.4%	20.8%	19.9%	8.6%
Margen EBIT Ajustado	17.3%	24.9%	19.3%	20.3%	19.8%	7.2%
Margen Neto	14.4%	22.3%	19.2%	14.2%	14.9%	2.1%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El comportamiento de los márgenes, mostrado en la Tabla 41, está explicado por: (a) incremento del costo de las materias primas e insumos, los cuales en el año 2010 representaron el 48% de las ventas, mientras que en el año 2015 pasaron a ser el 66%. Dicha situación impacta de forma directa en la reducción del Margen Bruto, (b) los Gastos de

Ventas han experimentado un CAGR 15-10 de +14.6%, generando que pasaran de representar en el año 2010 un 0.3% de las Ventas a 0.5% en el año 2015, (c) los Gastos Administrativos presentaron un CAGR 15-10 de +6.0%, lo que condujo que llegasen a significar el 8.2% de las Ventas en el año 2015 (5.6% en 2010), (d) los incrementos en los costos y gastos mencionados líneas arriba dieron como resultado una disminución en el Margen EBIT. Situación similar, y en algunos años acentuados, ocurrió con el Margen EBIT ajustado, pues este indicador busca excluir el efecto de aquellos rubros que no reflejan la gestión propia del negocio (Ejemplo: Cambios en el valor razonable de activos biológicos).

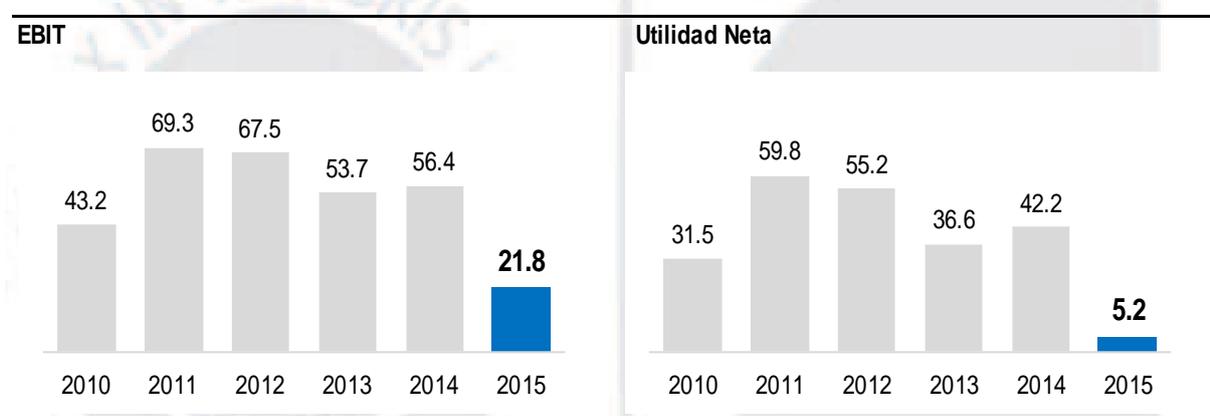


Figura 30. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial Laredo S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL).

El EBIT y la Utilidad Neta han mostrado un CAGR de -12.8% y -30.2% durante el período comprendido entre 2015 y 2010. Es importante mencionar que durante los años 2013 al 2015, la Utilidad Neta se vio impactada por i) mayores gastos financieros y ii) gastos derivados de la diferencia de cambio de sus pasivos financieros.

Como se aprecia en la Tabla 42, la rentabilidad de la compañía ha venido disminuyendo durante la ventana histórica analizada producto de los mayores costos, reflejando así una menor Utilidad Neta.

Tabla 42. *Rentabilidad Agroindustrial Laredo S.A.A.*

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	6.8%	9.9%	7.3%	4.8%	5.5%	0.7%
ROE	9.8%	14.2%	10.3%	6.7%	7.6%	1.0%
ROIC	6.6%	11.1%	6.9%	7.2%	7.7%	2.0%
WACC	14.9%	14.5%	13.6%	14.9%	13.9%	14.2%
EVA	(35,929)	(18,012)	(41,607)	(49,305)	(40,363)	(81,978)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Asimismo, esto trajo como resultado que, dado que el costo del capital es mayor al rendimiento del mismo, la compañía destruya valor (medido a través del EVA). Dicha situación es capturada por el mercado, pues al cierre de 2015, el valor de mercado de la compañía es 0.5x su valor contable (Q de Tobin).

Tabla 43. *Liquidez Agroindustrial Laredo S.A.A.*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	1.2x	1.6x	1.2x	0.7x	0.8x	0.7x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	8,397	33,151	13,384	(23,006)	(20,022)	(32,841)
Efectivo / Pasivo Corriente	14.3%	2.2%	3.0%	2.4%	5.9%	4.8%
Prueba ácida	46.3%	74.6%	51.0%	50.3%	55.4%	42.9%
Plazo promedio de cobros (Días)	19.5	44.1	31.9	45.0	41.1	35.9
Período promedio de inventario (Días)	20.8	28.1	24.0	25.1	23.3	24.5
Período promedio de pagos (Días)	29.3	29.9	29.3	27.5	38.8	35.5
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	11.0	42.4	26.5	42.6	25.5	24.8

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Como se aprecia en la Tabla 43, durante los últimos años de la ventana histórica analizada, el ratio de liquidez corriente se mantuvo por debajo de uno, lo que podría ser un indicio de problemas de liquidez. Dicha situación está explicada porque: (a) el pasivo corriente incluye la parte corriente de las obligaciones financieras de largo plazo y (b) en menor medida, por el volumen de las cuentas por pagar comerciales.

Tabla 44. *Liquidez Agroindustrial Laredo S.A.A.*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	33.9%	18.6%	16.2%	19.4%	19.2%	30.5%
Deuda Financiera LP / Equity	26.4%	17.4%	12.2%	12.3%	13.3%	19.4%
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	2.5x	1.4x	1.3x	2.0x	1.9x	7.2x
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	2.3x	1.4x	1.3x	1.9x	1.8x	7.0x
EBIT / Gastos Financieros (veces)	4.0x	9.4x	11.5x	8.2x	7.7x	2.5x

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Laredo S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

De los indicadores de solvencia mostrados en la Tabla 44, se observa que: (a) la empresa cuenta con una política de financiamiento moderada, puesto que en la ventana histórica analizada, el nivel de deuda financiera a patrimonio alcanzó niveles máximos de 33.9%, estando concentrada en el largo plazo, (b) en línea con el bajo nivel de apalancamiento, se aprecian sólidos índices de cobertura, pues al cierre del año 2015 la Utilidad Operativa representó 2.5x veces los Gastos Financieros.

4.2.2 Agroindustrial Paramonga S.A.A.

Durante el período comprendido entre los años 2010-2015, el CAGR del ingreso por ventas fue de -1.3% . Como se observa en la Figura 31, si bien en los años 2013 y 2014 los niveles de ventas obtenidos estuvieron por debajo de los alcanzados en los períodos previos, al cierre del año 2015 las ventas comenzaron a recuperarse, pero aún sin alcanzar niveles iguales o superiores a los obtenidos durante el año 2011.

Por otro lado, es importante considerar que el mix de producción está concentrado básicamente por la elaboración de azúcar rubia, la cual en el año 2015 representó más del 80% de las ventas.

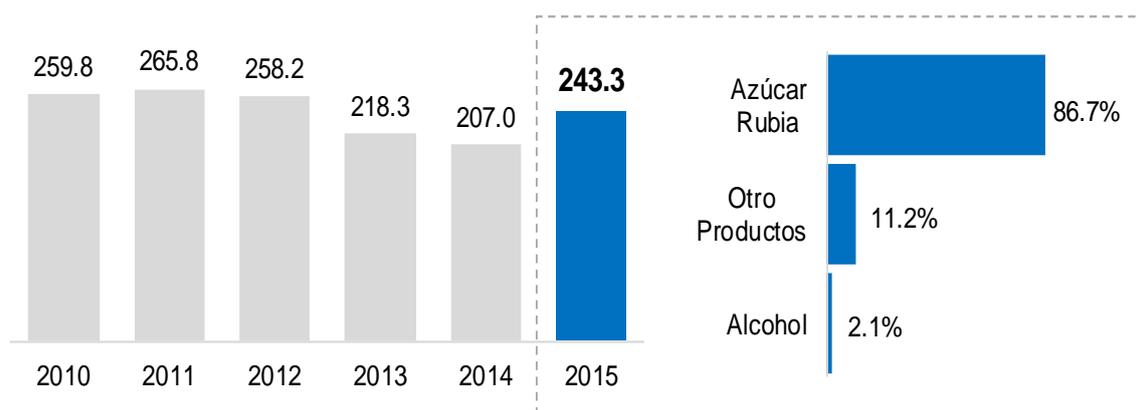


Figura 31. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Agroindustrial Paramonga S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL).

Tabla 45. *Márgenes Agroindustrial Paramonga S.A.A.*

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	42.0%	38.7%	36.5%	21.8%	21.3%	32.0%
Margen Bruto Ajustado	49.3%	47.1%	45.8%	34.5%	32.2%	41.6%
Gastos de Ventas * / Ventas	2.3%	2.1%	3.3%	2.8%	3.0%	4.2%
Gastos de Administración * / Ventas	9.3%	10.7%	10.5%	10.6%	10.0%	9.8%
Margen EBIT	30.0%	42.1%	3.8%	0.9%	1.6%	16.2%
Margen EBIT Ajustado	30.0%	25.1%	21.9%	7.4%	7.3%	17.0%
Margen Neto	21.3%	35.0%	4.2%	(2.5%)	1.3%	4.8%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El comportamiento de los márgenes, como se observa en la Tabla 45, está explicado por: (a) disminución de los ingresos de la compañía, los cuales se empiezan a recuperar en 2015. No obstante, el nivel de ventas no alcanza los niveles obtenidos en los primeros años del periodo de análisis, (b) fuerte incremento en el costo de los servicios prestados por terceros imputados al Costo de Ventas. Dicha situación se puede observar claramente en la reducción del Margen Bruto a lo largo de los años, (c) los Gastos de Ventas han experimentado un CAGR 15-10 de +12.3%, generando que pasaran de representar en 2010 un 2.3% de las Ventas a 4.2% en 2015, (d) los Gastos Administrativos presentaron un CAGR 15-10 de +0.5%, lo que condujo a un ligero incremento del valor que representan respecto de las ventas (9.8% de las Ventas en 2015; 9.3% en 2010).

Por otra parte, la disminución del nivel de ventas y el incremento de los gastos mencionados líneas arriba fueron los principales factores que originaron la disminución en el Margen EBIT. Situación similar ocurrió con el Margen EBIT ajustado. No obstante, en los periodos de años 2012, 2013 y 2014, el Margen EBIT ajustado mostró mejores resultados producto de la exclusión de los cambios en el valor razonable de activos biológicos (negativos en dichos periodos).

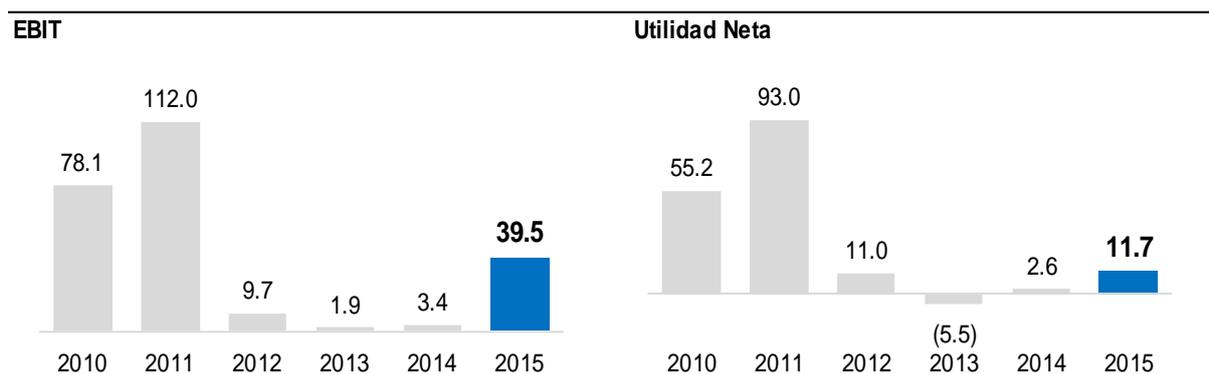


Figura 32. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial Paramonga S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

En la Figura 32 se muestra el EBIT y la Utilidad Neta han mostrado un CAGR de -12.7% y -26.7% durante el período comprendido entre 2015 y 2010. Es importante mencionar que durante los años 2013 al 2015, la Utilidad Neta se vio impactada por: (a) mayores gastos financieros y (b) gastos derivados de la diferencia de cambio de sus pasivos financieros.

En la Tabla 46 se muestra que producto de la disminución en la Utilidad (y el incremento del Activo y Patrimonio en respuesta a los resultados acumulados principalmente de los años 2010 y 2011), la rentabilidad de la compañía ha disminuido de manera considerable durante la ventana histórica analizada.

Tabla 46. Rentabilidad. Agroindustrial Paramonga S.A.A.

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	9.7%	13.2%	1.3%	(0.6%)	0.3%	1.4%
ROE	15.9%	19.7%	1.8%	(0.9%)	0.4%	2.0%
ROIC	14.8%	8.6%	7.8%	2.1%	3.2%	4.3%
WACC	15.0%	14.7%	13.6%	14.6%	14.0%	15.1%
EVA	(1,026)	(34,366)	(40,726)	(90,403)	(79,417)	(78,441)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

La disminución en la rentabilidad trajo como resultado que, dado que el costo del capital es mayor al rendimiento del mismo, la compañía destruye valor (medido a través del EVA) durante todos los períodos de análisis.

Tabla 47. *Liquidez. Agroindustrial Paramonga S.A.A.*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	1.9x	2.9x	2.3x	4.0x	2.9x	2.0x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	64,568	126,351	109,803	117,614	109,756	80,770
Efectivo / Pasivo Corriente	35.8%	49.9%	49.1%	195.2%	107.0%	34.4%
Prueba ácida	106.2%	121.7%	116.3%	357.1%	255.0%	141.5%
Plazo promedio de cobros (Días)	19.8	18.7	14.9	9.8	14.6	16.4
Período promedio de inventario (Días)	29.9	36.0	61.9	28.6	37.8	65.2
Período promedio de pagos (Días)	21.1	23.6	49.6	19.4	17.3	19.1
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	28.6	31.1	27.2	18.9	35.2	62.5

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

En la Tabla 47 se observa que durante la ventana histórica analizada, el ratio de liquidez corriente se mantuvo oscilando alrededor entre 1.9x y 2.0x veces el Pasivo Corriente. Adicionalmente a ello, al cierre del año 2015 el indicador de la prueba ácida se ubicó por encima de 140%, lo que corrobora que la empresa cuenta con los recursos necesarios para afrontar sus obligaciones de corto plazo.

Tabla 48. *Solvencia. Agroindustrial Paramonga S.A.A.*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	27.2%	14.9%	15.2%	21.8%	22.5%	29.8%
Deuda Financiera LP / Equity	20.6%	10.1%	8.2%	19.2%	17.0%	19.7%
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	1.2x	0.8x	9.6x	68.8x	40.5x	4.2x
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	0.9x	0.5x	5.5x	28.9x	22.2x	3.5x
EBIT / Gastos Financieros (veces)	9.5x	17.1x	1.6x	0.3x	0.3x	2.2x

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Paramonga S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Respecto a los indicadores de solvencia, mostrados en la Tabla 48 se puede observar que: (a) la empresa cuenta con una política de financiamiento moderada, puesto que en la ventana histórica analizada, el nivel de deuda financiera a patrimonio alcanzó niveles máximos de 29.8% (solo en 2015), (b) en línea con el moderado nivel de apalancamiento, se aprecia una adecuada posición para hacer frente a sus obligaciones financieras (a excepción de 2013 y 2014), pues la Utilidad Operativa representó, al cierre de 2015, 2.2x veces los Gastos Financieros.

4.2.3 Agroindustrias San Jacinto S.A.A.

Durante el período comprendido entre 2010-2015, el CAGR del ingreso por ventas fue de +7.9%. Al cierre del año 2015, las ventas se recuperaron alcanzando niveles superiores a los de años anteriores, esto a pesar de que el año 2012 las ventas cayeron -15%. (Ver figura 33).

Por otro lado, un aspecto a considerar es que el mix de producción se concentra en la elaboración de azúcar rubia que engloba más del 90% al cierre del año 2015. En los años anteriores, el mix de producción fue similar al del año 2015, centrado en el azúcar rubia.

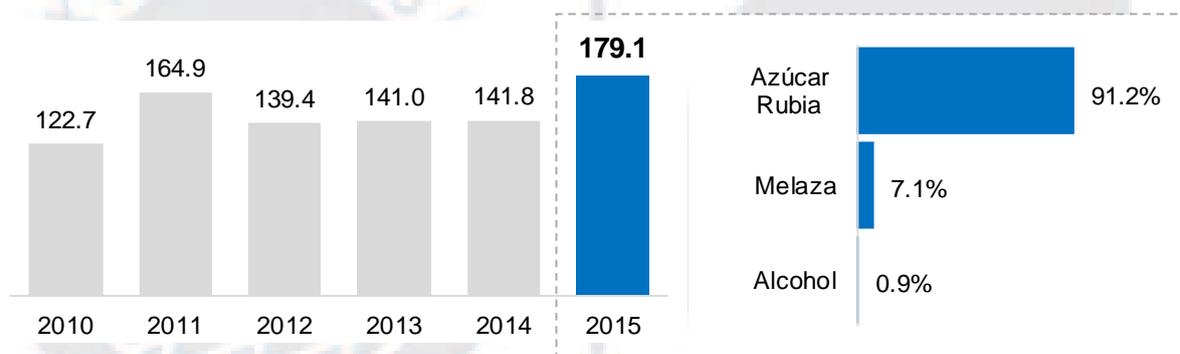


Figura 33. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Agroindustrial San Jacinto S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

Tabla 49. Márgenes. Agroindustrial San Jacinto S.A.A.

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	47.4%	45.8%	38.0%	24.5%	17.7%	21.5%
Margen Bruto Ajustado	50.7%	48.7%	43.7%	30.4%	23.9%	25.0%
Gastos de Ventas * / Ventas	0.2%	0.4%	2.0%	5.0%	4.2%	3.2%
Gastos de Administración * / Ventas	12.4%	5.1%	5.6%	6.0%	6.2%	4.2%
Margen EBIT	32.2%	76.8%	11.0%	14.0%	14.2%	24.8%
Margen EBIT Ajustado	33.9%	37.8%	27.7%	12.2%	5.4%	13.1%
Margen Neto	15.4%	60.7%	6.1%	0.5%	1.7%	6.7%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El Margen EBIT ajustado, mostrado en la Tabla 49 está explicado por: (a) el incremento de los costos asociados a las materias primas (CAGR 10-15: +17.6%) y la partida otros gastos de fabricación, ambos rubros imputados al Costo de Ventas y reflejados en el

Margen Bruto, (b) los Gastos de Ventas han experimentado un CAGR 15-10 de +88.9%, generando que pasaran de representar en el año 2010 un 0.2% de las Ventas a 3.2% en el año 2015, (c) los Gastos Administrativos presentaron un CAGR 15-10 de -10.7%, lo que condujo que llegasen a representar un valor mucho menor respecto a las ventas (del 12.4% de las Ventas en el año 2010 a 4.2% en el año 2015).

La caída de las ventas y el incremento del costo de ventas redujeron el Margen EBIT al año 2011. Sin embargo, el incremento del ingreso y la reducción del gasto administrativo trajeron como resultado la recuperación del Margen EBIT en el año 2015. Cabe mencionar que al extraer los cambios en el valor razonable de activos biológicos, el Margen EBIT ajustado resulta inferior aunque sigue la trayectoria del Margen EBIT.

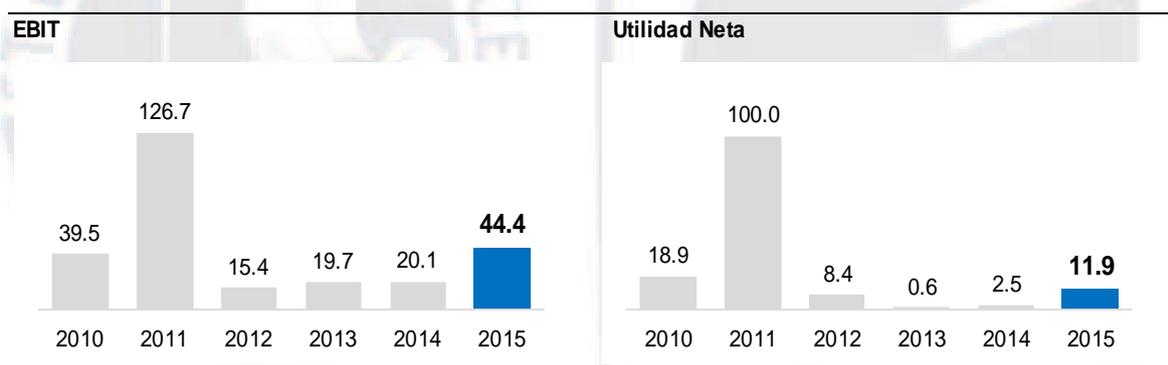


Figura 34. *EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial San Jacinto S.A.A.* Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

En la Figura 34 se muestra el EBIT y la Utilidad Neta, los cuales han mostrado un CAGR de +2.4% y -8.8% durante el período comprendido entre los años 2010 y 2015. Un aspecto a considerar es que durante los años 2013 al 2015, la Utilidad Neta se vio impactada por i) mayores gastos financieros y ii) gastos derivados de la diferencia de cambio de sus pasivos financieros.

En cuanto a la rentabilidad de la compañía, tal y como se lee en la Tabla 50, esta ha venido disminuyendo de manera considerable desde el 2011, recuperándose ligeramente en el

año 2015. A pesar de ello, los niveles alcanzados por la compañía, a excepción del año 2011, son poco alentadores.

Tabla 50. *Rentabilidad. Agroindustrial San Jacinto S.A.A.*

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	4.9%	22.8%	1.7%	0.1%	0.5%	2.2%
ROE	9.7%	40.4%	2.8%	0.2%	0.8%	3.9%
ROIC	10.7%	11.8%	8.4%	3.5%	1.6%	4.1%
WACC	14.0%	14.0%	12.9%	13.8%	12.8%	13.7%
EVA	(9,852)	(7,457)	(18,241)	(43,222)	(48,564)	(42,425)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

La baja rentabilidad, menor al costo del capital, trajo como resultado que la compañía destruya valor (medido a través del EVA) durante todo el período analizado.

Tabla 51. *Liquidez. Agroindustrial San Jacinto S.A.A.*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	1.1x	1.4x	1.2x	0.8x	0.6x	0.6x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	5,377	22,781	6,059	(13,358)	(28,307)	(22,410)
Efectivo / Pasivo Corriente	2.2%	3.4%	16.3%	7.9%	10.0%	2.8%
Prueba ácida	38.3%	47.0%	38.3%	27.5%	18.7%	20.1%
Plazo promedio de cobros (Días)	36.4	29.1	7.9	15.0	2.5	5.7
Período promedio de inventario (Días)	26.3	44.1	96.9	70.6	60.2	59.1
Período promedio de pagos (Días)	114.2	77.0	65.2	71.0	43.7	47.4
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	(51.6)	(3.8)	39.6	14.6	19.0	17.4

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

La Tabla 51 muestra que durante la ventana histórica analizada, el ratio de liquidez corriente se redujo a niveles inferiores a 1x a partir del año 2013 debido principalmente a que: i) Del año 2013 en adelante ya no se contaba con Activos Biológicos en el activo corriente y ii) A un incremento considerable en cuentas por pagar a partes relacionadas, otras cuentas por pagar y provisiones por demandas laborales y civiles. La caída en los indicadores de liquidez podría dar un indicio de problemas para afrontar pasivos de corto plazo de la compañía, sin embargo, este efecto se ve contenido debido a que parte importante de las obligaciones de corto plazo está derivada hacia partes relacionadas.

Tabla 52. *Solvencia. Agroindustrial San Jacinto S.A.A.*

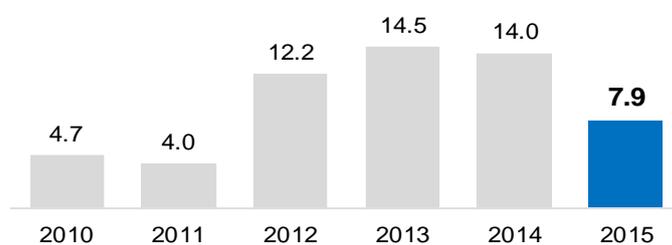
Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	53.8%	35.1%	35.1%	42.5%	44.3%	42.5%
Deuda Financiera LP / Equity	49.1%	28.9%	35.1%	42.5%	44.3%	42.5%
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	2.6x	0.8x	6.9x	6.5x	6.7x	3.0x
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	2.6x	0.8x	6.6x	6.3x	6.3x	3.0x
EBIT / Gastos Financieros (veces)	4.3x	14.1x	1.9x	2.4x	2.3x	4.9x

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrias San Jacinto S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Respecto a los indicadores de solvencia mostrados en la Tabla 52, se puede observar que: (a) la empresa cuenta con una política de financiamiento relativamente agresiva, puesto que, en la ventana histórica analizada, el nivel de deuda financiera a patrimonio alcanzó niveles alrededor del 50%, estando concentrada en el largo plazo, (b) a pesar del relativamente alto endeudamiento, se aprecian sólidos índices de cobertura, pues al cierre de 2015 la Utilidad Operativa representa 4.9x veces los Gastos Financieros.

4.2.4 Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.

Durante el período comprendido entre 2010-2015, el crecimiento anual compuesto (CAGR) del ingreso por ventas fue de +10.9%. No obstante, es importante mencionar que las ventas experimentaron una fuerte caída en el año 2015 producto de la disminución en -37.4% (respecto a 2014) en las ventas de azúcar rubia, su principal producto con una participación del 88.7% en su mix de productos. (Ver Figura 35).



Fuente: Estados Financieros Individuales

Figura 35. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.

Información tomada de la memoria Anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

Tabla 53. *Márgenes. Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.*

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	76.5%	73.7%	20.4%	20.8%	0.2%	(5.7%)
Margen Bruto Ajustado	76.5%	73.7%	20.4%	21.2%	2.2%	(5.3%)
Gastos de Ventas * / Ventas	-	0.0%	4.5%	4.4%	4.2%	6.8%
Gastos de Administración * / Ventas	47.4%	96.9%	43.5%	34.7%	35.1%	64.6%
Margen EBIT	29.1%	46.4%	(2.8%)	(14.6%)	(44.2%)	(75.1%)
Margen EBIT Ajustado	29.1%	(35.4%)	(28.9%)	(18.8%)	(39.6%)	(77.6%)
Margen Neto	(62.8%)	(9.8%)	0.5%	(17.3%)	(45.2%)	(78.3%)

Información tomada de la memoria anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El comportamiento de los márgenes reflejado en la Tabla 53 está explicado por: (a) incremento de los gastos de personal imputados dentro del Costo de Ventas, los cuales habrían crecido hasta en 5 veces desde el año 2010 (CAGR 15-10 +42.8%). En relación a este punto, es importante manifestar que en el año 2015 se realizó un recorte de personal, lo que habría reducido dicho costo (en el año 2014 fue casi el doble de lo gastado en el año 2015), (b) otro rubro que estuvo erosionando la Utilidad Bruta fue el incremento de los gastos generales de fabricación, los cuales crecieron a un ritmo promedio de +56.4% anual. Entre los gastos de personal y los gastos generales de fabricación representaron en el año 2015 el 87.9% de las Ventas, (c) a partir del año 2012 la compañía comenzó a incurrir en gastos de ventas del orden de PEN580k en promedio, los que representaron al cierre del año 2015 el 6.8% de las Ventas, (d) los Gastos Administrativos son bastante elevados en relación a las Ventas, pues en el año 2010 representaron el 47.4% de estas. No obstante, estos gastos siguieron creciendo a un ritmo de +18.2% (CAGR 15-10), llegando a significar en el año 2015 el 64.6% de las Ventas.

Los incrementos en los costos y gastos mencionados líneas arriba trajeron como resultado una Utilidad Operativa negativa para la compañía a partir del año 2011 (lo mismo ocurrió con el Margen EBIT ajustado).

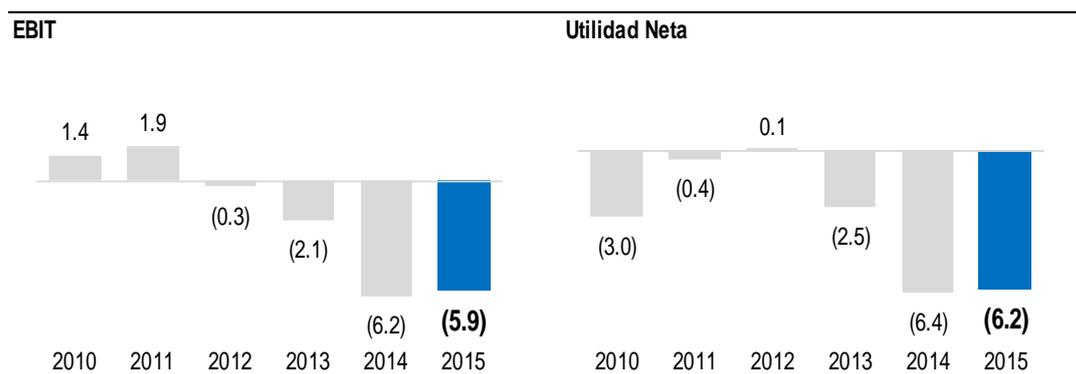


Figura 36. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles). Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.

Información tomada de la memoria Anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

Como se aprecia en la Figura 36, al cierre del año 2015 el EBIT y la Utilidad Neta arrojaron valores negativos, al igual que durante la mayoría de períodos de la ventana histórica analizada.

Producto de la Utilidad negativa, según la Tabla 54, la empresa muestra los indicadores de rentabilidad negativos durante la mayor parte de los períodos analizados. Esto ocasionó que la compañía destruya valor (medido a través del EVA) en dichos años.

Tabla 54. Rentabilidad. Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	(4.0%)	(0.4%)	0.1%	(2.5%)	(7.1%)	(6.5%)
ROE	(8.2%)	(0.8%)	0.1%	(3.7%)	(10.3%)	(9.5%)
ROIC	2.1%	(4.8%)	(4.9%)	(4.2%)	(9.1%)	(9.6%)
WACC	17.9%	17.1%	14.1%	16.4%	15.2%	16.1%
EVA	(6,175)	(12,125)	(14,198)	(14,758)	(15,123)	(16,702)

Información tomada de la memoria anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 55. Liquidez. Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	0.4x	0.6x	0.4x	0.5x	0.4x	0.3x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	(20,147)	(14,211)	(17,299)	(14,183)	(16,525)	(21,672)
Efectivo / Pasivo Corriente	0.0%	0.2%	0.7%	4.8%	0.5%	0.4%
Prueba ácida	42.6%	36.5%	7.8%	12.1%	13.2%	7.3%
Plazo promedio de cobros (Días)	1,206.4	168.8	9.3	16.3	51.6	6.5
Período promedio de inventario (Días)	4.2	-	19.6	21.1	53.4	151.1
Período promedio de pagos (Días)	1,304.2	188.7	19.2	20.1	36.3	59.0
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	(93.6)	(19.9)	9.7	17.3	68.7	98.6

Información tomada de la memoria anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Durante la ventana histórica analizada mostrada en la Tabla 55, el ratio de liquidez corriente se mantuvo por debajo de uno, lo que podría ser un indicio de problemas de liquidez. No obstante, revisando a detalle se puede observar que dicha situación está explicada porque: (a) el pasivo corriente incluye obligaciones tanto a proveedores como a entidades relacionadas (lo que sugiere que estos acreedores estarían financiando parte importante de la operatividad de la compañía, razón por la cual el Capital de Trabajo es negativo) y (b) por la reducción paulatina de los activos biológicos.

Tabla 56. *Solvencia. Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A.*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	8.2%	5.2%	8.4%	1.1%	0.9%	-
Deuda Financiera LP / Equity	-	-	7.5%	-	-	-
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	2.2x	1.9x	(17.7x)	(0.3x)	(0.1x)	-
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	2.2x	1.9x	(17.2x)	0.2x	(0.1x)	0.0x
EBIT / Gastos Financieros (veces)	1.0x	1.0x	(0.8x)	(2.1x)	(20.9x)	(16.9x)

Información tomada de la memoria anual de la Central Azucarera Chucarapi – Pampa Blanca S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Respecto a los indicadores de solvencia, se puede observar que la empresa cuenta con una política de financiamiento poco agresiva, puesto que en la ventana histórica mostrada en la Tabla 56, el nivel de deuda financiera a patrimonio alcanzó niveles máximos de 8.4%, estando concentrada en el corto plazo. A pesar de la política de bajo nivel de endeudamiento financiero, el ratio de cobertura es negativo producto de la Utilidad Operativa deficitaria.

4.2.5 Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.

Durante el período comprendido entre 2010-2015 como se detalla en la Figura 37, el crecimiento anual compuesto (CAGR) del ingreso por ventas fue de – 3.5%. No obstante, es importante mencionar que las ventas comenzaron a recuperarse a partir del año 2014, sin embargo, al cierre del año 2015, aun no se han logrado alcanzar los niveles obtenidos durante el año 2010.

Un aspecto a considerar es que el mix de producción al cierre del año 2015 se decantó principalmente hacia la elaboración de azúcar rubia, a diferencia de años anteriores, en los que la mayor cuota estaba ocupada por azúcar blanca.

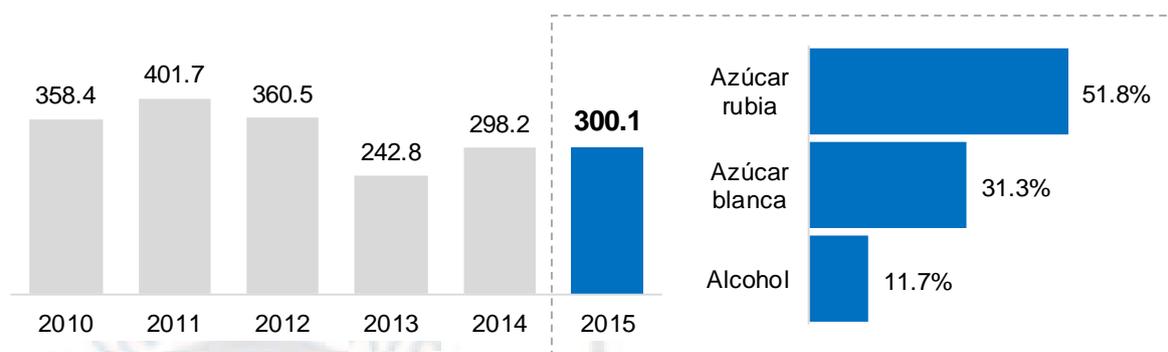


Figura 37. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.

Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

Tabla 57. Márgenes. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	36.4%	33.4%	23.0%	24.4%	17.8%	15.1%
Margen Bruto Ajustado	38.4%	37.2%	26.7%	29.6%	21.9%	19.9%
Gastos de Ventas * / Ventas	2.4%	2.6%	3.1%	5.0%	5.5%	4.4%
Gastos de Administración * / Ventas	3.2%	3.3%	3.7%	5.1%	4.8%	4.8%
Margen EBIT	31.1%	34.4%	12.4%	16.1%	12.8%	21.0%
Margen EBIT Ajustado	30.5%	27.2%	15.7%	13.7%	6.5%	5.4%
Margen Neto	22.6%	28.3%	10.2%	8.2%	9.1%	14.2%

Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El comportamiento de los márgenes, como se observa en la Tabla 57, está explicado por: (a) incremento del costo de las materias primas, las cuales representan aproximadamente el 50% de los costos de producción. Dicha situación se puede observar claramente en la reducción del Margen Bruto, (b) los Gastos de Ventas han experimentado un CAGR 15-10 de +8.4%, generando que pasaran de representar en el año 2010 un 2.4% de las Ventas a 4.4% en el año 2015, (c) los Gastos Administrativos presentaron un CAGR 15-10 de +5.3%, lo que condujo que llegasen a significar el 4.8% de las Ventas en el año 2015 (3.2% en el año 2010).

Los incrementos en los costos y gastos mencionados líneas arriba, sumados al decrecimiento de las ventas, dieron como resultado una disminución en el Margen EBIT. Situación similar, y en algunos años acentuados, ocurrió con el Margen EBIT ajustado, pues este indicador busca excluir el efecto de aquellos rubros que no reflejan la gestión propia del negocio (Ejemplo: Cambios en el valor razonable de los activos biológicos).

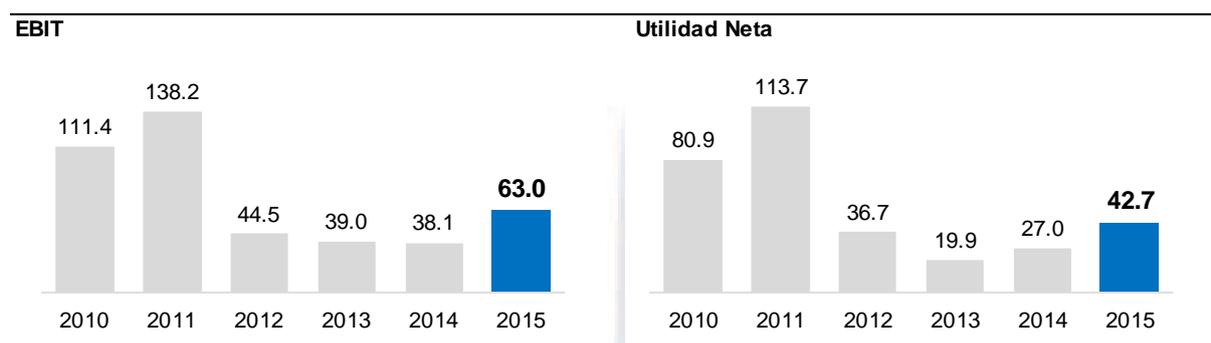


Figura 38. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.

Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

El EBIT y la Utilidad Neta han mostrado un CAGR de -10.8% y -12.0% durante el periodo comprendido entre los años 2015 y 2010. Es importante mencionar que durante los años 2013 al 2015, la Utilidad Neta se vio impactada por gastos derivados de la diferencia de cambio de sus pasivos financieros. (Ver Figura 38).

En la Tabla 58 se evidencian los indicadores de rentabilidad de la compañía, observándose que esta ha disminuido de manera considerable durante la ventana histórica analizada, producto de los menores ingresos, mayores costos y por consiguiente, una menor Utilidad Neta.

Tabla 58. Rentabilidad. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	13.3%	17.7%	5.5%	3.0%	4.0%	6.4%
ROE	20.5%	27.1%	8.7%	4.9%	6.5%	9.5%
ROIC	20.8%	18.5%	9.8%	5.4%	3.9%	1.2%
WACC	16.0%	15.1%	13.4%	14.7%	13.7%	15.9%
EVA	21,600	16,294	(17,897)	(46,677)	(51,397)	(76,073)

Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Asimismo, esto trajo como resultado que, dado que el costo del capital es mayor al rendimiento del mismo, la compañía destruya valor (medido a través del EVA). Dicha situación es capturada por el mercado, pues al cierre del año 2015, el valor de mercado de la compañía es 0.3x su valor contable (Q de Tobin).

Tabla 59. *Liquidez. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	1.4x	1.5x	1.4x	1.5x	2.0x	1.1x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	43,656	59,567	32,738	39,715	70,345	13,443
Efectivo / Pasivo Corriente	14.6%	6.6%	22.2%	9.6%	47.7%	12.0%
Prueba ácida	69.1%	65.6%	79.1%	71.3%	136.2%	49.2%
Plazo promedio de cobros (Días)	55.6	51.4	44.9	55.7	54.7	30.5
Período promedio de inventario (Días)	45.0	59.1	55.5	113.5	57.8	77.2
Período promedio de pagos (Días)	59.4	49.7	56.3	99.0	54.2	80.8
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	41.2	60.8	44.0	70.3	58.3	27.0

Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Según la Tabla 59, los niveles de liquidez de la empresa se mueven en función a la compra de materia prima, así como a sus cuentas por cobrar y pagar comerciales. En tal sentido, el ratio de Liquidez corriente osciló entre 1.4x y 1.1x veces el Pasivo Corriente, lo cual refleja que la compañía cuenta con los recursos necesarios para afrontar sus obligaciones de corto plazo (el indicador de prueba ácida corrobora lo señalado). Es importante resaltar que la compañía redujo su ciclo de conversión de efectivo, y por consiguiente, su capital de trabajo en el año 2015 (es decir, su necesidad de recursos operativos), debido principalmente a la disminución en el número de días de cobro a sus clientes.

Tabla 60. *Solvencia. Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	13.5%	12.6%	23.9%	25.8%	26.1%	4.9%
Deuda Financiera LP / Equity	9.4%	5.1%	23.9%	25.8%	26.1%	4.9%
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	0.5x	0.4x	2.2x	2.7x	2.9x	0.4x
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	0.3x	0.3x	1.7x	2.5x	2.1x	0.2x
EBIT / Gastos Financieros (veces)	17.6x	24.4x	7.3x	5.0x	4.5x	9.3x

Información tomada de la memoria anual del Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Respecto a los indicadores de solvencia mostrados la Tabla 60, se puede observar que: (a) la empresa cuenta con una política de financiamiento poco agresiva, puesto que en la ventana histórica analizada, el nivel de deuda financiera a patrimonio alcanzó niveles máximos de 26.1%, estando concentrada en el largo plazo. Se debe mencionar que la deuda financiera fue asumida por partes relacionadas a partir del año 2012, (b) en línea con el bajo nivel de apalancamiento, se aprecian sólidos índices de cobertura, pues al cierre del año 2015 la Utilidad Operativa representa 9.3x veces los Gastos Financieros.

4.2.6 Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.

Como se observa en la Figura 39, durante el período comprendido entre los años 2010 y 2015, el CAGR del ingreso por ventas fue de + 1.5%, habiéndose recuperado paulatinamente en los últimos años luego de la caída de las ventas ocurrida en el año 2013.

El mix de productos ofrecido por la compañía en el año 2015 estuvo conformado principalmente por caña de azúcar (48.4%), maíz maduro (33.5%), así como también por azúcar rubia (6.8%), los que en conjunto al cierre de dicho período representaron el 88.7% de sus ventas. No obstante, cabe resaltar que durante ejercicios anteriores, la participación relativa del azúcar rubia en el mix de productos estuvo alrededor del 43%.

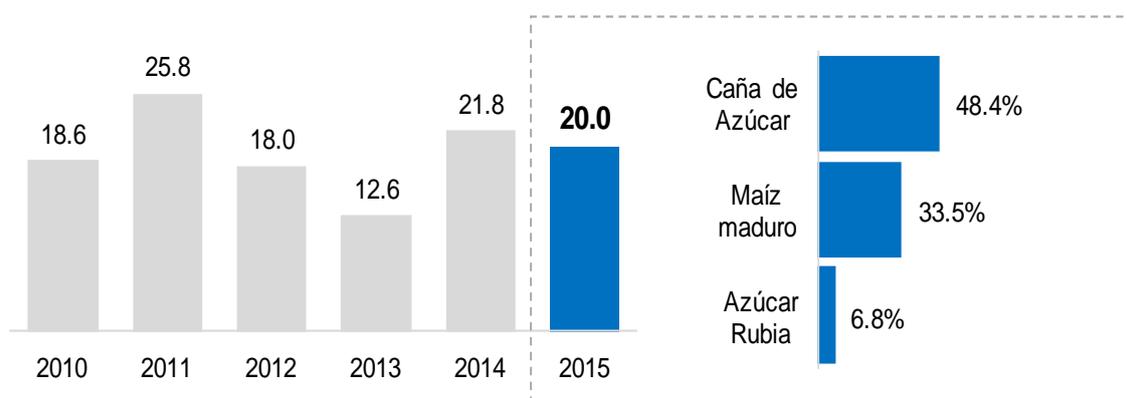


Figura 39. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Agroindustrial Cayalti S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

Tabla 61. *Márgenes. Agroindustrial Cayalti S.A.A.*

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	9.2%	35.2%	7.1%	(19.3%)	4.9%	12.2%
Margen Bruto Ajustado	14.7%	39.2%	12.8%	(13.7%)	8.5%	16.5%
Gastos de Ventas * / Ventas	-	-	-	-	-	-
Gastos de Administración * / Ventas	47.4%	31.0%	38.3%	68.5%	49.1%	42.2%
Margen EBIT	(37.9%)	15.5%	(43.0%)	(161.3%)	(25.2%)	(45.6%)
Margen EBIT Ajustado	(38.3%)	3.9%	(31.8%)	(88.8%)	(44.5%)	(30.3%)
Margen Neto	(16.2%)	(6.8%)	(86.8%)	(260.1%)	(38.5%)	(112.8%)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El comportamiento de los márgenes observados en la Tabla 61, está explicado por: (a) incremento de gastos de personal, así como de los servicios de maquinaria agrícola durante el plazo analizado, ambos rubros imputados al Costo de Ventas y reflejados en el Margen Bruto, (b) los Gastos Administrativos mostraron un ligero decrecimiento en el intervalo de los años 2010-2015 (CAGR 15-10 -0.8%), lo que mantuvo el indicador Gastos Administrativos / Ventas alrededor de 43%.

Lo citado líneas arriba explica el comportamiento del Margen EBIT, el cual tuvo una trayectoria errática producto de la variabilidad de las ventas. Situación similar ocurrió con el Margen EBIT ajustado, pues este indicador excluye el efecto de aquellos rubros que no reflejan la gestión propia del negocio (Ejemplo: Cambios en valor razonable de activos biológicos).

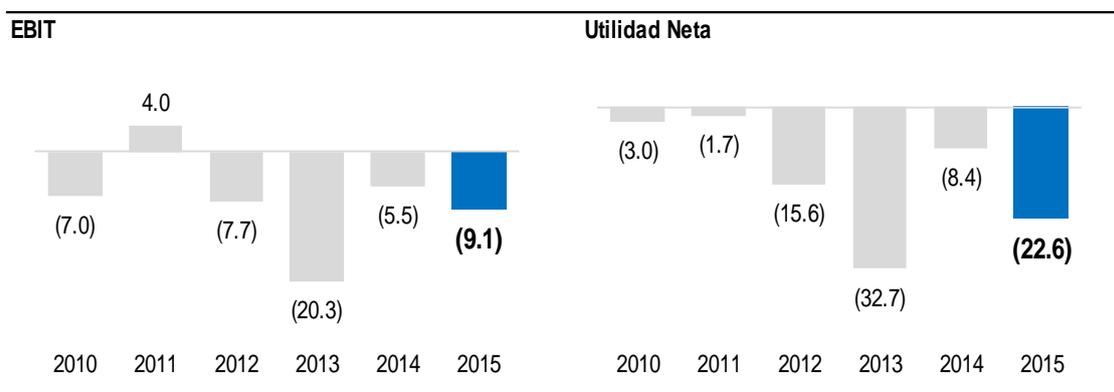


Figura 40. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial Cayalti S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Bolsa De Valores De Lima (BVL)

Al cierre del año 2015, el EBIT y la Utilidad Neta arrojaron valores negativos, al igual que durante la mayoría de períodos de la ventana histórica analizada. Es importante mencionar que la Utilidad Neta se vio impactada negativamente por mayores gastos financieros en los períodos de años 2013, 2014 y 2015. (Ver Figura 40).

Como se aprecia en la Tabla 62, producto de la Utilidad negativa, la empresa muestra indicadores de Rentabilidad negativos durante todos los períodos analizados. Esto ocasionó que la compañía destruya valor (medido a través del EVA) en dichos años.

Tabla 62. *Rentabilidad. Agroindustrial Cayalti S.A.A.*

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	(1.5%)	(0.8%)	(6.9%)	(12.9%)	(3.1%)	(7.7%)
ROE	(8.3%)	(4.7%)	(39.8%)	(97.4%)	(32.4%)	(26.6%)
ROIC	(10.6%)	(2.6%)	(6.3%)	(9.4%)	(13.8%)	(5.3%)
WACC	14.5%	13.6%	12.8%	13.2%	13.8%	14.9%
EVA	(28,743)	(19,381)	(25,277)	(31,989)	(43,165)	(38,041)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 63. *Liquidez. Agroindustrial Cayalti S.A.A.*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	0.7x	0.7x	0.1x	0.0x	0.1x	1.3x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	(4,965)	(6,536)	(37,155)	(58,805)	(75,297)	2,928
Efectivo / Pasivo Corriente	6.1%	4.7%	0.9%	0.1%	1.1%	6.7%
Prueba ácida	13.1%	9.9%	8.6%	1.8%	4.2%	28.3%
Plazo promedio de cobros (Días)	26.8	16.8	64.3	29.5	40.7	14.4
Período promedio de inventario (Días)	36.4	18.5	7.4	39.1	13.7	24.0
Período promedio de pagos (Días)	56.7	85.9	58.3	536.0	121.9	81.5
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	6.4	(50.5)	13.3	(467.4)	(67.4)	(43.1)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Como se observa en la Tabla 63, durante la ventana histórica analizada, el ratio de liquidez corriente se mantuvo por debajo de uno, lo que podría ser un indicio de problemas de liquidez. Dicha situación está explicada porque: (a) el pasivo corriente incluye la parte corriente de las obligaciones financieras de largo plazo y (b) en menor medida, por el volumen de las cuentas por pagar comerciales, las cuales estarían financiando la operatividad de la compañía (Capital de trabajo negativo).

Tabla 64. *Solvencia. Agroindustrial Cayalti S.A.A.*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	214.3%	228.3%	243.5%	443.9%	564.8%	44.7%
Deuda Financiera LP / Equity	190.9%	201.1%	177.7%	349.4%	312.8%	44.7%
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	(11.1x)	21.7x	(12.7x)	(5.8x)	(26.1x)	(7.1x)
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	(10.9x)	21.4x	(12.7x)	(5.8x)	(26.0x)	(7.0x)
EBIT / Gastos Financieros (veces)	(0.6x)	0.4x	(0.6x)	(1.4x)	(0.3x)	(0.7x)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Los indicadores de solvencia mostrados en la Tabla 64, explican lo siguiente: (a) la empresa tuvo hasta el año 2014 una política de financiamiento agresiva, puesto que en la ventana histórica analizada, el nivel de deuda financiera a patrimonio alcanzó niveles bastante elevados, (b) en el año 2015 la compañía redefinió su estructura de capital, reduciendo sus deudas e incrementando su patrimonio, mejorando así sus indicadores de solvencia, (c) a pesar del bajo nivel de endeudamiento en el año 2015, el ratio de cobertura es negativo producto de la Utilidad Operativa deficitaria. Dicha situación sucede también para los períodos anteriores.

4.2.7 Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.

Como se observa en la Figura 41, durante el período comprendido entre los años 2010 y 2015, el CAGR del ingreso por ventas fue de + 2.3%, mostrando un pico en el año 2011, para luego descender y comenzar a recuperarse a partir del año 2014.

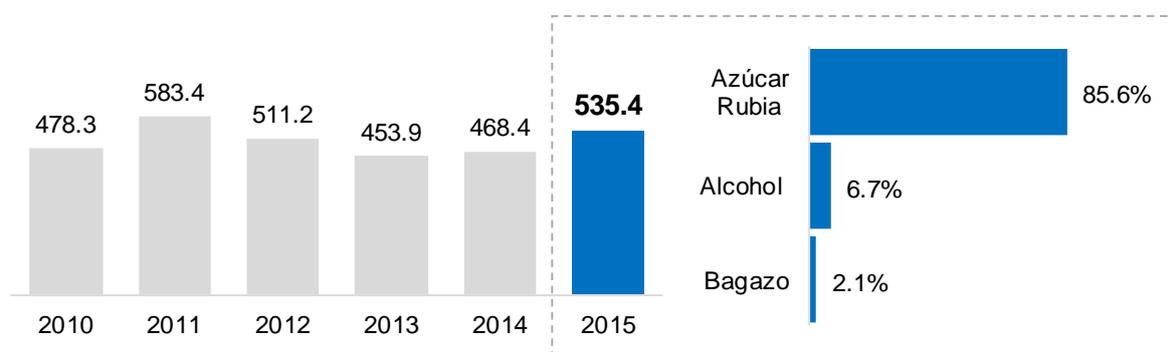


Figura 41. Ingreso por ventas (En millones de Soles). Agroindustrial Casagrande S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El mix de productos ofrecido por la compañía está conformado principalmente por azúcar rubia, alcohol y bagazo, siendo el azúcar rubia el de mayor influencia, pues históricamente ha representado en promedio el 85% de las ventas.

Tabla 65. *Márgenes. Agroindustrial Casagrande S.A.A*

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	59.1%	52.5%	40.1%	24.6%	21.5%	18.8%
Margen Bruto Ajustado	60.0%	56.0%	44.5%	29.5%	26.4%	24.0%
Gastos de Ventas * / Ventas	2.0%	2.2%	2.6%	4.9%	4.2%	3.7%
Gastos de Administración * / Ventas	3.9%	3.9%	5.8%	6.1%	6.0%	4.4%
Margen EBIT	52.0%	63.0%	22.2%	10.9%	13.9%	25.1%
Margen EBIT Ajustado	53.0%	46.2%	31.5%	13.4%	11.2%	10.6%
Margen Neto	35.8%	53.3%	18.9%	3.5%	11.6%	17.7%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El comportamiento de los márgenes mostrados en la Tabla 65 están explicado por: (a) incremento del costo de las materias primas, las cuales representan en promedio el 65% de los costos de producción. Dicha situación se puede observar claramente en la reducción del Margen Bruto a lo largo de los años, (b) los Gastos de Ventas han experimentado un CAGR 15-10 de +15.6%, ocasionando que pasaran de representar un 2% de las Ventas en el año 2010 a 3.7% en el año 2015, (c) a diferencia del ítem anterior, los Gastos Administrativos mostraron un incremento moderado, pues dado un CAGR 15-10 de +4.6%, este rubro llegó a significar el 4.4% de las Ventas en el año 2015 (3.9% en 2010).

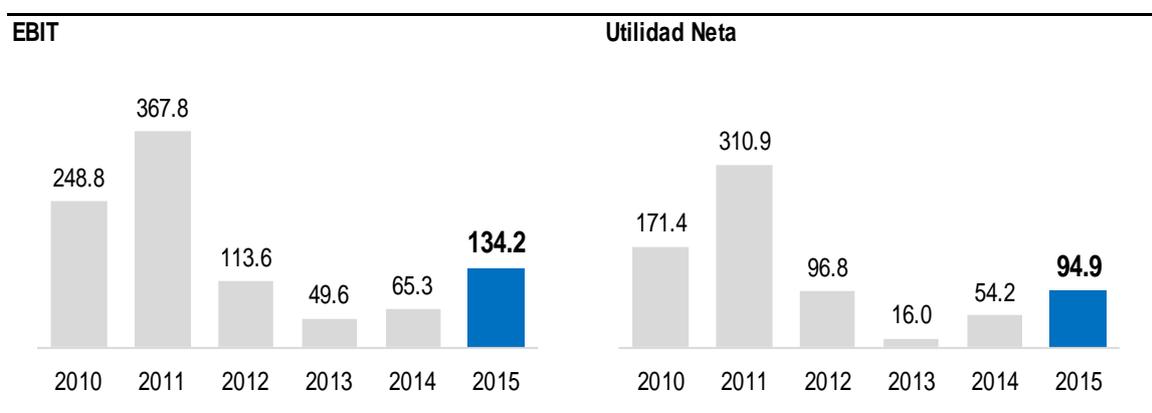


Figura 42. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles). Agroindustrial Casagrande S.A.A
Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Los incrementos en los costos y gastos descritos en el párrafo anterior, sumados al decrecimiento de las ventas, dieron como resultado una disminución en el Margen EBIT. Situación similar, y en algunos años acentuados, ocurrió con el Margen EBIT ajustado, pues este indicador excluye el efecto de aquellos rubros que no reflejan la gestión propia del negocio (Ejemplo: Cambios en valor razonable de activos biológicos).

En la Figura 42 se muestra el EBIT y la Utilidad Neta han mostrado un CAGR de -11.6% y -11.1% durante el período comprendido entre los años 2015 y 2010. Es importante mencionar que durante los años 2013 al 2015, la Utilidad Neta se vio impactada por: i) mayores gastos financieros y ii) gastos derivados de la diferencia de cambio de sus pasivos financieros.

Como se observa en la Tabla 66, producto de la disminución en la Utilidad (y el incremento del Activo y Patrimonio en respuesta a los resultados acumulados), la rentabilidad de la compañía ha venido disminuyendo de manera considerable durante la ventana histórica analizada.

Tabla 66. *Rentabilidad. Agroindustrial Casagrande S.A.A*

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	11.1%	19.1%	5.6%	0.9%	3.1%	5.4%
ROE	14.8%	26.2%	8.0%	1.3%	4.4%	7.3%
ROIC	15.7%	15.9%	10.3%	3.8%	4.3%	2.6%
WACC	15.4%	15.0%	13.7%	15.1%	14.0%	16.1%
EVA	4,733	11,950	(45,660)	(158,666)	(139,127)	(190,400)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

La disminución en la rentabilidad trajo como resultado que, dado que el costo del capital es mayor al rendimiento del mismo, la compañía destruye valor (medido a través del EVA). Dicha situación es capturada también por el mercado, pues al cierre del año 2015, el valor de mercado de la compañía es 0.2x su valor contable (Q de Tobin).

Tabla 67. *Liquidez. Agroindustrial Casagrande S.A.A*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	11.8x	2.0x	1.9x	1.7x	3.3x	2.1x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	301,800	150,245	84,558	92,185	180,200	110,053
Efectivo / Pasivo Corriente	188.1%	6.0%	19.2%	28.4%	77.5%	29.4%
Prueba ácida	557.4%	58.6%	77.2%	92.9%	178.8%	112.5%
Plazo promedio de cobros (Días)	33.5	15.7	15.0	29.7	36.1	41.4
Período promedio de inventario (Días)	73.7	91.6	115.9	95.1	105.7	76.6
Período promedio de pagos (Días)	80.8	49.9	49.1	68.7	40.0	44.5
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	26.4	57.4	81.8	56.1	101.7	73.5

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

En la Tabla 67 se observa que durante la ventana histórica analizada, el ratio de liquidez corriente osciló alrededor de 2.5x veces el Pasivo Corriente. Adicionalmente a ello, al cierre del año 2015, el indicador de prueba ácida se ubicó por encima de 100%, lo que corrobora que la empresa cuenta con los recursos necesarios para afrontar sus obligaciones de corto plazo.

Es importante resaltar que la compañía redujo su ciclo de conversión de efectivo, y por consiguiente su capital de trabajo en el año 2015, debido principalmente a la mayor rotación de los inventarios.

Tabla 68. *Solvencia. Agroindustrial Casagrande S.A.A*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	16.1%	9.8%	15.0%	17.6%	16.7%	0.2%
Deuda Financiera LP / Equity	10.2%	6.7%	14.9%	16.2%	16.6%	0.1%
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	0.7x	0.3x	1.6x	4.3x	3.2x	0.0x
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	0.5x	0.3x	1.5x	3.5x	2.3x	(0.2x)
EBIT / Gastos Financieros (veces)	20.1x	35.4x	10.4x	3.4x	4.6x	11.5x

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Respecto a los indicadores de solvencia, se puede observar que: (a) la empresa cuenta con una política de financiamiento poco agresiva, puesto que en la ventana histórica analizada, el nivel de deuda financiera a patrimonio alcanzó niveles máximos de 17.6%, estando concentrada en el largo plazo, (b) en línea con el bajo nivel de apalancamiento, se aprecia una sólida posición para hacer frente a sus obligaciones financieras, pues la Utilidad Operativa representa 11.5x veces los Gastos Financieros. (Ver Tabla 68)

4.2.8 Empresa Agroindustrial San Juan S.A.

En la Figura 43 se observa que durante el período comprendido entre los años 2010-2015, el CAGR del ingreso por ventas fue de +9.3%. Es importante mencionar que las ventas no han tenido variaciones muy fuertes a lo largo del período de análisis.

Asimismo, un aspecto a considerar es que el mix de producción se concentró principalmente en la comercialización de uva (66% en el año 2015) seguido por la elaboración de azúcar rubia (33%). Esta misma tendencia se viene dando desde el año 2012.

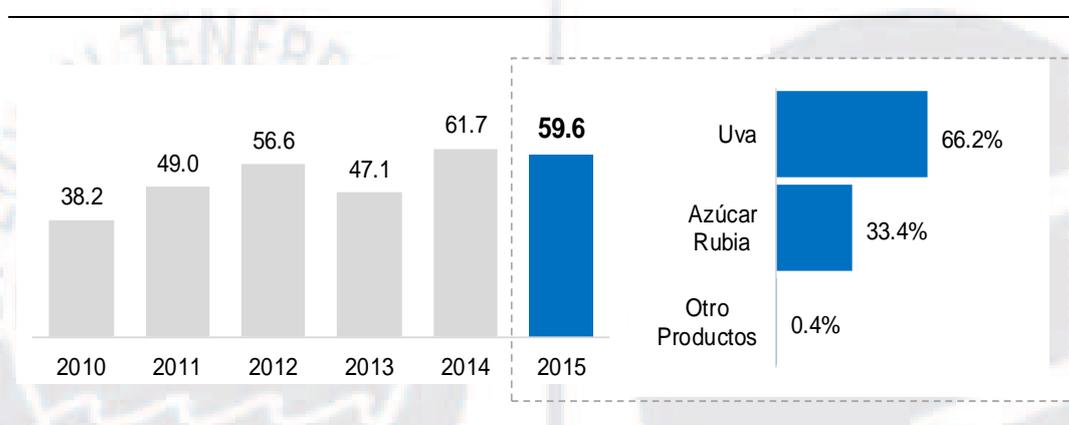


Figura 43. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Empresa Agroindustrial San Juan S.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Tabla 69. Márgenes. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	24.2%	24.6%	29.6%	31.8%	22.5%	13.9%
Margen Bruto Ajustado	28.2%	30.2%	36.2%	38.3%	27.0%	21.2%
Gastos de Ventas * / Ventas	6.0%	2.2%	2.8%	4.2%	5.2%	4.2%
Gastos de Administración * / Ventas	5.9%	4.8%	4.5%	5.2%	4.2%	5.3%
Margen EBIT	14.2%	20.5%	22.1%	25.9%	14.9%	4.3%
Margen EBIT Ajustado	12.1%	17.2%	22.1%	21.7%	12.9%	3.9%
Margen Neto	6.0%	14.9%	17.4%	13.8%	6.1%	(2.6%)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

El Margen EBIT ajustado mostrado en la Tabla 75 indica lo siguiente: (a) incremento del costo de la mano de obra directa, el cual representaba el 16.4% del costo de ventas en el año 2010, mientras que en el año 2015 llegó a representar el 37.5%. Adicionalmente a ello, la depreciación (alocada al costo de ventas) fue mayor en comparación con períodos anteriores.

Este efecto puede notarse en la diferencia entre el Margen Bruto y el Margen Bruto Ajustado, (b) los Gastos Administrativos presentaron un CAGR 15-10 de +8.4%, lo que condujo que llegasen a significar el 5.3% de las Ventas en el año 2015. A diferencia de los gastos de ventas que no presentaron cambios significativos en los últimos años del periodo de análisis.

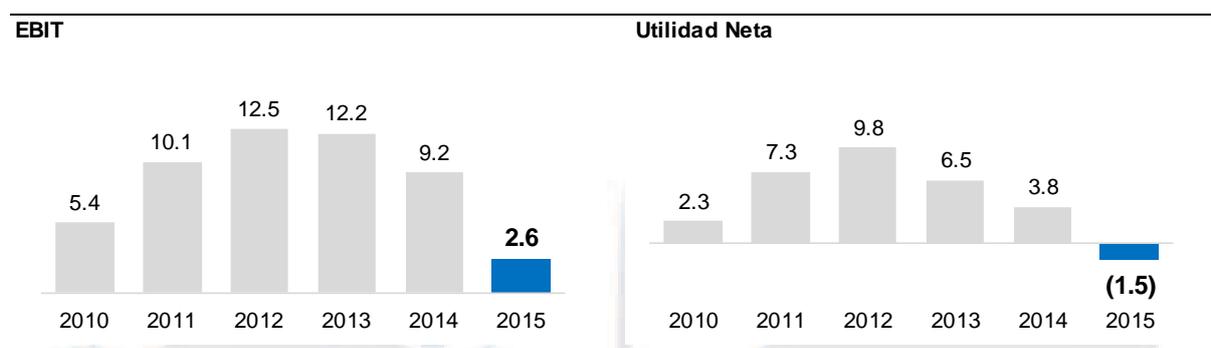


Figura 44. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles) Empresa Agroindustrial San Juan S.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

En la Figura 44 se aprecia que el EBIT mostró un CAGR 15-10 de -13.8%, cayendo fuertemente en el año 2015. La Utilidad Neta pasó a terreno negativo, luego de haber ido cayendo a partir del año 2013. Cabe mencionar que esta caída se vio afectada también por el incremento de los gastos financieros en el año 2015 y por gastos derivados de la diferencia de cambio de sus pasivos financieros a partir del año 2013. (Ver Figura 44).

Como se aprecia en la Tabla 70, la rentabilidad de la compañía mostró un ligero crecimiento producto del incremento del EBIT, no obstante, comenzó a caer a partir del año 2013, alcanzando en el año 2015 números negativos. Dicha situación se encuentra explicada principalmente por los incrementos en los costos de ventas y gastos administrativos.

Tabla 70. Rentabilidad. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	2.1%	6.5%	8.0%	4.5%	2.4%	(0.9%)
ROE	3.2%	9.7%	11.9%	7.3%	4.1%	(1.8%)
ROIC	3.2%	6.1%	9.6%	6.4%	4.6%	1.3%
WACC	13.9%	13.6%	12.8%	12.7%	11.9%	10.9%
EVA	(11,036)	(7,745)	(3,541)	(8,026)	(10,285)	(14,526)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Asimismo, observamos que la creación de valor de la empresa, medido a través del EVA, alcanzó en el año 2015 su valor más negativo de todo el periodo de análisis. Esto a consecuencia de la caída en los resultados y a los bajos niveles de rentabilidad respecto al costo del capital.

Tabla 71. *Liquidez. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	2.5x	2.5x	1.4x	1.2x	1.4x	1.0x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	15,942	19,438	10,255	7,692	16,771	217
Efectivo / Pasivo Corriente	17.6%	30.2%	3.1%	1.9%	18.1%	0.6%
Prueba ácida	120.1%	135.4%	115.7%	93.4%	118.6%	68.6%
Plazo promedio de cobros (Días)	74.3	77.4	111.2	151.5	94.5	123.0
Período promedio de inventario (Días)	63.5	40.2	54.1	118.8	63.3	87.4
Período promedio de pagos (Días)	34.7	38.0	58.0	105.1	69.2	91.3
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	103.1	79.6	107.3	165.2	88.7	119.1

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Siendo una empresa agroindustrial, los niveles de liquidez de la empresa se mueven en función a la compra de materia prima, así como a sus cuentas por cobrar y pagar comerciales. En tal sentido en la Tabla 71, el ratio de Liquidez corriente osciló entre 2.5x y 1.0x veces el Pasivo Corriente, lo cual refleja que, a pesar de la caída del indicador, la compañía cuenta con los recursos necesarios para afrontar sus obligaciones de corto plazo (el indicador de prueba ácida corrobora lo señalado).

Tabla 72. *Solvencia. Empresa Agroindustrial San Juan S.A.*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	42.7%	33.4%	32.9%	53.7%	49.3%	96.3%
Deuda Financiera LP / Equity	34.7%	26.7%	17.2%	16.4%	27.4%	39.1%
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	576.0%	260.9%	228.7%	400.5%	508.2%	3037.1%
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	541.7%	222.9%	222.1%	393.3%	434.6%	3022.1%
EBIT / Gastos Financieros (veces)	3.0x	5.8x	7.1x	7.8x	5.5x	1.3x

Información tomada de la memoria anual de la empresa Agroindustrial San Juan S.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Los indicadores de solvencia mostrados en la Tabla 72 indican lo siguiente: (a) que la empresa tuvo una política de financiamiento moderada hasta el año 2012. Sin embargo, a partir del año 2013 dichos lineamientos cambiaron, llegando a niveles de apalancamiento

bastante elevados en el año 2015, (b) a pesar del alto nivel de apalancamiento se aprecian sólidos índices de cobertura, pues al cierre del año 2015 la Utilidad Operativa representó 1.3x veces los Gastos Financieros. No obstante, dicho índice fue inferior en comparación a los años anteriores.

4.2.9 Empresa Agrícola Sintuco S.A.

Durante el período comprendido entre los años 2010-2015, el CAGR del ingreso por ventas fue de -1.4%. Como se observa en la Figura 45, las ventas después de mantener constantes crecimientos durante los años 2011 y 2012, empezaron a decaer por dos años consecutivos. No obstante, al cierre del año 2015, se recuperaron, pero aun sin alcanzar los niveles de años previos.

Por otro lado, es importante considerar que el mix de producción al cierre del año 2015 se concentró principalmente hacia la comercialización de caña de azúcar (90% de los ingresos). Dicho patrón se repite a lo largo del período analizado.

Tabla 73. *Márgenes. Empresa Agrícola Sintuco S.A.*

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	51.8%	53.7%	51.9%	23.3%	10.8%	(0.8%)
Margen Bruto Ajustado	53.6%	57.1%	53.7%	25.8%	14.4%	1.2%
Gastos de Ventas * / Ventas	-	-	-	-	-	-
Gastos de Administración * / Ventas	4.5%	5.3%	4.2%	4.4%	7.0%	5.6%
Margen EBIT	46.4%	54.0%	59.0%	(0.5%)	14.2%	33.9%
Margen EBIT Ajustado	46.4%	47.6%	47.2%	18.0%	2.6%	(7.0%)
Margen Neto	38.7%	45.0%	50.1%	(0.4%)	31.1%	30.2%

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

El comportamiento de los márgenes, como se observa en la Tabla 73, está explicado por: (a) incremento del costo de las materias primas (CAGR 15-10: +52.2%) y en menor medida de los servicios provistos por terceros (CAGR 15-10: +14.2%). Eso trajo como consecuencia un Margen Bruto negativo en el año 2015, (b) los Gastos Administrativos presentaron un CAGR 15-10 de +1.3%, lo que condujo que llegasen a significar el 5.6% de las Ventas en 2015 (4.5% en el año 2010), (c) el Margen EBIT ajustado refleja de forma más

exacta la situación de la compañía, pues este indicador excluye el efecto de aquellos rubros que no muestran la gestión propia del negocio (Ejemplo: Cambios en valor razonable de activos biológicos). En tal sentido, es factible observar los niveles decrecientes del Margen EBIT ajustado.

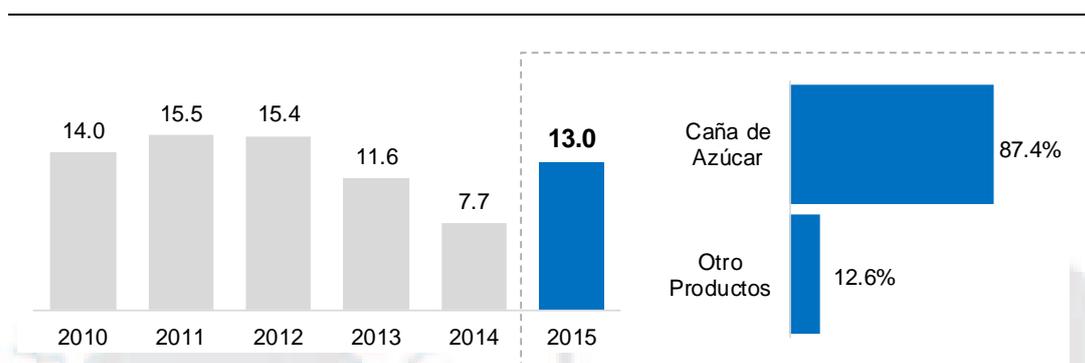


Figura 45. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Empresa Agrícola Sintuco S.A. Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

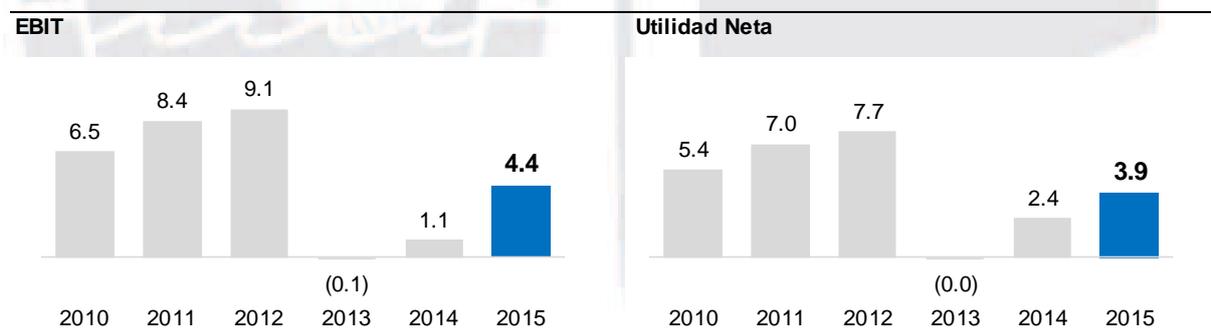


Figura 46. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles). Empresa Agrícola Sintuco S.A. Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

En la Figura 46 se muestra el EBIT y la Utilidad Neta han mostrado un CAGR de -7.4% y -6.1% durante el período comprendido entre los años 2015 y 2010, recuperándose a partir del año 2014. Sin embargo; ambos indicadores no reflejan totalmente el impacto generado por los costos de producción superiores a los ingresos por ventas, ya que fueron mitigados por el cambio en el valor razonable de activos biológicos.

Como se aprecia en la Tabla 74, la rentabilidad de la compañía fue disminuyendo hasta el año 2013 (período en negativo), para luego ir recuperándose paulatinamente. A pesar

de la recuperación, se debe resaltar que parte importante de la mejora en los resultados proviene del cambio en el valor razonable de los activos biológicos que posee la compañía.

Tabla 74. *Rentabilidad. Empresa Agrícola Sintuco S.A.*

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	11.0%	10.7%	9.5%	(0.1%)	3.0%	4.9%
ROE	13.1%	13.2%	11.8%	(0.1%)	3.7%	5.8%
ROIC	13.8%	11.3%	9.0%	3.2%	2.2%	(2.2%)
WACC	16.6%	15.7%	14.5%	16.3%	15.0%	16.1%
EVA	(1,164)	(2,300)	(3,544)	(8,452)	(8,232)	(12,414)

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

A lo largo del período analizado, producto de la baja rentabilidad respecto al costo de capital y de los deficientes resultados (no se toma en consideración los cambios en el valor razonable de activos biológicos), la empresa ha destruido valor (medido por el EVA), habiendo caído a su nivel más bajo en el año 2015.

Tabla 75. *Liquidez. Empresa Agrícola Sintuco S.A.*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	3.5x	4.9x	5.9x	2.2x	7.4x	7.4x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	10,222	16,023	8,857	7,938	7,817	11,804
Efectivo / Pasivo Corriente	1.2%	1.0%	12.4%	0.5%	20.8%	1.6%
Prueba ácida	195.9%	312.9%	567.1%	215.1%	699.8%	725.6%
Plazo promedio de cobros (Días)	205.4	299.3	235.8	432.0	11.3	156.7
Período promedio de inventario (Días)	7.6	11.0	15.2	9.9	7.3	5.6
Período promedio de pagos (Días)	106.5	84.1	28.5	178.3	38.2	51.1
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	106.5	226.2	222.5	263.7	(19.6)	111.2

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

Como se aprecia en la Tabla 75, el ratio de Liquidez corriente osciló entre 2.2x y 7.4x veces el Pasivo Corriente, lo cual refleja que la compañía cuenta con los recursos necesarios para afrontar sus obligaciones de corto plazo (el indicador de prueba ácida corrobora lo señalado). Parte importante de la liquidez mostrada proviene de los crecientes niveles de cuentas por cobrar a clientes y partes relacionadas, de manera que para validar los supuestos de liquidez podría ser necesaria una revisión más detallada de la cuenta.

Tabla 76. *Solvencia. Empresa Agrícola Sintuco S.A*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera LP / Equity	-	-	-	-	-	-
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	-	-	-	-	-	-
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	(0.0x)	(0.0x)	(0.0x)	0.6x	(0.2x)	(0.0x)
EBIT / Gastos Financieros (veces)	231.7x	2,087.5x	9,093.0x	-	-	-

Información tomada de la memoria Anual de la empresa Agrícola Sintuco S.A., Bolsa de Valores de Lima, BVL.

Respecto a los indicadores de solvencia, mostrados en la Tabla 76, estos explican que la compañía logró saldar sus obligaciones financieras, pues al cierre del año 2015 la empresa no presenta gastos financieros por asumir.

4.2.10 Empresa Azucarera El Ingenio S.A.A.

Como se aprecia en la Figura 47, durante el período comprendido entre los años 2010-2015, las ventas, comprendidas totalmente por caña de azúcar, han decrecido a un ritmo anual promedio de -4.1%. Cabe resaltar que parte importante del decrecimiento de las ventas ocurrió en el año 2013, cuya variación fue de -42.5% respecto al período anterior.

Tabla 77. *Márgenes. Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A*

Márgenes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen Bruto	46.9%	53.6%	47.2%	35.4%	25.6%	37.1%
Margen Bruto Ajustado	46.9%	53.6%	47.2%	35.4%	25.6%	37.1%
Gastos de Ventas * / Ventas	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos de Administración * / Ventas	12.7%	14.2%	18.6%	42.2%	18.3%	26.1%
Margen EBIT	24.3%	69.1%	51.8%	(94.1%)	(10.6%)	10.2%
Margen EBIT Ajustado	28.1%	38.1%	28.2%	(7.4%)	7.0%	10.8%
Margen Neto	15.8%	62.1%	45.4%	(57.8%)	4.7%	16.8%

Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El comportamiento de los márgenes, como se observa en la Tabla 77, está explicado por: (a) incremento de los gastos de personal (mano de obra directa) imputados dentro del Costo de Ventas, los cuales habrían crecido a un ritmo promedio anual de 11.8%, (b) el crecimiento de los Gastos Administrativos en los años 2015-2010 fue de +2.6%, sin embargo,

dado que el CAGR de dicho período para las ventas fue negativo, el indicador Gastos de Administración / Ventas pasó de 12.7% en 2010 a 26.1% en el año 2015.

Los incrementos en los costos y gastos mencionados líneas arriba, sumados al decrecimiento de las ventas, trajeron como resultado una Utilidad Operativa negativa para la compañía durante los años 2013 y 2014. En el año 2015 el EBIT se recuperó debido a que ya no hubo cambios en el valor razonable de activos biológicos que lo impactaran negativamente. Nótese que el EBIT ajustado es más estable, esto debido que dicho indicador no recoge el efecto de los cambios en el valor razonable de activos biológicos.

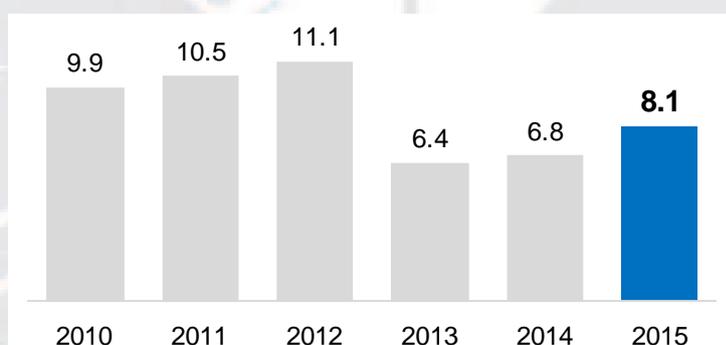


Figura 47. Ingreso por Ventas (En millones de Soles). Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

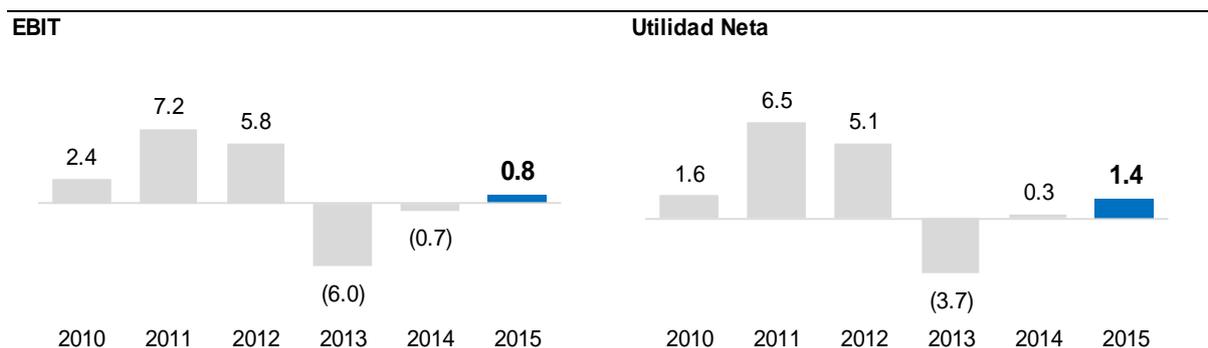


Figura 48. EBIT | Utilidad Neta (En millones de Soles). Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

En la Figura 48 se muestra el EBIT y la Utilidad Neta han mostrado un CAGR de -19.4% y -2.9%, respectivamente, durante el período comprendido entre los años 2010 y 2015.

Como se observa en la Tabla 78, producto de la disminución de la Utilidad, la rentabilidad de la compañía ha venido disminuyendo durante la ventana histórica analizada. No obstante, en todo el plazo revisado, el rendimiento sobre los activos invertidos ha sido deficiente.

Los bajos índices de rentabilidad ocasionan que, dado que el costo del capital es mayor al rendimiento del mismo, la compañía destruya valor (medido a través del EVA) para todo el período analizado.

Tabla 78. *Rentabilidad. Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A*

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	3.3%	12.2%	8.2%	(5.9%)	0.5%	2.2%
ROE	3.7%	14.4%	10.3%	(7.9%)	0.7%	3.0%
ROIC	5.5%	7.3%	5.0%	(1.7%)	0.5%	1.0%
WACC	16.8%	15.9%	14.6%	16.3%	15.3%	16.3%
EVA	(4,747)	(3,898)	(4,677)	(8,505)	(6,653)	(6,980)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 79. *Liquidez. Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A*

Liquidez	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente / Pasivo Corriente	4.7x	7.6x	6.9x	4.0x	8.0x	3.0x
Activo Corriente - Pasivo Corriente	10,983	19,793	19,853	17,931	18,795	20,388
Efectivo / Pasivo Corriente	29.6%	13.8%	3.5%	1.8%	4.6%	1.3%
Prueba ácida	228.7%	334.6%	424.3%	268.3%	610.0%	241.0%
Plazo promedio de cobros (Días)	-	-	-	-	-	-
Período promedio de inventario (Días)	11.3	10.0	7.2	12.9	9.8	7.4
Período promedio de pagos (Días)	28.5	25.2	18.5	17.0	12.6	13.5
Ciclo de conversión de efectivo (Días)	(17.2)	(15.2)	(11.4)	(4.1)	(2.8)	(6.1)

Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Durante la ventana histórica analizada, el ratio de liquidez corriente nunca estuvo por debajo de tres veces el Pasivo Corriente, lo que denota que la compañía no presentaría problemas de liquidez (esto es corroborado por la prueba ácida), ver Tabla 79.

Tabla 80. *Solvencia. Empresa Agrícola El Ingenio S.A.A*

Solvencia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(Deuda Financiera CP + LP) / Equity	0.3%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
Deuda Financiera LP / Equity	-	-	-	-	-	-
(Deuda Financiera CP + LP) / EBIT	0.0x	0.0x	0.0x	(0.0x)	(0.1x)	0.1x
Deuda Financ. (CP + LP) Neta / EBIT	(0.3x)	(0.0x)	(0.0x)	0.0x	0.1x	(0.1x)
EBIT / Gastos Financieros (veces)	19.1x	49.4x	82.5x	(99.0x)	(7.3x)	11.9x

Información tomada de la memoria anual de la empresa Azucarera El Ingenio S.A.A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Los indicadores de solvencia según la Tabla 80, explican lo siguiente: (a) la empresa cuenta con una política de financiamiento poco agresiva, puesto que en la ventana histórica analizada, el nivel de deuda financiera a patrimonio alcanzó niveles máximos de 0.3%, estando concentrada netamente en el corto plazo, (b) en línea con el bajo nivel de apalancamiento, se aprecian sólidos índices de cobertura, salvo en aquellos períodos en los que la empresa tuvo EBIT negativo, pues al cierre del año 2015 la Utilidad Operativa representa 11.9x veces los Gastos Financieros.

4.3 Resultados Financieros de las Empresas Agroindustriales

Tabla 81. Resultados de los principales indicadores financieros 2010-2015

RESUMEN	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA						
CARTAVIO	13.3%	17.7%	5.5%	3.0%	4.0%	6.4%
CASAGRANDE	11.1%	19.1%	5.6%	0.9%	3.1%	5.4%
CAYALTI	(1.5%)	(0.8%)	(6.9%)	(12.9%)	(3.1%)	(7.7%)
CHUCARAPI	(4.0%)	(0.4%)	0.1%	(2.5%)	(7.1%)	(6.5%)
INGENIO	3.3%	12.2%	8.2%	(5.9%)	0.5%	2.2%
LAREDO	6.8%	9.9%	7.3%	4.8%	5.5%	0.7%
PARAMONGA	9.7%	13.2%	1.3%	(0.6%)	0.3%	1.4%
SAN JACINTO	4.9%	22.8%	1.7%	0.1%	0.5%	2.2%
SAN JUAN	2.1%	6.5%	8.0%	4.5%	2.4%	(0.9%)
SINTUCO	11.0%	10.7%	9.5%	(0.1%)	3.0%	4.9%
ROE						
CARTAVIO	20.5%	27.1%	8.7%	4.9%	6.5%	9.5%
CASAGRANDE	14.8%	26.2%	8.0%	1.3%	4.4%	7.3%
CAYALTI	(8.3%)	(4.7%)	(39.8%)	(97.4%)	(32.4%)	(26.6%)
CHUCARAPI	(8.2%)	(0.8%)	0.1%	(3.7%)	(10.3%)	(9.5%)
INGENIO	3.7%	14.4%	10.3%	(7.9%)	0.7%	3.0%
LAREDO	9.8%	14.2%	10.3%	6.7%	7.6%	1.0%
PARAMONGA	15.9%	19.7%	1.8%	(0.9%)	0.4%	2.0%
SAN JACINTO	9.7%	40.4%	2.8%	0.2%	0.8%	3.9%
SAN JUAN	3.2%	9.7%	11.9%	7.3%	4.1%	(1.8%)
SINTUCO	13.1%	13.2%	11.8%	(0.1%)	3.7%	5.8%
Q DE TOBIN						
CARTAVIO	1.5x	1.1x	1.2x	0.5x	0.4x	0.3x
CASAGRANDE	1.2x	1.0x	1.0x	0.6x	0.5x	0.2x
CAYALTI	-	-	-	-	-	-
CHUCARAPI	-	-	-	-	-	-
INGENIO	-	-	-	-	-	-
LAREDO	1.0x	0.5x	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x
PARAMONGA	0.7x	-	-	-	-	-
SAN JACINTO	1.0x	0.8x	0.7x	0.4x	0.3x	0.2x
SAN JUAN	0.4x	0.4x	-	-	-	-
SINTUCO	0.9x	0.6x	0.5x	0.6x	0.3x	0.3x
ÍNDICE DE LUCRATIVIDAD						
CARTAVIO	ND	82.14	97.83	46.67	88.10	62.92
CASAGRANDE	ND	91.27	95.38	56.40	92.02	46.67
CAYALTI	ND	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CHUCARAPI	ND	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
INGENIO	ND	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LAREDO	ND	85.96	132.95	86.94	97.45	84.84
PARAMONGA	ND	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
SAN JACINTO	ND	114.29	98.75	46.84	97.57	60.94
SAN JUAN	ND	98.04	0.00	0.00	0.00	0.00
SINTUCO	ND	98.96	96.67	100.49	63.82	92.17
EVA						
CARTAVIO	21,600	16,294	-17,897	-46,677	-51,397	-76,073
CASAGRANDE	4,733	11,950	-45,660	-158,666	-139,127	-190,400
CAYALTI	-28,743	-19,381	-25,277	-31,989	-43,165	-38,041
CHUCARAPI	-6,175	-12,125	-14,198	-14,758	-15,123	-16,702
INGENIO	-4,747	-3,898	-4,677	-8,505	-6,653	-6,980
LAREDO	-35,929	-18,012	-41,607	-49,305	-40,363	-81,978
PARAMONGA	-1,026	-34,366	-40,726	-90,403	-79,417	-78,441
SAN JACINTO	-9,852	-7,457	-18,241	-43,222	-48,564	-42,425
SAN JUAN	-11,036	-7,745	-3,541	-8,026	-10,285	-14,526
SINTUCO	-1,164	-2,300	-3,544	-8,452	-8,232	-12,414

4.4 Análisis de la Relación del Buen Gobierno Corporativo y la Generación de Valor Financiero

4.4.1 Agroindustrial Laredo S.A.A.

En la Figura 49 se evidencia que el IBGC de Laredo en el año 2015 fue de 64%. Analizando el IBGC en los últimos cinco años, se observa que éste varió entre 64% y 79%. Con un promedio de 73% , dicho resultado puso en evidencia que Laredo trató de desarrollar un buen gobierno corporativo; a pesar de ello, su alcance no llegó a cumplir las características mínimas definidas. Si bien en los años 2013 y 2015 el IBGC bajó a 64%, éste estuvo por encima del promedio del sector agroindustrial. Tal disminución se debió principalmente a dos motivos: La alta rotación de personal y la disminución de las ventas. En el año 2013 la rotación de personal fue negativa, de -10.3%, acompañada de una disminución de las ventas del -6% respecto al año anterior; debido quizás al menor precio del azúcar, como lo mencionó La República (2013).

Y es que la crisis económica internacional ocasionó que los precios de la caña de azúcar y del maíz amarillo duro en La Libertad varíen; lo cual perjudicó a los pequeños productores en la campaña agrícola de julio del 2012 a julio del 2013. Según informó el director de la Oficina de Información Agraria de la Gerencia Regional de Agricultura, Luis Díaz Vergara, el precio de chacra de la caña de azúcar bajó de S/. 130 por tonelada a S/. 55, mientras que el del grano se redujo de S/. 1 a S/. 0.80 por kilo. Es decir, la crisis internacional que se dio en aquellos años le afectó tanto en las ventas como en la rotación de personal.

Otras características importantes de Laredo, es que el tamaño del directorio se ubicó dentro del promedio, no fue totalmente masculino, ni hubieron directores independientes. El número de reuniones del directorio fue alto, y aunque los directores ocuparon otros cargos, sólo se remitió al plano gerencial y no como miembros del directorio de otras empresas. (Ver Figura 49).

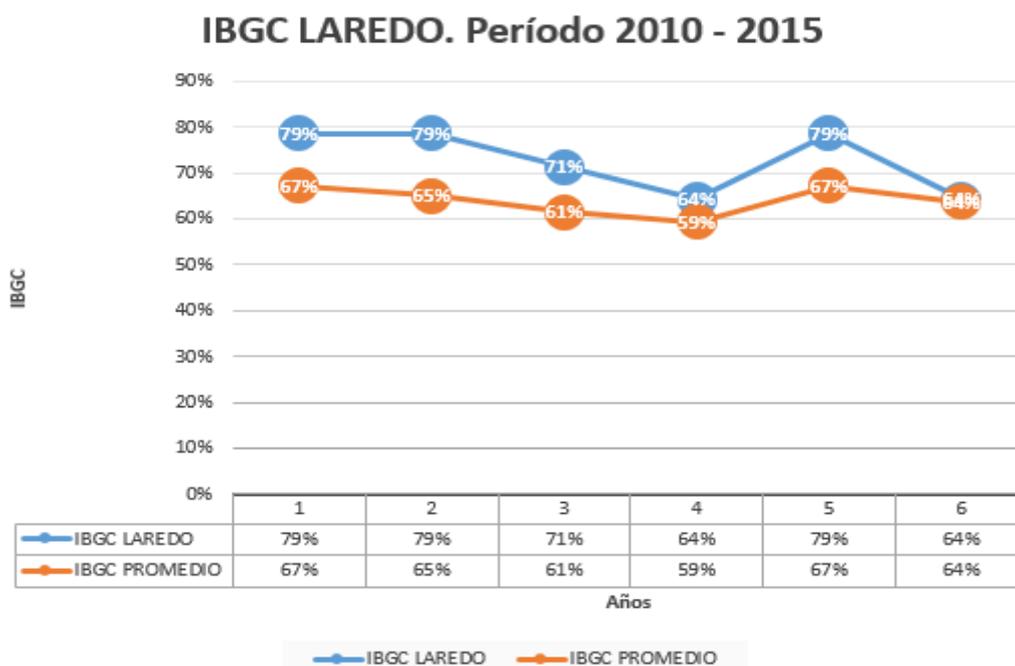


Figura 49. IBGC Laredo. Período 2010 – 2015.

La Figura 50 que muestra la relación del IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica que el gobierno corporativo de Laredo pudo haber generado rentabilidad, pero ésta ha tenido un comportamiento variable en el periodo analizado. El ROE y ROA cayeron en los años 2013 y 2015 y aunque se recuperó ligeramente en el 2014, el año siguiente cayó a su porcentaje más bajo dentro del período. Esta caída se debió al incremento del costo de las materias primas y mayores gastos financieros. Se debe tener en cuenta que Laredo tiene un valor positivo en sus cálculos de ROA y ROE lo que significaría que no destruye valor financiero.

La Figura 50 que muestra la relación del IBGC vs. Q de Tobin, indica que el gobierno corporativo de Laredo no ha realizado mayores acciones para incrementar el valor financiero de la empresa y dicha situación se evidenció en el mercado, pues al cierre del año 2015, el valor de mercado de la compañía fue similar al del año 2011. Un comportamiento variable mostró el Índice de Lucratividad donde el precio de la acción alcanzó su valor más alto en el año 2012 pero disminuyó en los años siguientes, llegando su punto más bajo en el 2015.

La Figura 50 que muestra la relación del IBGC vs. EVA, indica que el gobierno corporativo de Laredo no ha generado valor económico que sume a la empresa y ha estado decreciendo con el transcurrir de los años. Tanto así que el valor de la empresa en el mercado mostró cifras negativas durante todo el período, siendo menor en el año 2015 por haber sido afectado por la baja del precio del azúcar.

La rentabilidad de la empresa, el valor de las acciones y el valor económico, en los años 2010-2015, no fue del todo favorable para la compañía. La rentabilidad sobre activos y patrimonio empezó a disminuir desde el año 2011 y no se volvió a incrementar; el precio de las acciones en el mercado no mostró mayor dinamismo como en el año 2012 y el resultado obtenido una vez que se cubrieron los gastos y satisfecho la rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas, siempre fue negativo.

En función a los IBGC generados en los últimos cinco años se puede afirmar que en promedio el IBGC de Laredo es de 64%, valor que puede ser explicado por el tamaño del directorio, la cantidad de reuniones realizadas, la existencia de mujeres en el directorio y porque los directores han sido directores solo en Laredo. Por el lado financiero, la empresa no ha tenido una buena estrategia. En el año 2011 la economía peruana mostró un importante crecimiento, en consecuencia el sector agroindustrial azucarero también lo hizo, con lo cual, se importó menor cantidad de azúcar, se estabilizaron los precios y la empresa se comprometió en regularizar deudas pasadas. Sin embargo, en el año 2012, las condiciones fueron opuestas producto de la desaceleración del crecimiento del país, se importó más azúcar, se incrementó el precio de la materia prima, hubo un aumento en el salario básico y se pagó adeudos laborales de años previos, resultados que fueron contraproducentes para la generación de valor financiero de Laredo en años posteriores.



Figura 50. IBGC vs. Indicadores Financieros de Laredo (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

Después de lo descrito previamente, se recomienda que Laredo continúe con sus aspiraciones de ser pionera en la mejora continua de la agroindustria, en cuanto a cosecha mecanizada y a reducción de residuos se refiere. Así mismo, que en sus reuniones de directorio, se planteen planes de contingencia establecidos en materia de gastos administrativos para enfrentar los riesgos macroeconómicos que le podrían afectar.

4.4.2 Agro Industrial Paramonga S.A.A.

En la Figura 51, se muestra el IBGC de Paramonga año por año habiéndose obtenido un valor promedio de 68%. Dicho valor representa un nivel aceptable de desarrollo en gobierno corporativo; pero que no cumple con la totalidad de los parámetros mínimos establecidos. El IBGC en el periodo investigado, varió entre 64% y 71%, siendo el menor valor obtenido de 64% en los años 2011, 2012 y 2013; a pesar de ello, estos se encontraron por encima del promedio del sector. Los aspectos que más afectaron a los valores obtenidos fueron la alta rotación de personal, en el año 2012, que tuvo una variación de -5.2% y la venta de -3%, ambas comparadas con el año previo, las cuales se vieron afectadas por la baja del precio del azúcar.

En el año 2012 hubo una superproducción de azúcar a nivel mundial, por lo que su precio en la Bolsa de Nueva York tuvo tendencia negativa tal como indicó CM ASESORES (2013), tal situación contrajo el precio y perjudicó los resultados del sector, desencadenando una alta tasa de rotación de personal y problemas con los sindicatos. Por otra parte, el IBGC de Paramonga fue calificado como regular debido a que el número de miembros del directorio se encuentra por encima del valor de referencia. Así mismo, las reuniones de directorio son constantes y existen directores independientes. A pesar de que alguno de ellos son directores en otras empresas, los miembros del directorio no ocupan un cargo gerencial en la misma empresa ni en otra dentro del Grupo Wong. (Ver Figura 51).

La Figura 52 muestra la relación del IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, ambas indican que el gobierno corporativo de Paramonga ha generado una rentabilidad baja y en otros casos ha sido negativa, sobretodo en el año 2013 cuando su ROA obtuvo el valor de -0.6% y un ROE de -0.9%. El comportamiento que ha tenido el ROE y ROA en Paramonga ha sido variable en los años 2011 y 2012; sin embargo, en los años siguientes estos no ha variado notablemente. En el caso del ROA, este pasó de ser 13.2% en el año 2011, a 1.3% en el año

2012. Algo similar ocurrió con el ROE, el cual pasó de ser 19,7% en el año 2011, a 1.8% al año siguiente. Si bien la empresa ha estado recuperándose en los dos últimos años, el avance es mínimo. La baja en el rendimiento probablemente se deba al efecto de la caída del precio del azúcar, el cual aumentó en el año 2011 pero disminuyó en el 2012 y lo siguió haciendo hasta principios del año 2013. Así mismo, afectó a dicha rentabilidad la adquisición de motores, filtros, envasadoras automáticas; y la construcción de un nuevo almacén.

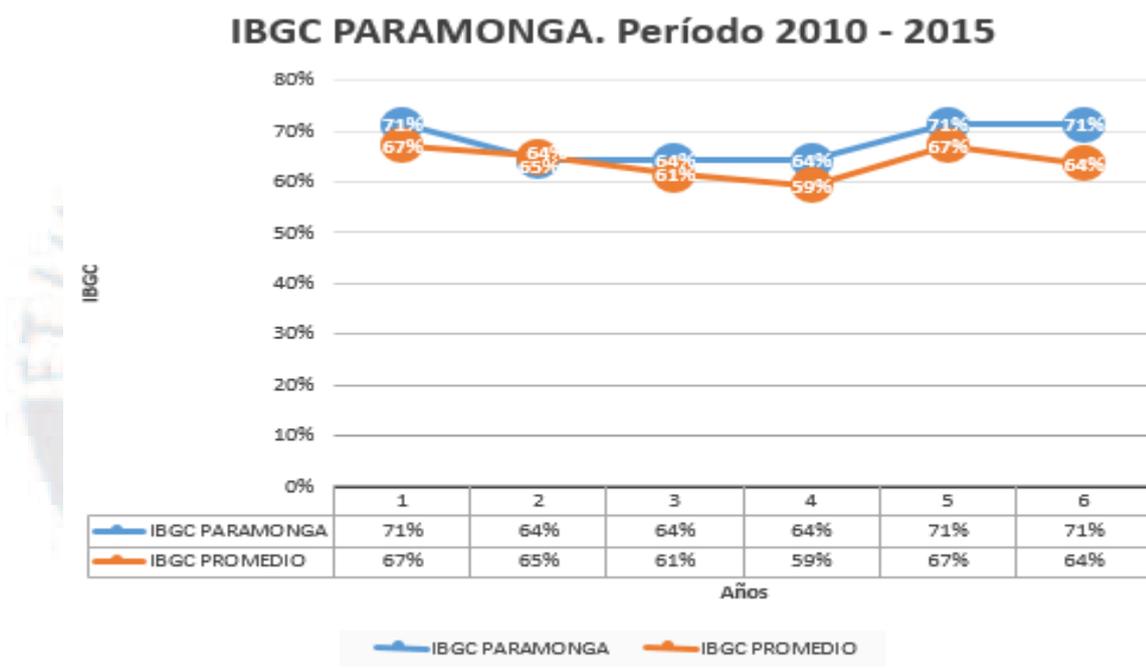


Figura 51. IBGC Paramonga. Período 2010 – 2015.

La Figura 52 que muestra la relación IBGC vs. Q de Tobin, indica que el valor de las acciones de Paramonga en el mercado, en el período analizado, fue de cero. En tal sentido, el Índice de Lucratividad que calcula directamente el rendimiento acumulado de las acciones, también fue cero. En la relación IBGC vs. EVA, se muestra que el gobierno corporativo de Paramonga no ha generado valor financiero agregado a la empresa. Por el contrario, ha destruido valor financiero con el paso de los años, llegando a su punto mas bajo en el año 2013. En ese sentido, el valor de la empresa en el mercado se redujo aún mas en los años 2010 a 2015.

Por otra parte, la rentabilidad sobre activos y patrimonio disminuyó desde el año 2012, a partir del cual se ha mantenido bajo sin mayores cambios. El precio en el mercado de las acciones no se encuentra disponible públicamente por lo que el acumulado es cero; coincidente con los valores de EVA calculados que denotan destrucción de valor financiero en la empresa. Aun así, el IBGC de Paramonga fue de 68% en promedio, habiendo obtenido valores bajos en los años 2011, 2012 y 2013, pero que encuentra por encima del IBGC promedio del sector. Tal valor es explicado por el buen tamaño de su directorio, pocas reuniones y directores que ocupan otros cargos dentro de la misma empresa. De esta manera se ven impactados en las decisiones de la empresa al tener un directorio que razona corporativamente al tener a su cargo diversas empresas del Grupo Wong.

Los resultados de rentabilidad no fueron favorables para Paramonga, y aunque esto pueda aludirse al manejo del directorio de la empresa, también le afectó el contexto macroeconómico de los años 2010 a 2013, cuando se apreció un debacle en los resultados obtenidos. Es importante recalcar que en el año 2010, el capital de trabajo aumentó los activos biológicos; sin embargo, al año siguiente, año de crisis, se incrementó las inversiones sumado al bajo precio del azúcar, con lo que el capital de trabajo disminuyó los activos biológicos y tuvo secuelas en años siguientes.

Después de lo anterior, se puede resumir que el IBGC de Paramonga tiene un buen valor dentro del sector. Sin embargo, este podría mejorar si se incluyera dentro de su directorio a mujeres y si las reuniones de directorio fueran más frecuentes, las decisiones estratégicas de la empresa e incluso las corporativas podrían enmarcarse bajo una misma visión. Conviene resaltar, que a la fecha de estudio, Paramonga tiene una multa con la Sunat de 161.9 millones de soles cargados en periodos anteriores pero que deberían ir provisionándose en sus estados financieros, hecho que cambiaría sus resultados anuales.

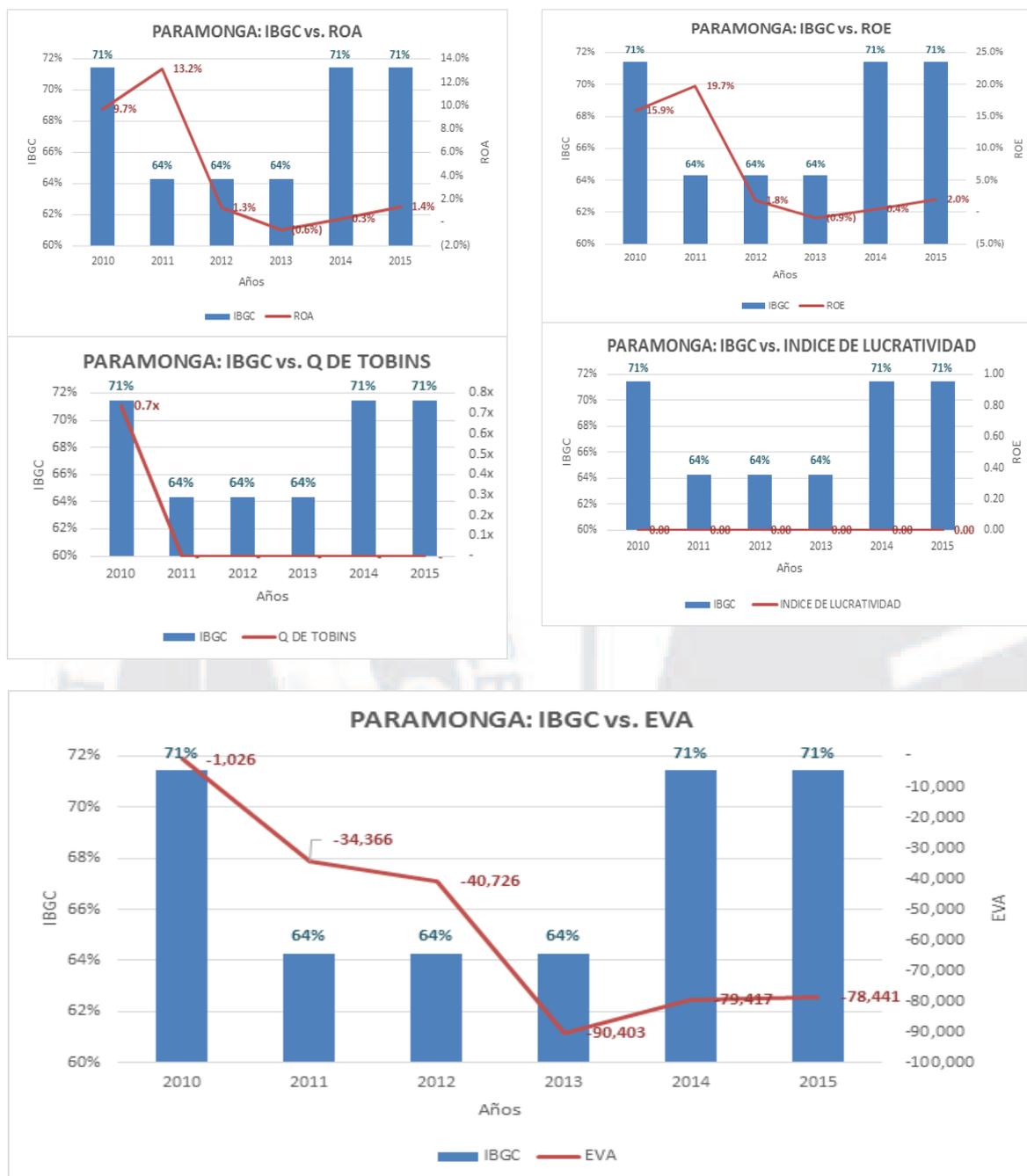


Figura 52. IBGC vs. Indicadores Financieros de Paramonga (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

4.4.3 Agroindustrias San Jacinto Sociedad Anónima Abierta (Agroindustrias San Jacinto S.A.A.)

La Figura 53 muestra el gráfico del IBGC de la empresa San Jacinto en el año 2015 el cual fue de 64%. Analizando sus valores en los últimos cinco años, se observa que ésta varió entre 43% y 64% y en los años 2012, 2013 y 2014, descendió hasta 43%. Durante el

período 2010-2014, el IBGC de San Jacinto permaneció por debajo del promedio del sector agroindustrial; aun así, el valor obtenido del IBGC de San Jacinto se puede calificar como de nivel regular. Dicho valor probablemente se deba a que varios de sus indicadores de productividad decayeron, siendo las más importante la baja en las ventas y la alta rotación de su personal.

La crisis económica internacional ocasionó que los precios de la caña de azúcar y del maíz amarillo duro en La Libertad varíen, lo cual perjudicó a los pequeños productores en la campaña agrícola de julio del 2012 a julio del 2013, según anunció el director de la Oficina de Información Agraria de la Gerencia Regional de Agricultura, Luis Díaz Vergara, quien también indicó que el precio de chacra de la caña de azúcar bajó de S/. 130 por tonelada a S/. 55, mientras que el del grano de maíz amarillo se redujo de S/. 1 a S/. 0.80 el kilo. (La República, 2013).

Por otra parte, en los años 2012 y 2013 hubo una caída de los commodities que afectó a todo el sector agroindustrial, contrayendo las ventas y los resultados finales de las empresas del Grupo Gloria, otra dificultad que es observable en San Jacinto es la alta rotación de sus empleados por problemas sindicales; la cual alcanzó su punto más bajo en el año 2012 con -10,7% y el año 2013 con -1.7%, mientras que el indicador de rotación de personal fue de -2.0% en el año 2014.

De manera similar a la de otras empresas que pertenecen al grupo económico Gloria, los tres únicos miembros del directorio son hombres y forman parte del directorio en otras empresas del grupo. A esto se adiciona que sus directores no son independientes y aunque en el periodo comprendido entre los 2010 y 2014, el número de reuniones del directorio fue bajo; en el 2015 se incrementó por encima del valor establecido como referencia.

A finales del año 2015, el IBGC de San Jacinto alcanzó un valor de 64% y a finales del 2015, el Grupo Gloria se convirtió en el principal accionista de la empresa Agroindustrial

San Jacinto, reforzando así su presencia en el sector *cañero* del país, a partir de una compra en la que obtuvo la mayoría absoluta de sus acciones (La República, 2016).

Por otra parte, la Figura 54 que muestra la relación IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica que el gobierno corporativo de San Jacinto ha generado una rentabilidad baja en los últimos cuatro años, sobretodo en el 2013 cuando su ROA alcanzó el valor 0.1%, con un ROE de 0.2%. El comportamiento que ha tenido el ROE y ROA en San Jacinto ha sido variable en los años 2011 y 2012; sin embargo, en años posteriores estos no variaron considerablemente. En el caso del ROA, este pasó de ser 22.8%, en el 2011, a 1.7% en el 2012.

De manera similar, el ROE, pasó de ser 40.4%, en el 2011, a 2.8% en el año siguiente. Tal caída del rendimiento se debió a la importación de azúcar que ocasionó la destrucción de valor financiero por ingresar al mercado peruano con precios muchos menores. En los años 2012, 2013 y 2014 hubo una caída en los valores, principalmente por la caída de los commodities que afectó de manera global a todo el mercado, incluido al de San Jacinto.

En lo que respecta a la relación IBGC vs. Q de Tobin, la Figura 54 muestra que el gobierno corporativo de San Jacinto no ejecutó acciones adecuadas para incrementar el valor financiero de la empresa en el mercado, por el contrario éste fue disminuyendo en el periodo analizado, llegando a su punto más bajo en el año 2015. Respecto al Índice de Lucratividad, el precio de la acción llegó a su punto más bajo en el año 2013 y aunque logró remontar tal ineficiente valor en el 2014, el año siguiente sufrió un nuevo descenso.

En la relación IBGC vs. EVA, se observa que el gobierno corporativo de San Jacinto no generó valor financiero agregado a la empresa. Pues se verifica que el valor de la empresa en el mercado decreció con el transcurrir del tiempo en el periodo analizado, 2010 - 2015, obteniendo su valor mas bajo en el año 2014. En el período analizado, la baja rentabilidad, ocasionó destrucción de valor financiero en la empresa. Así mismo, a partir del 2013 y en

adelante, la empresa ya no contó con activos biológicos ocasionando un incremento considerable en las cuentas por pagar, básicamente por demandas laborales por la alta tasa de rotación de sus trabajadores.

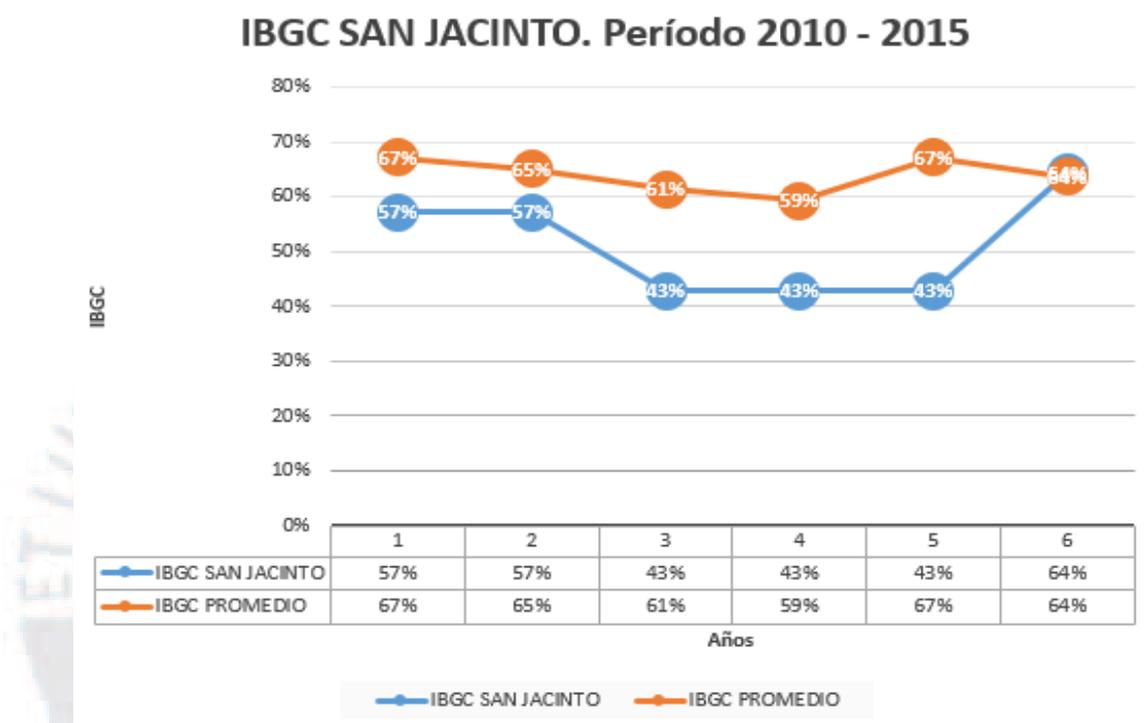


Figura 53. IBGC San Jacinto. Período 2010 – 2015.

Después de lo anterior, se puede argumentar que en promedio el IBGC de San Jacinto fue de 51%, valor que no puede calificarse como sobresaliente por estar debajo del rango promedio del sector. Los años más complicados para San Jacinto en cuando a valores de IBGC obtenidos fueron el 2012, 2013 y 2014. Las principales características que incidieron en tales valores fueron la existencia de un directorio pequeño, sin directores independientes en la cual los mismos eran directores en otras empresas. Por otra parte, la rotación de personal para el año 2012 fue de -10.7% por problemas sindicales de sus trabajadores; así mismo, la disminución de las ventas en el año 2012 fue de -15.2% probablemente por la disminución del precio del azúcar en el mercado.

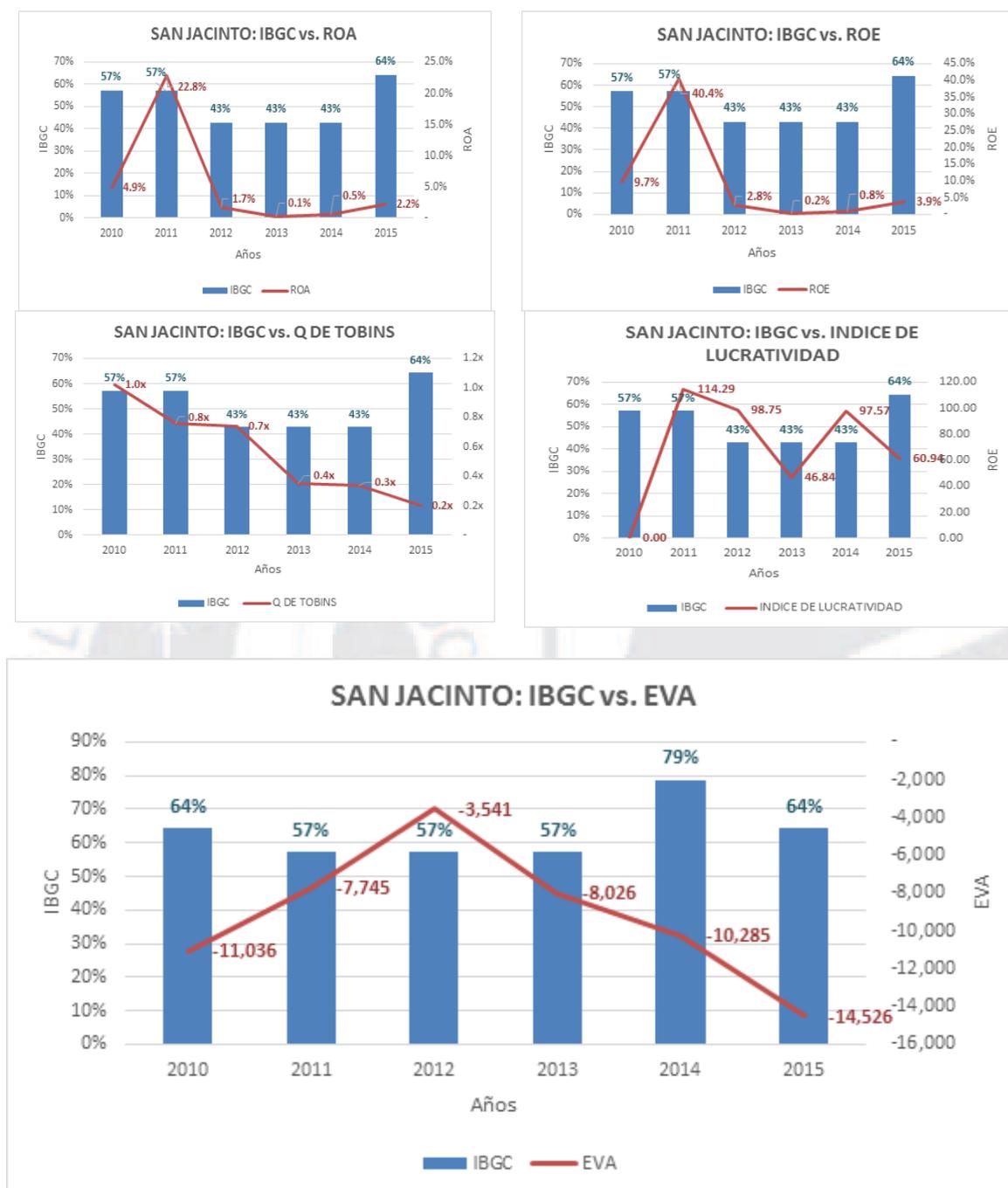


Figura 54. IBGC vs. Indicadores Financieros de San Jacinto (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

En el período analizado se puede apreciar que los indicadores financieros como el ROE, ROA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad variaron considerablemente; sin embargo, fueron siempre positivos. Caso contrario ocurrió con el EVA, el cual siempre disminuyó en el transcurrir de los años, dejando en evidencia la destrucción de valor financiero en la empresa.

Después de todo lo descrito se puede argumentar, que la principal deficiencia de San Jacinto se encuentra en el control de sus finanzas. En ese sentido, San Jacinto debe reconocer que los resultados obtenidos son en su mayoría consecuencia de las decisiones de su directorio, el cual debe incrementar el número de reuniones anuales y centrarse en decisiones específicas de la empresa, ya que sus directores y gerentes también lo son en otras empresas del mismo Grupo Gloria. Deben realizar así mismo, mayor inversión, como por ejemplo en la diversificación de sus productos para conseguir el crecimiento de la empresa. Por último, disminuir la rotación de personal a partir de estrategias, con el fin de llegar a acuerdos con los sindicatos para así obtener un IBGC mayor.

4.4.4 Agro Industrial Chucarapi S.A.A.

Como se observa en la Figura 55, el IBGC de Chucarapi en los últimos cinco años, osciló entre 64% y 79%. En el año 2010, obtuvo su valor mas bajo siendo 64%; a pesar de ello, el IBGC de Chucarapi permaneció siempre por encima del promedio del sector. En el 2015 disminuyó como consecuencia de varios motivo, entre ellos el más importante fue la alta rotación de personal. En correspondencia con este hecho, La Republica (2016) informó que la Central Azucarera Chucarapi Pampa Blanca, debe a la fecha más de 130 millones de soles a la SUNAT por no pagar los derechos laborales de trabajadores, extrabajadores, accionistas minoritarios, además de EsSalud, ONP, AFP, CTS, entre otros.

En el año 2015, Chucarapi tambien fue afectado por la disminución en sus ventas. En ese sentido, La Republica (2016) publicó varias denuncias realizadas en el 2015 por los accionistas minoritarios ante la Sunat e Indecopi; el motivo de las denuncias fue la compra de azúcar importada, la cual no cumplió con los Registros Sanitarios para el consumo; y que fue el 70% del azúcar que vendió en total al mercado peruano. Otros aspectos que afectaron a la empresa fue la deuda de multas ante la Sunat, debido a la emisión de facturas falsas para justificar gastos fantasmas, hecho que involucró a sus ex dirigentes, suceso que a la fecha

sigue todavía en litigio. (La Republica, 2016). En general los altos valores de IBGC obtenidos en Chucarapi se debieron en su mayoría al tamaño del directorio que varió entre seis y siete, conformada por solo hombres, de los cuales ninguno de ellos fue independiente; así mismo, el número de reuniones del directorio varió entre cinco y once.

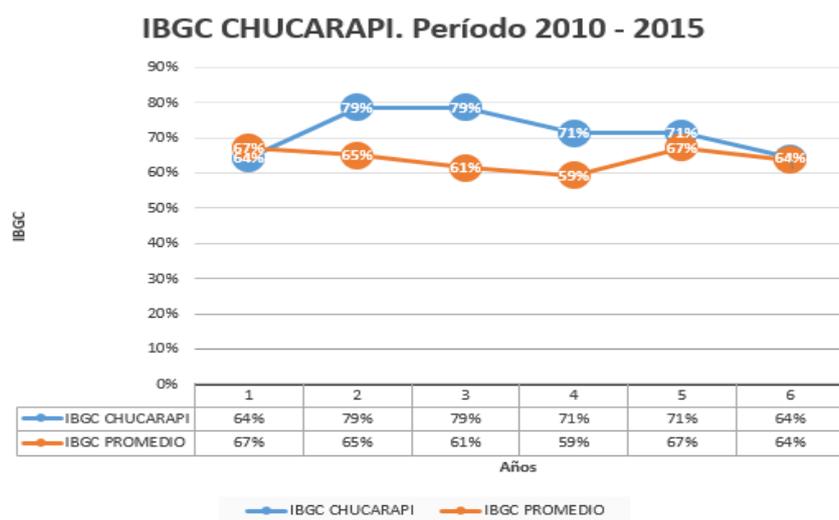


Figura 55. IBGC Chucarapi. Período 2010 – 2015.

La Figura 56 que muestra la relación IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica que el gobierno corporativo de Chucarapi no ha tenido rentabilidad pero ha tenido un comportamiento variable en el periodo analizado. El ROE y ROA disminuyeron desde el año 2010 hasta principios del 2012, llegando a su punto más alto, 0.1%, en el segundo semestre del año 2012. Posteriormente, se suscitó una caída debido a la crisis del precio del azúcar que afectó a todo el sector agroindustrial, ocasionando destrucción de valor financiero. En el año 2014 y a finales del 2015 ocurrió una disminución de la rentabilidad por la caída de las ventas, debido a la mala decisión de los accionistas mayoritarios y minoritarios de vender azúcar importada en un mayor porcentaje. La relación IBGC vs. Q de Tobin, indica que el gobierno corporativo de Chucarapi no realizó acciones adecuadas para incrementar el valor de la empresa en el mercado, comportamiento que es corroborable al analizar la tendencia de

valores del Índice de Lucratividad y en la relación IBGC vs. EVA. Así se tiene que el valor de la empresa en el mercado decreció con el transcurrir de los años.



Figura 56. IBGC vs. Indicadores Financieros de Chucarapi (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

En función a los IBGC obtenidos en los años 2010-2015 se puede afirmar que en promedio el IBGC de Chucarapi fue de 70.16%, valor por encima del promedio del sector.

Hasta la fecha del estudio, Chucarapi cuenta con problemas financieros adquiridos en años anteriores, por deudas a sus trabajadores, defraudación tributaria para con la Sunat y costos fijos por juicios en trámite. En resumen los indicadores financieros no fueron favorables para Chucarapi y siempre se destruyó valor financiero.

Después de todo lo revisado se puede afirmar, que la principal deficiencia de Chucarapi radica en el mal manejo financiero y legal por parte de los accionistas, haciendo que la empresa tenga en su contra demandas por deudas laborales no pagadas y multas ante la Sunat por facturación falsa. Se podría recomendar a la empresa tener un estricto control en sus procesos y cumplir sus obligaciones, para así no dañar su imagen ni perder su posición en el mercado.

4.4.5 **Cartavio S.A.A**

Como se observa en la Figura 57, el IBGC de Cartavio en el año 2015 fue de 64%. Analizando el IBGC en los últimos cinco años, éste varió entre 50% y 71%. En el año 2014, éste IBGC alcanzó su máximo de 71%. En general el IBGC de Cartavio ha sido de nivel regular, permaneciendo por debajo del promedio del sector en el periodo analizado.

Se puede afirmar, que el valor del IBGC de Cartavio obtenido se debe a las características del gobierno corporativo, pues al pertenecer al grupo Gloria, el directorio estuvo compartido entre varias empresas relacionadas al grupo: Sintuco, San Jacinto, Cartavio y Casagrande. En los últimos cinco años el tamaño del directorio fue tres y conformada solo por hombre; ninguno de los directores fue independiente y el número de reuniones del directorio osciló entre tres y seis.

Otras características que afectaron el valor del IBGC son la variación en el incremento de ventas y el porcentaje de rotación de trabajadores. Al respecto RPP (2013) publicó los reclamos por mayores sueldos sobretodo para los obreros, también se refirió a las protestas contra despidos de trabajadores especialmente por los dirigentes del sindicato.

Después de tantos reclamos, con el fin de mantener la armonía y paz laboral, por medio de la participación de la Gerencia Regional del Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (2016), Cartavio firmó un convenio colectivo con el sindicato de trabajadores.

Tal convenio beneficiaría a 1,450 trabajadores de Cartavio S.A.A. y establecía el aumento del salario de S/.140 de manera progresiva mas una bonificación única de S/.710. Otro de los acuerdos que Gloria propuso a su personal fue una asignación familiar mensual de S/.60 por cónyuge o conviviente y 41 soles por cada hijo soltero hasta los 21 años de edad siempre y cuando dependa económicamente del trabajador. Además Gloria ofrecía 29 becas educativas de S/.1,900 cada una, 14 de nivel primario, 11 de nivel secundario y 4 de nivel universitario, para los hijos de los trabajadores calificados como mejores estudiantes.

La Figura 58 que muestra la relación IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica que el gobierno corporativo de Cartavio ha generado rentabilidad, pero ésta ha tenido un comportamiento variable en el periodo analizado. El ROE y ROA ha disminuido paulatinamente hasta el 2013, para en años posteriores recuperarse.

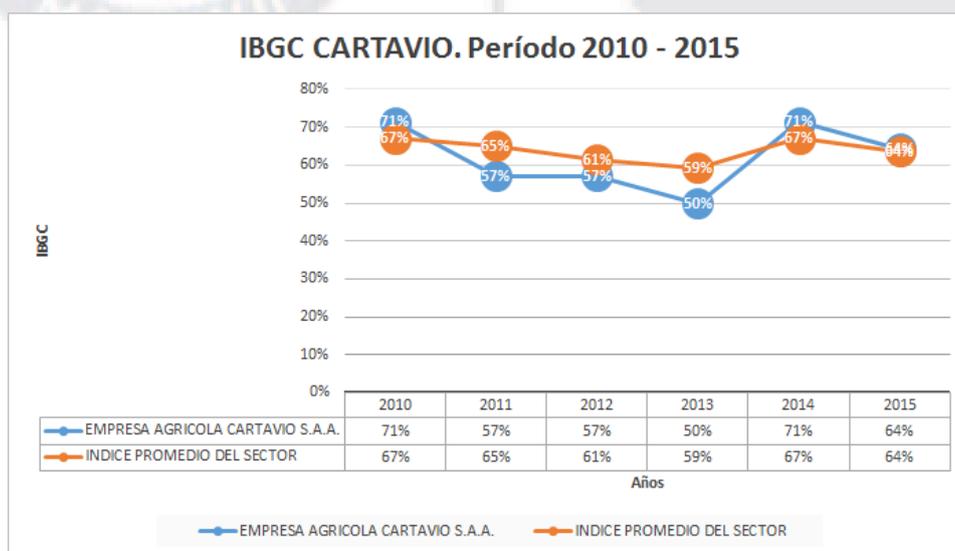


Figura 57. IBGC Cartavio. Período 2010 – 2015.

En el año 2013 la economía peruana acentuó la tendencia a la desaceleración influenciada por la lenta recuperación post crisis de la demanda global producto de las

medidas de austeridad y recorte de gastos. En el año 2013 la producción de caña de azúcar en el Perú creció 6.1% con respecto al año 2012 debido a la inversión privada en el sector; sin embargo, la producción de Cartavio no creció en la misma medida, pues su venta fue menor en 21.70% bolsas vendidas que el año 2012. Esa disminución se debió principalmente a la caída de los precios del azúcar en el mercado local e internacional en reacción a la caída de las cotizaciones internacionales en las bolsas de futuros de Nueva York y Londres.

El año 2014, la producción de caña de azúcar en el Perú tuvo un crecimiento del 3.6% destinada principalmente a la producción de azúcar y alcohol para consumo interno y exportación, de los cuales la producción de azúcar alcanzó un incremento de 2.5% con respecto al año 2013. Debido a la continua subida de los precios locales del azúcar, durante el año 2014, el Perú importó 27% más con referencia al año anterior, siendo los principales países de origen Colombia, Guatemala y Bolivia. Ese mismo año, Cartavio concentró su producción y venta de la azúcar blanca y en menor proporción de azúcar rubia refinada, continuando su exportación de azúcar blanca a Colombia; lo cual influenció en la recuperación del precio de la acción en ese año. El año 2015 significó para el Perú una reducción del 10.39% en la producción de caña de azúcar como consecuencia de las paralizaciones, el bajo rendimiento de los campos y la menor superficie de siembra de las empresas azucareras; por ello, la producción anual estimada de azúcar fue 7% menor que el año anterior; por lo que aumentó la importación de azúcar hasta un 93%.

Cartavio, el año 2015 centró sus operaciones en la producción de azúcar rubia en 59.96% y azúcar blanca en 40.04%. Las ventas totales de azúcar en Cartavio disminuyeron en 1.16% menos que en el año 2014; sin embargo, el precio de venta promedio obtenido fue de 10.35% mayor que el año previo; este precio mayor fue generado por la falta de azúcar en la región. En cuanto a exportaciones de azúcar, la compañía exportó 35.33% menos que el año 2014. Esta situación afectó a Cartavio en cuanto a su precio de acción, índice de

Lucratividad; valor de la empresa en el mercado, Q de Tobin; y su generación de valor financiero, EVA.

La Figura 58 que muestra la relación IBGC vs. Q de Tobin, indica que el gobierno corporativo de Cartavio se vio impactada por el contexto económico internacional, y aunque parecía que se recuperaría el año 2015, no logró incrementar el valor financiero de la empresa, lo cual es posible de apreciar en la relación IBGC vs. EVA observándose una disminución progresiva en el periodo analizado. Comportamiento similar, se muestra en la relación IBGC vs. Índice de Lucratividad, en la cual se ve que el precio de la acción disminuyó, llegando su punto más bajo el año 2013. A lo largo del período analizado, como consecuencia de la baja rentabilidad respecto al costo de capital y de los deficientes resultados, la empresa destruyó valor financiero (corroborable a partir del EVA), habiendo caído a su nivel más bajo en el año 2015.

En relación a los IBGC generados en los últimos cinco años se puede afirmar que en promedio el IBGC de Cartavio fue 62%. Tal valor es explicado por las constantes pugnas con los sindicatos de trabajadores, lo cual causó no sólo despidos sino también que afectó la productividad en la empresa. A esto, se suma la crisis económica del año 2012 y sus posteriores impactos en los años siguientes a nivel nacional e internacional, lo cual afectó a las exportaciones y al precio del azúcar. Ocasionando en conjunto destrucción de valor financiero progresivo en los años analizados.

El periodo analizado fue un desafío para el gobierno corporativo de Cartavio, el cual exigió un amplio expertís de los directores para afrontar la difícil situación política-económica por la que atravesaba el Perú y el Mundo en aquellos años. Contar con información de alta predictibilidad era esencial para reaccionar de manera proactiva. Por ello, podría recomendarse a Cartavio enfocar sus esfuerzos en la toma de decisiones acertadas, mejorando las características del directorio, también diversificando sus productos.

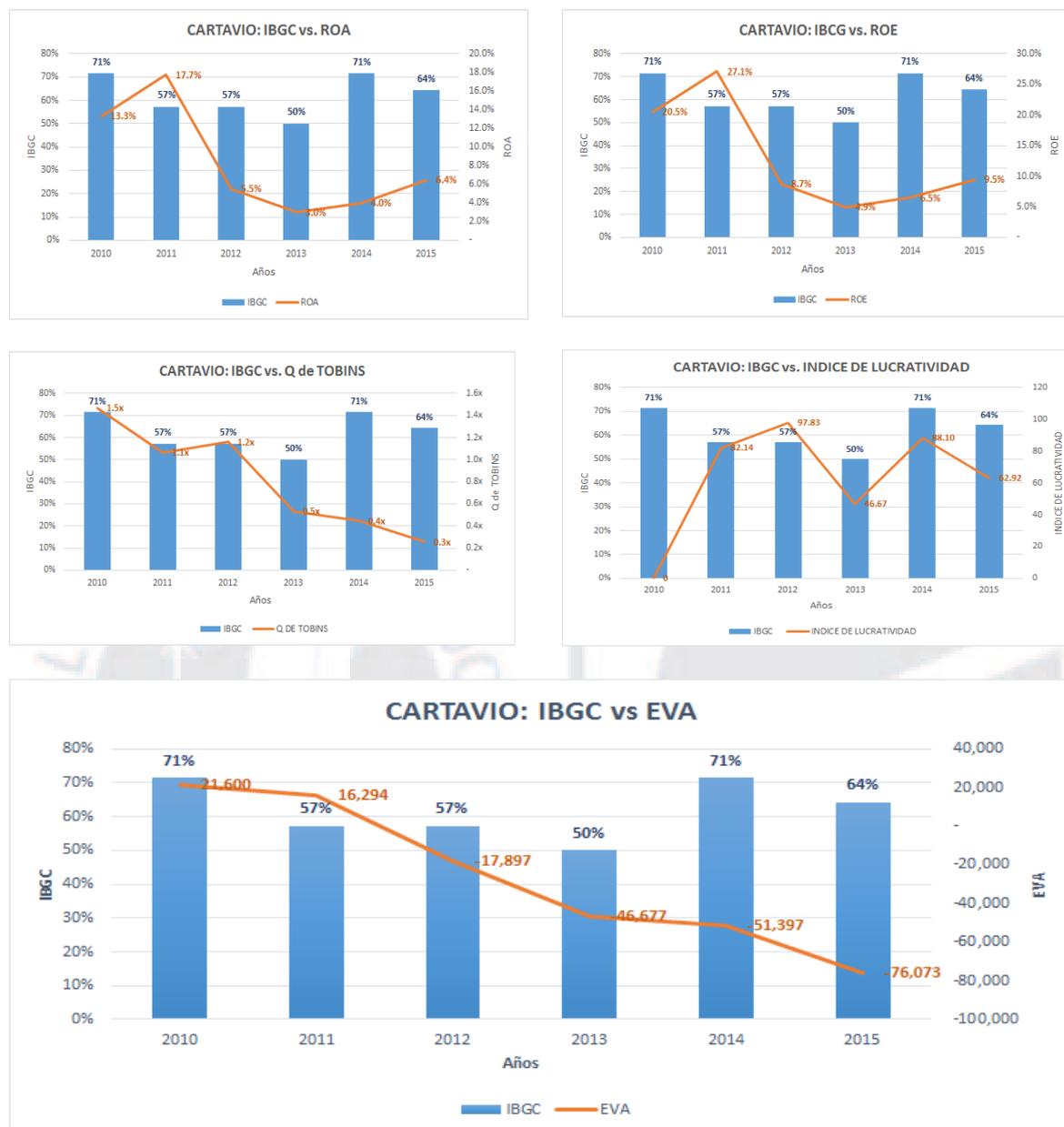


Figura 58. IBGC vs. Indicadores Financieros de Cartavio (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

4.4.6 Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.

Según la Figura 59, el IBGC de Cayalti en el año 2015 fue de 64%. Analizando su valor en los años 2010 a 2015, se pudo observar que este varió entre 64% y 86%. El año 2014 llegó a 71% y el 2015 disminuyó, hasta llegar a su nivel más bajo que fue de 64%. En general, el IBGC de Cayalti permaneció por encima del promedio del sector en los años analizados.

A pesar de su condición de fideicomitente, el IBGC de Cayalti se encontró en un nivel regular, y esto se debe a que cuenta con una estructura de propiedad conformada por la JGA, Directorio y Alta Gerencia; el tamaño del directorio fue de cinco miembros lo cual es una práctica recomendada para el sector y no contó con ninguna mujer en su conformación. Por otra parte, todos sus directores fueron independiente, el número de reuniones del directorio fue de seis, siendo el mínimo apropiado para el sector. Sin embargo, Cayalti presentó en el año 2015 hasta 13% de despidos de sus trabajadores siendo la tasa más alta de los cinco años; situación que dejó en evidencia los problemas de Cayalti con sus sindicatos.

Durante décadas, Cayalti sobrevivió con una grave situación económica-financiera, la cual se agudiza aún más por la crisis social interna con sus trabajadores. En el año 2003, Cayalti creyó que al firmar el contrato de Fideicomiso con COFIDE para que administre y gestione la totalidad de activos y pasivos solucionaria sus problemas, sin embargo no fue del todo cierto. Pues a la fecha de estudio, aún persisten dichas dificultades.

En ese sentido, La Verdad (2016) publicó la denuncia que hizo el presidente, de la Asociación del Frente Único de Defensa de Accionistas de Trabajadores y Jubilados de la empresa Agroindustrial Cayaltí, ante la Fiscalía Penal de Turno para acusar al presidente del directorio de Cayalti y el presidente del comité de gestión del fideicomiso de la Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide), representada por Jorge Luis Ramos Felices, a los representantes del Fideicomiso, al Consorcio Peruano Japonés Intipukuio, y otros involucrados, por presuntos delitos de apropiación ilícita, estafa, administración fraudulenta, informes de auditoría distorsionados, manejo ilegal de patrimonio con propósito exclusivo, aprovechamiento indebido de cargo, tráfico de influencias, falsedad genérica y fraude en la transferencia de la empresa agroindustrial Cayaltí. La denuncia refiere a que los directivos que llegaron a Cayalti para reflotar la empresa les aumentó la deuda, hipotecando las tierras

de Cayalti a favor de Cofide, para favorecer al consorcio Intipuquio y así éste último ingrese como socio mayoritario de Cayalti y cancele la deuda.

El bajo IBGC de Cayalti en los años 2014 y 2015 respecto al periodo analizado, se debe a que en esos años la empresa no realizó reunión alguna con la JGA y tampoco contrató a directores externos e independientes, practicas recomendadas para el buen gobierno corporativo. A todo ello, se suma la variación negativa del incremento de sus ventas respecto del año anterior.

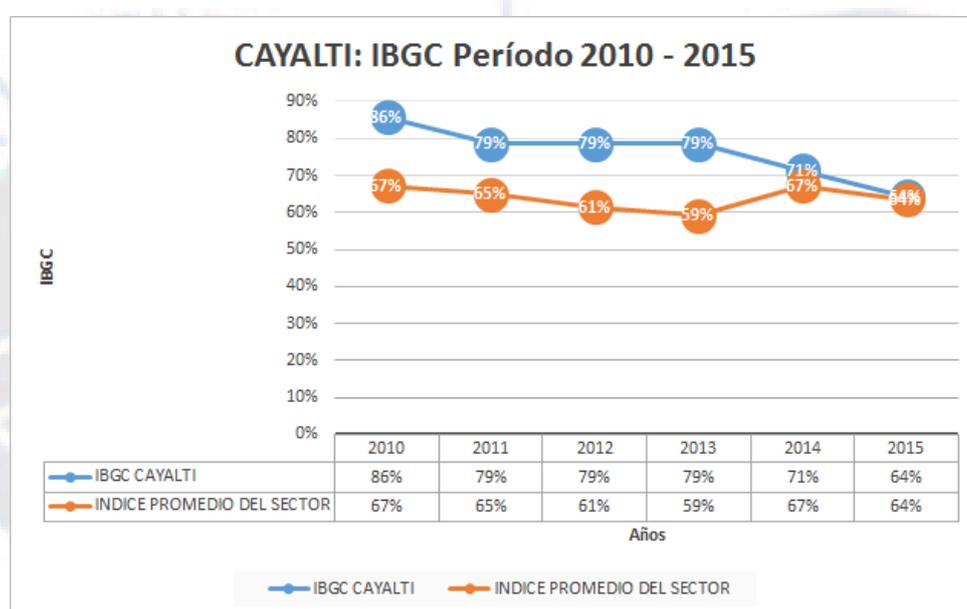


Figura 59. IBGC Cayalti. Período 2010 – 2015.

La Figura 60 que muestra la relación IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica que el gobierno corporativo de Cayalti no ha generado rentabilidad durante el periodo analizado. Desde el año 2010 el ROE y ROA ha ido disminuyendo con el transcurrir del tiempo hasta que el año 2013 llegó a su punto más bajo de -97,4% y -12.9% respectivamente, después del cual se recuperaron pero lentamente; inclusive en el año 2015 siguieron mostrando valores negativos.

El año 2013 fue crítico para Cayalti debido a la caída del precio del azúcar, ocasionado por la mayor importación de azúcar. Otro punto que le afectó ese mismo año fue

la caída de las ventas del maíz amarillo, y la disminución de la cosecha de hasta 60% menos que la producción anterior, sin ocupar la mano de obra fija excedente. A esto se sumó, el incremento de los intereses por nuevos financiamientos que fueron utilizados para capital de trabajo.

El año 2015 fue un año de correcciones para Cayalti, aunque financieramente no le fue suficiente. Ese año le favoreció el incremento del precio de venta de la bolsa de azúcar más una producción moderada de la misma, así también se incrementó el precio de venta del maíz amarillo pero se disminuyó su producción. Un factor que afectó positivamente a Cayalti fue el nuevo cálculo para hallar el valor razonable del activo biológico NIC 41, lo cual generó ingresos. Además, se disminuyeron los costos financieros debido a que surgió el nuevo Inversionista Intipuquio quien realizó la cancelación del íntegro de la deuda con las instituciones financieras.

A todo esto, se sumó la constitución de Cayalti, que no se encuentra incluida en la Ley de Promoción al Sector Agrario, Ley 27360, por lo cual, el impuesto a la renta es calculado sobre el 30%. Todo lo antes mencionado generó utilidad negativa, con lo cual la empresa mostró indicadores de rentabilidad negativos durante todos los períodos analizados. Consecuentemente la empresa destruyó valor financiero, medido a través del EVA, en los años analizados.

Del análisis previo, se puede afirmar que el IBGC promedio de Cayalti en el periodo analizado fue de 75%. Este valor, puede aducirse al trabajo arduo del directorio para hallar soluciones en una empresa con gran potencial de crecimiento, aunque no siempre con decisiones acertadas. El hecho de que el presidente del directorio de Cayalti sea el mismo que el presidente del comité de gestión del fideicomiso con COFIDE, trajo consigo una serie de especulaciones y denuncias de parte de los trabajadores de Cayalti; pues surge a la vista conflicto de intereses por compartir el mismo cargo en diferentes entidades.

Cayalti es una empresa que espera por décadas ser re-conducida, pues cuenta con un potencial alto para ser una gran empresa agrícola, pero sus problemas internos se lo impiden. Al año 2015, con el ingreso del nuevo inversionista Intipuerto pudo saldar todas sus deudas; ello representó la posibilidad de un nuevo inicio para propiciar el crecimiento económico de esta empresa con propuestas de nuevos proyectos. Otro punto que Cayalti debe manejar son las relaciones con sus trabajadores, pues, los diarios locales mostraron protestas recurrentes. Una muestra de esa relación se evidencia en el porcentaje de despidos de sus trabajadores, la cual es constante en cada año analizado. Como se observa en la Figura 60, los indicadores financieros no fueron favorables para Cayalti, principalmente porque se destruyó valor financiero, hecho que constituyó un reto para el directorio actual.

Después de todo lo revisado, las principales deficiencias de Cayalti fueron el desacertado manejo financiero, la inadecuada comunicación con el sindicato de trabajadores, la dudosa inclusión de Intipuerto como socio mayoritario de Cayalti, factores que afectaron la posibilidad de un buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero.

A partir de lo sucedido a Cayalti, quedó la lección aprendida para otras empresas del mismo rubro, que fue no incluir como parte de la administración de la empresa a una entidad del estado, pues tiende a ser lenta y poco productiva en el tiempo. Aceptar a Cofide como un fideicomitente no fue la mejor opción para Cayalti.

Así también resulta perjudicial la dualidad de cargos especialmente del presidente del directorio en otras entidades como el fiduciario, pues surgen los conflictos de intereses y se pierde la identidad de la empresa para la cual se trabaja. Cayalti debe evaluar cuidadosamente sus inversiones sobre todo cuando implique el financiamiento a largo plazo; pues ahora más que nunca, requiere decisiones certeras que se deriven en alto impacto; sin descuidar las relaciones con sus trabajadores.

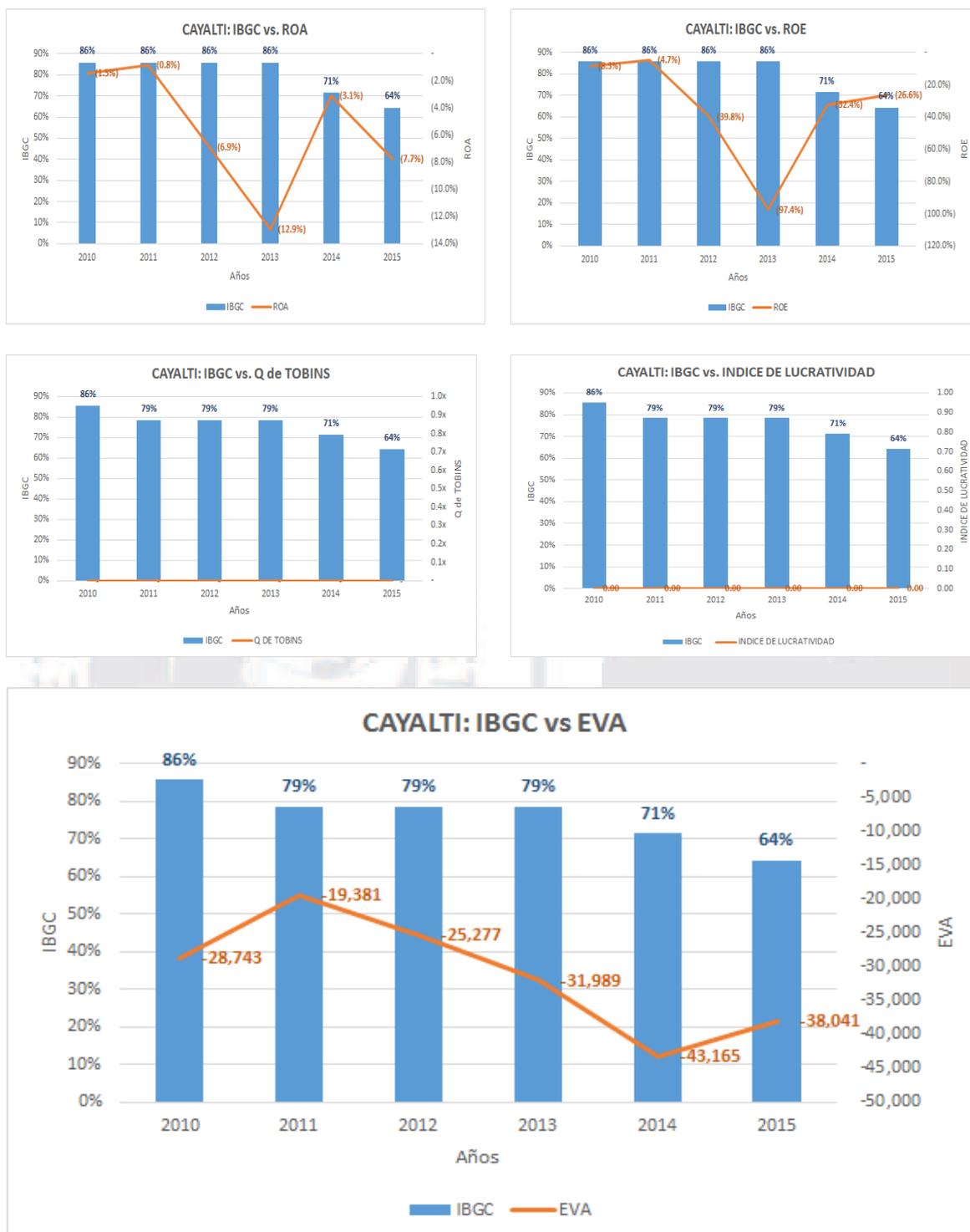


Figura 60. IBGC vs. Indicadores Financieros de Cayalti (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

4.4.7 Casagrande S.A.A

Como se observa en la Figura 61, el IBGC de Casagrande en el año 2015 fue de 57%. Analizando el IBGC en los últimos cinco años, se observa que tuvo una variación entre

43% y 57% y en el año 2013 bajó a 43%. En general el IBGC de Casagrande permaneció por debajo del IBGC promedio del sector en los años analizados. Tal valor se debe a las características del gobierno corporativo de Cartavio, pues al pertenecer al grupo Gloria, el directorio fue compartido entre varias empresas relacionadas al mismo grupo: Sintuco, San Jacinto, Cartavio y Casagrande. El tamaño del directorio fue adecuado y conformado solo por hombres, su directorio no contó con directores independientes y el número de reuniones osciló entre tres y siete.

Dos características del IBGC que influyeron fueron la variación en el incremento de ventas y el porcentaje de rotación de trabajadores. En este último tema, se evidencia constantes conflictos con su sindicato. Así lo reportó RPP (2014) quien señaló que el sindicato de trabajadores de CasaGrande reclamaba un aumento al sueldo básico, un bono por cierre de pliego, un bono escolar, incentivo a la producción además de otras mejoras económicas. Trujillo Informa (2015) manifestó por su parte, que Casagrande suspendió el proceso de Negociación Colectiva con el el Sindicato de trabajadores. A la fecha de estudio, estos problemas continúan, pues según La republica (2016) los trabajadores de CasaGrande se fueron a la huelga indefinida por haberse interrumpido el proceso de negociación colectiva entre la empresa y la directiva del gremio sindical. En ese sentido RPP (2016) mencionó que el sindicato de trabajadores solicitó aumentar 450 soles a su sueldo percibido mas un bono por producción, versión coincidente con la Gestion (2016) quien manifestó que los trabajadores de Casa Grande solicitaron mejoras económicas a cambio de suspender la huelga indefinida.

La Figura 62 que muestra la relación IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica que el gobierno corporativo de Casagrande ha generado rentabilidad, pero este ha tenido un comportamiento variable en el periodo analizado. El ROE y ROA han disminuido hasta el año 2013 (período negativo), para luego recuperarse paulatinamente.

Durante el año 2013 la economía peruana acentuó su tendencia a la desaceleración influenciada por la lenta recuperación post crisis globalizada producto de las medidas de austeridad y recortes del gasto de las principales regiones. El crecimiento del sector agrícola peruano alcanzó un índice de 1.8 %, muy por debajo del registrado el año anterior que fue de 5.6%, debido principalmente a la caída de la producción del arroz, algodón, café y maíz amarillo duro; sin embargo los cultivos que mayor crecimiento productivo presentaron fueron la caña de azúcar, la papa y el trigo.

En el año 2013 la producción de caña de azúcar en el Perú creció 6.0% lo cual representó un incremento de 6.1% con respecto al año previo. Esta mayor producción se debió al crecimiento de la inversión privada en el sector. Para CasaGrande, las ventas de azúcar en el año 2013 fueron 21.27 % mayores que las del año 2012. Las ventas de alcohol ascendieron a 12.94%, y la exportación del azúcar cruda incrementó un 79.53 % en relación al año previo.

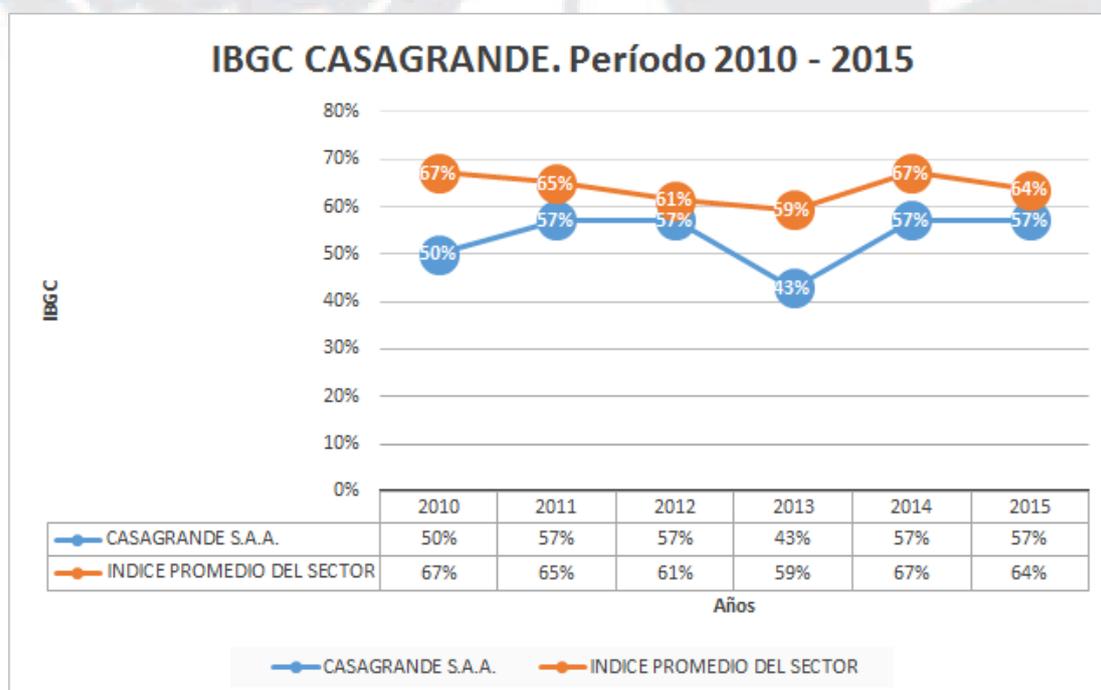


Figura 61. IBGC Casagrande. Período 2010 – 2015.

A pesar de que el año 2013 representó para CasaGrande la mayor producción de caña de azúcar, su utilidad disminuyó debido a los menores precios de la bolsa de azúcar y a la pérdida por aplicación de la Norma Internacional de Contabilidad 41 – Agricultura. Así mismo, se incrementaron los gastos financieros por la cancelación de sus obligaciones, y por el incremento de los gastos financieros a entidades relacionadas.

En el año 2015, el mercado peruano mostró una reducción de 10.39% en la producción de caña de azúcar como consecuencia de las paralizaciones, bajo rendimiento de los campos y menor superficie de siembra de las empresas azucareras; sin embargo, la importación de azúcar se incrementó en 93%. Ese mismo año, CasaGrande experimentó una variación de -4.59% de venta de bolsas de azúcar menor en relación al año 2014; sin embargo, el precio de venta promedio obtenido fue mayor en 19.92%, más que el año anterior; esto debido al incremento del precio del azúcar por falta de producción en los Ingenios del Norte del país y por efectos climatológicos de la zona. En cuanto a la variación de la exportación de azúcar cruda fue de -70.23%, menor que el año 2014. Las ventas de alcohol se incrementaron en 33.24% más que el año 2014, pero con un precio de venta promedio menor en -1.26%, debido a la baja del precio internacional de dicho producto.

La Figura 62 que muestra la relación IBGC vs. Q de Tobin, indica que el gobierno corporativo de Casagrande no ha realizado acciones adecuadas para incrementar el valor de la empresa en el mercado, por el contrario éste valor disminuyó en el periodo analizado, llegando a su punto más bajo en el 2015. Comportamiento similar, se muestra en la relación IBGC vs. Índice de Lucratividad donde el precio de la acción disminuyó, llegando su punto más bajo el 2013, pasando de S/.13.81 por acción en enero del 2013 a S/.8.06 por acción en diciembre del mismo año. En la relación IBGC vs. EVA, se muestra que el gobierno corporativo de Casa Grande no ha generado valor financiero agregado a la empresa. Así, se tiene que el valor de la empresa en el mercado decreció con el transcurrir de los años. Es

decir, en el período analizado, producto de la baja rentabilidad respecto al costo de capital y de los deficientes resultados (no se tomó en consideración los cambios en el valor razonable de activos biológicos), la empresa destruyó valor financiero (medido por el EVA), mostrando su nivel más bajo en el 2015.

De lo anterior, es posible afirmar que en el año 2015, el IBGC fue de 57%, índice constante dentro del periodo analizado. Así mismo, en función a los IBGC generados en los cinco años de estudio se puede afirmar que su valor promedio fue de 54%. Este valor, es explicado porque el directorio ha sido el mismo en el periodo analizado y por las constantes demandas del sindicato de trabajadores de CasaGrande, lo cual ocasionó que por cada día de protesta se deje de procesar hasta mil toneladas métricas de caña de azúcar. Además, dada la situación económica mundial del año 2012 se tuvo una variación negativa en el incremento de ventas respecto del año anterior, que fue difícil de recuperar en los años siguientes. Todo ello, influyó en los indicadores financieros los cuales no fueron favorables para Casagrande, principalmente porque se destruyó valor financiero en lugar de generarlo.

CasaGrande es una de las empresas agroindustriales más grande del Perú, pues produce casi la mitad de caña de azúcar vendidas a nivel nacional. Siendo parte del grupo Gloria, tiene visión a futuro por lo que realiza grandes inversiones en infraestructura de riego para mejorar la productividad de sus campos, buscando la diversificación de sus productos. Para CasaGrande fue importante medir sus gastos financieros, pues según sus estados financieros el costo de capitalización fue mayor a la tasa de rentabilidad. Sin embargo, deben mejorar sus relaciones con los sindicatos y definir acuerdos para el bien de ambas parte; pues los conflictos entre las partes podrían desencadenar pérdida de valor financiero para la empresa.

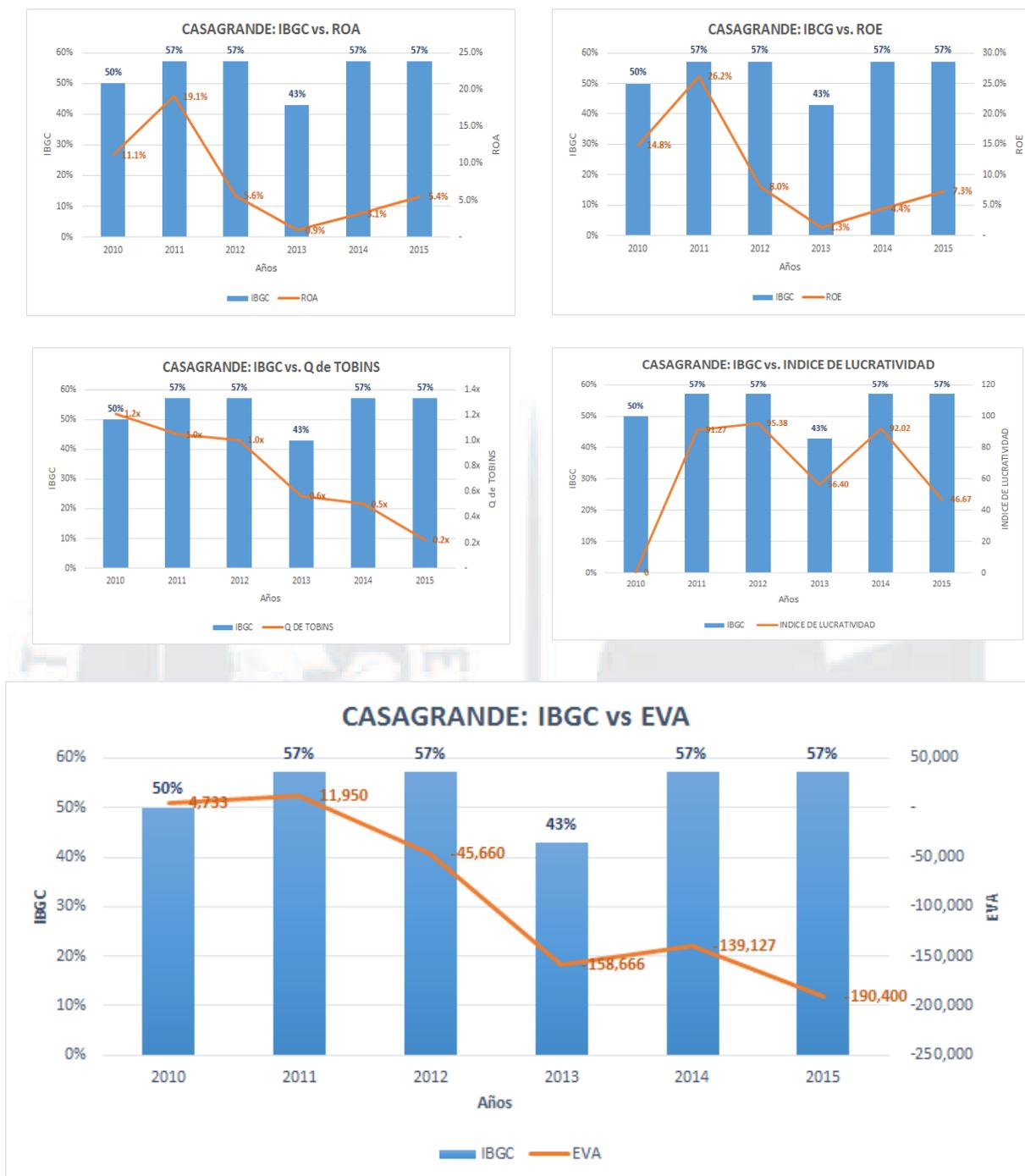


Figura 62. IBGC vs. Indicadores Financieros de Casagrande (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

4.4.8 Empresa Agrícola San Juan S.A.

Según la Figura 63, el IBGC de San Juan en el año 2015 fue de 64%, índice calificado como de nivel regular. Analizando la tendencia del valor IBGC en los años 2010 a 2015, se puede apreciar que ésta osciló entre 57% y 79%. En el año 2014 alcanzó su máximo nivel

llegando a 79% y el 2015 bajó a 64%; esto debido principalmente a dos características de buen gobierno corporativo que son: la variación en ventas y el número de reuniones del directorio, las cuales disminuyeron el año 2015. Ciertamente en el año 2014, se tuvo el mayor incremento en las ventas y se obtuvieron importantes logros como la exportación de la uva CrimsonSeedless a TESCO, en UK y la exportación de la uva Chimenti a China, paso importante teniendo en cuenta la envergadura de tales mercados.

En general, se puede decir que el IBGC de San Juan fue mayor en los años 2014 y 2015, siendo superior al promedio del sector. Los valores obtenidos se justifican porque la empresa cuenta con una estructura de propiedad recomendada; el tamaño del directorio fue de cinco, conformado solo por varones y todos los directores fueron independientes. Además, en el año 2014 obtuvo su mayor valor debido al incremento del porcentaje de trabajadores hasta 12%, incrementó sus ventas hasta 24% respecto al año anterior y el número de reuniones del directorio fue siete, mayor al estándar recomendado. En el año 2015, lo más resaltante de San Juan fue el incremento del personal de hasta 45% contrario a la disminución de las ventas. Dado que San Juan está inmerso dentro del grupo Huancaruna, sus directivos son también directivos o gerentes en otra empresa relacionada.

La Figura 64 que muestra la relación entre el IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica que el gobierno corporativo de San Juan incrementó su rentabilidad hasta el año 2012, después de lo cual disminuyó rápidamente hasta llegar a su punto más bajo en el año 2015, habiendo presentado rentabilidad negativa. En el año 2012 las exportaciones peruanas registraron una caída interanual de 2.3% debido a la crisis internacional, sumada a las deficiencias en el mercado interno (infraestructura insuficiente, sobrecostos logísticos, caída del tipo de cambio, entre otros). Sin embargo, San Juan supo responder proactivamente y aumentar sus niveles de producción de uva de mesa y caña de azúcar.

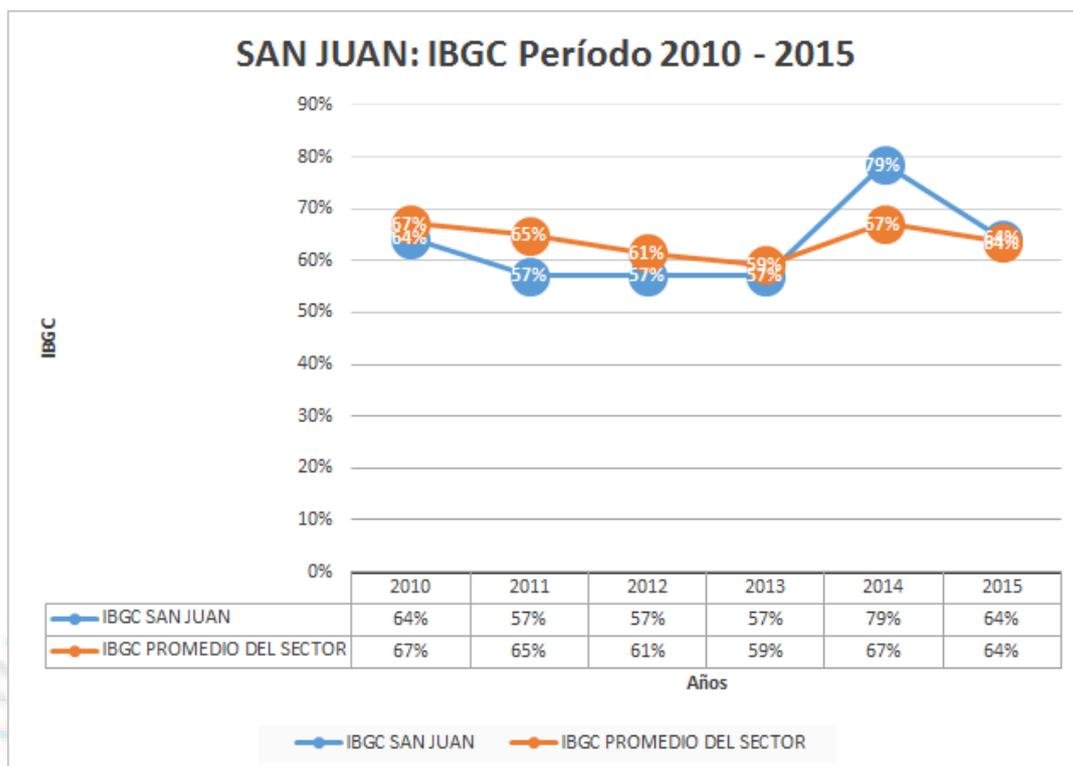


Figura 63. IBGC San Juan. Período 2010 – 2015.

En cuanto a la producción de la uva de mesa, sobrepasó el objetivo establecido de 7.5 mil TM; así también lo hizo con las exportaciones de uva de 301 contenedores; realizando un control adecuado de plagas y enfermedades, evitando consecuencias negativas en la producción. En lo correspondiente a la caña de azúcar, su producción se vio afectado en los primeros meses del año del 2012 por las condiciones climáticas, las lluvias disminuyeron los rendimientos agronómicos y alargaron el periodo de producción de hasta 13.5 meses.

Sin embargo, San Juan buscó estratégicamente optimizar las cosechas en los primeros meses del año, con el propósito de aprovechar los mejores precios del mercado ya que se veía venir la sobreproducción internacional de azúcar, con la consecuente importación de un 17% más en comparación con el del año 2011, sobre abasteciendo el mercado, lo que terminó afectando considerablemente los precios de venta, hasta 35% menos en los últimos meses del año.

En cambio, el año 2015 se caracterizó por temperaturas por encima de las normales por la aparición del fenómeno el Niño, la reproducción de plagas y enfermedades durante todo el año, exportaciones variables, pues se incrementó la exportación de la uva Seedless en 57% pero disminuyó la exportación de la uva Red Globe en 25%. La producción de caña de azúcar también disminuyó debido a la menor cantidad de hectáreas cosechadas, se cosechó 118 hectáreas menos que en el año 2014, lo cual significó 20% menos de caña de azúcar producida en el año. En el 2015, el precio de la caña de azúcar subió a S/.78.81, representando un incremento de 27.73% mayor que el año anterior; estos ingresos adicionales compensaron su baja producción.

El año 2015 fue particularmente perjudicial para las empresas azucareras del departamento de Lambayeque, debido a problemas sociales, los cuales ocasionaron paralizaciones durante meses, perjudicando la producción de la región, menor superficie de siembra, además de los bajos rendimientos de los campos agrícolas. Todo lo sucedido ocasionó una rentabilidad decreciente.

Los resultados mostrados en la Figura 64, se pueden explicar por los incrementos en los costos de ventas y gastos administrativos. Así mismo, se observa que la creación de valor financiero de la empresa, medido a través del EVA, alcanzó en el año 2015 su menor valor y negativo de todo el periodo analizado. Esto a consecuencia de la caída en los resultados y a los bajos niveles de rentabilidad respecto al costo del capital.

De lo anterior, es posible afirmar que el IBGC promedio de San Juan en el periodo analizado fue de 62%, el cual califica como de nivel regular. Este valor, es consecuencia del esfuerzo que hacen los directores de San Juan por trabajar simultáneamente en varias empresas del grupo Huancaruna y no realizar el número de reuniones de directorio recomendado.

San Juan es una de las empresas más jóvenes del sector agroindustrial, especializada en el cultivo y la cosecha de “Uva de Mesa” y “Caña de Azúcar” con el propósito de exportarlos. Una de las principales barreras que debe afrontar la empresa son las eventualidades de la naturaleza como el fenómeno del niño, que en el año 2015 afectó la producción de sus principales cultivos. Otro punto que debe manejar son las relaciones con sus trabajadores, pues, según La Verdad (2016) las protestas de los trabajadores en defensa de sus derechos laborales son constantes y casi siempre incontrolables. En el año 2015, una de las principales razones de la pérdida de rentabilidad de San Juan fue el incremento del costo de la mano de obra directa, la cual representó el 16.4% del costo de ventas del año 2010, mientras que en el 2015 llegó a significar un 37.5%. Todo ello, afectó los indicadores financieros de San Juan, principalmente porque se destruyó valor financiero en lugar de generarlo.

Las principales deficiencias de San Juan fueron la excesiva mano de obra, las inadecuadas relaciones con sus trabajadores, y el compartir directores hasta con tres empresas, como fue el caso del presidente del directorio. Aspectos que afectaron directamente al buen gobierno corporativo de San Juan. Por ello, se puede recomendar a la empresa evaluar y ejecutar cuidadosamente sus inversiones y tomar decisiones acertadas en pro del beneficio de la empresa, mejorando principalmente sus relaciones con los trabajadores.

Otro tema relevante es la inclemencia de la naturaleza, la cual puede anular cualquier estrategia empresarial cuando su efecto es severo y dañino; a pesar de ello siempre es posible atenuar su efecto. Con información predecible el directorio puede actuar inteligentemente y tomar decisiones estratégicas para enfrentar los obstáculos de la producción de cultivos agrícolas, como comprar un seguro, adelantar la siembra y cosecha, producir en zonas diferentes, diversificar la producción, etc.

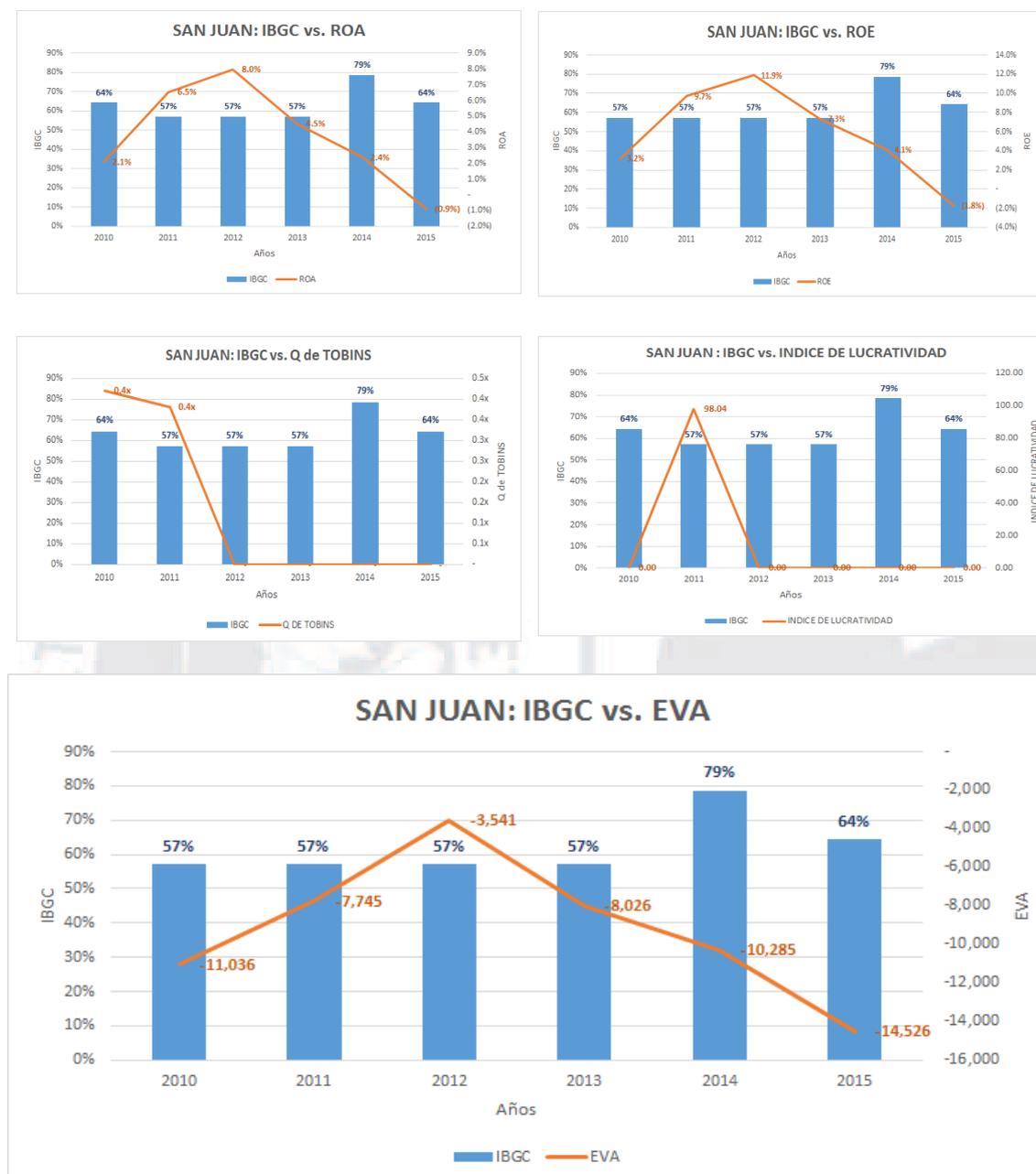


Figura 64. IBGC vs. Indicadores Financieros de San Juan (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

4.4.9 Empresa Agrícola Sintuco S.A.

Como se observa en la Figura 65, el IBGC de Sintuco en el año 2015 fue de 57%. Analizando su valor en los años 2010 a 2015, se observa que éste osciló entre 50% y 64% y en los años 2012 y 2013 bajó a 50%. En general, el IBGC permaneció por debajo del promedio del sector en los años analizados, mismo que puede ser calificado como de nivel

regular. Los valores obtenidos se deben a las características del gobierno corporativo de la empresa, pues al pertenecer al grupo Gloria, el directorio fue compartido entre las empresas asociadas al grupo: Sintuco, San Jacinto, Cartavio y Casagrande.

El tamaño del directorio fue pequeño y conformado solo por hombres, no existieron directores independientes y el número de reuniones del directorio osciló entre tres y cinco, valor por debajo del recomendado. La suma de todo ello, generó decisiones desacertadas en la dirección de la empresa, lo que se tradujo en la variación de las ventas y la alta rotación del personal. Publicaciones realizadas por Chaskillakta (2013) y Rel-Uita (2016) dejaron en evidencia conflictos entre el sindicato con el grupo Gloria, por sus constantes reclamos en cuanto a mejores condiciones laborales se refiere. A la fecha todavía, es un tema pendiente de resolver, corroborable en las memorias que muestran despidos en casi todos los años analizados.

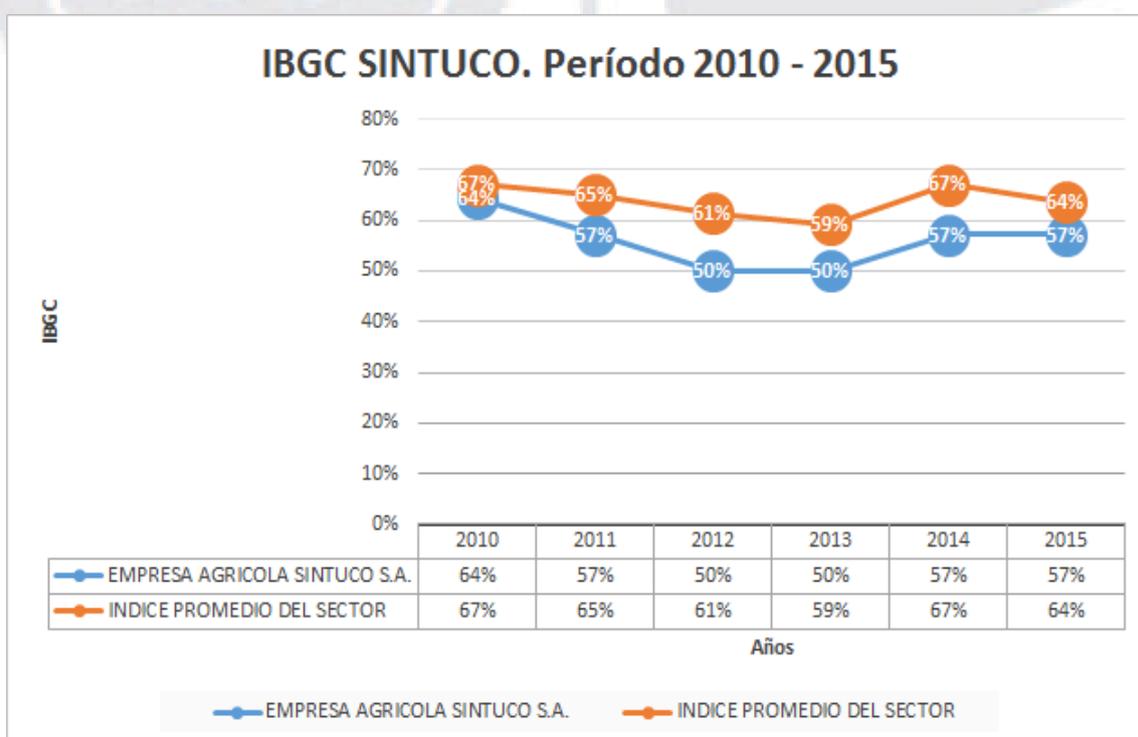


Figura 65. IBGC Sintuco. Período 2010 – 2015.

La Figura 66 que muestra la relación entre el IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica que el gobierno corporativo de Sintuco generó rentabilidad, pero tuvo un comportamiento variable en el periodo analizado. El ROE y ROA disminuyeron notablemente desde el año 2010 hasta el 2013 (período en negativo), para luego recuperarse paulatinamente. Después de la crisis del año 2012, durante el año 2013 la economía peruana mostró una tendencia a desacelerar debido a una lenta recuperación post crisis de la demanda mundial, generada por las medidas de austeridad y recortes del gasto en las principales regiones económicas.

Además, en el año 2013 la economía nacional no se desarrolló de acuerdo a lo esperado, pues la tasa de crecimiento del PBI fue de 5.02% menor que el 6.5% proyectado por el gobierno. La tasa de crecimiento del sector agrícola fue 1.8% menor al 5.6% del año anterior. A pesar de esa situación, en el año 2013, Sintuco alcanzó una cosecha de 12.47% toneladas de caña más que en el año previo; así mismo, el rendimiento de toneladas de caña por hectárea aumentó en 14.44%. Parte importante de la recuperación, se debió al cambio en el valor razonable de los activos biológicos que poseyó la compañía.

Por su parte, el año 2015 fue un año de crecimiento económico mundial y nacional, sin embargo el sector agrícola nacional creció apenas 1.28%. Ese año disminuyó en 10.39% la producción de caña de azúcar a nivel nacional, como consecuencia de las paralizaciones, bajo rendimiento de los campos y menor superficie de siembra de las empresas azucareras. Particularmente, en el año 2015 la producción de caña de azúcar de Sintuco fue 45.79% mayor en relación a la del año 2014 y la superficie cosechada fue 79.06% respecto a la del año anterior. A pesar de la buena producción, no se generó suficiente rentabilidad debido al incremento del costo de las materias primas y en menor medida de los servicios provistos por terceros, finalmente logró recuperarse con los cambios en el valor razonable de los activos biológicos.

La Figura 66 que muestra la relación IBGC vs. Q de Tobin, indica que el gobierno corporativo de Sintuco no ha realizado acciones adecuadas para que incrementar el valor de la empresa en el mercado, por el contrario éste valor ha ido disminuyendo en el periodo analizado, llegando a su punto más bajo en el año 2015. Comportamiento similar, muestra la la relación IBGC vs. Índice de Lucratividad donde el precio de la acción disminuyó, llegando a su punto más bajo el año 2014.

De la relación IBGC vs. EVA, se concluye que el gobierno corporativo de Sintuco no generó valor financiero agregado a la empresa. Así, se tiene que el valor de la empresa en el mercado decreció con el transcurrir de los años. Es decir, a lo largo del período analizado, producto de la baja rentabilidad respecto al costo de capital y de los deficientes resultados (no se tomó en consideración los cambios en el valor razonable de activos biológicos), la empresa destruyó valor financiero (medido por el EVA), habiendo caído a su nivel más bajo en el año 2015.

De lo anterior, se puede afirmar que en el año 2015, Sintuco obtuvo un IBGC de 57%. En función a los valores obtenidos en los últimos cinco años se puede afirmar que en promedio su valor fue de 56%. Este valor, se explica porque el directorio fue el mismo en el periodo analizado y compartido entre varias empresas asociadas al grupo; así mismo, durante ese periodo se observó una alta volatilidad en la variación de las ventas y despido del personal que en su mayoría fue obrero.

Probablemente, el grupo Gloria quien asumió la dirección de Sintuco desde el año 2007, no quiera enfocar mayores esfuerzos en esta empresa, pues su objetivo principal es el mercado interno y casi la totalidad de sus productos son vendidos a Cartavio y Casagrande, sus otras empresas del grupo. Todo lo descrito, explica sus indicadores financieros, los cuales no son favorables para Sintuco, destruyéndose valor financiero en lugar de generarlo.

La principal limitación de Sintuco tiene que ver con su objeto de mercado que es el abastecimiento del mercado interno, sin miras al crecimiento y la exportación. Ampliar sus objetivos podría generar mayores utilidades, pero aparentemente esta empresa es una empresa herramienta de la estrategia del grupo Gloria, por lo cual no es autónoma. Otro tema latente es lograr una adecuada relación con sus trabajadores y desarrollar sinergias para el logro de sus objetivos.

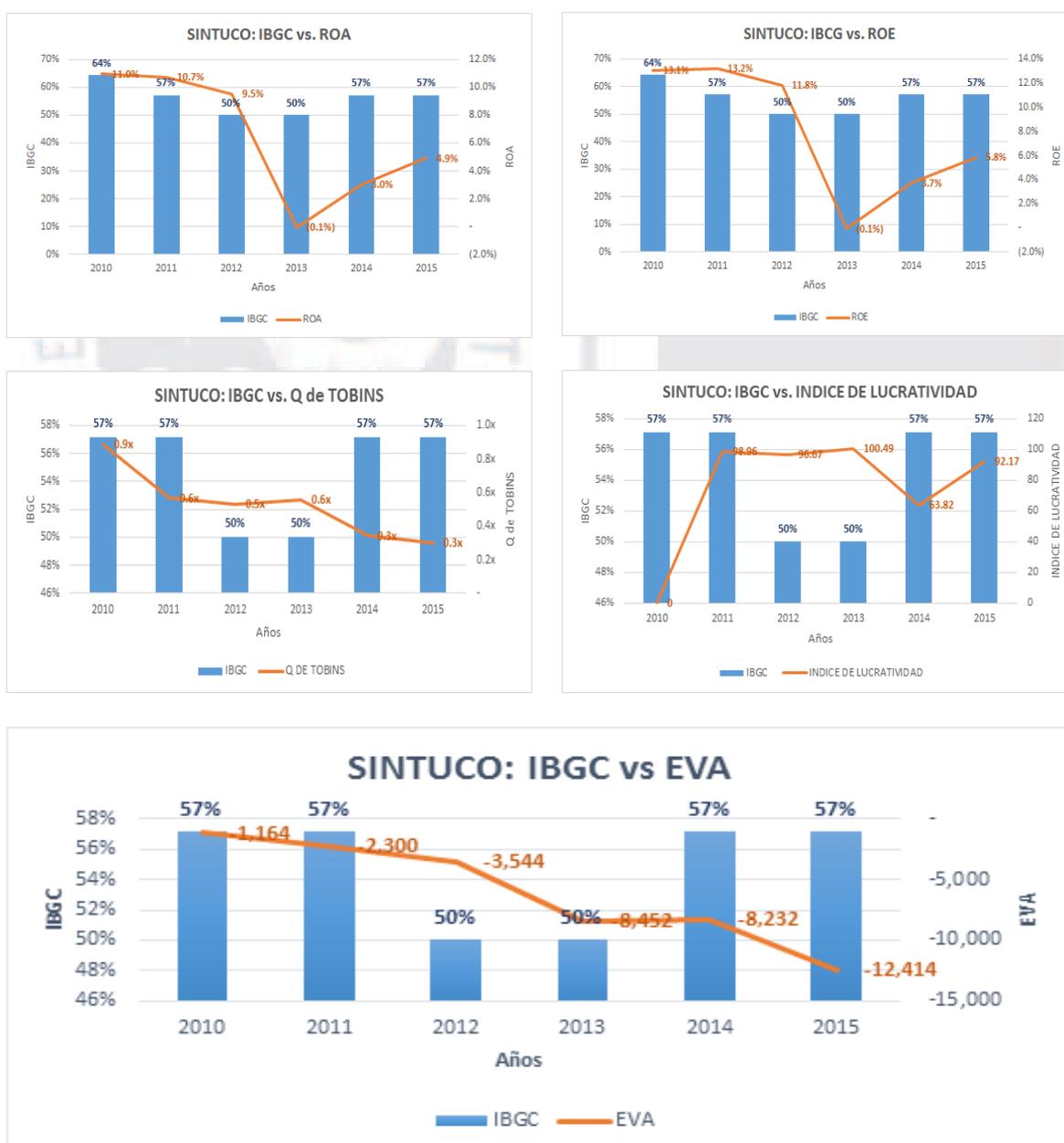


Figura 66. IBGC vs. Indicadores Financieros de Sintuco (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

4.4.10 Empresa Azucarera El Ingenio S.A.

Según la Figura 67, el IBGC en los años 2010-2015, osciló entre 57% y 71%, teniendo como promedio 65%. A mediados del 2012 IBGC de El Ingenio y el promedio del sector disminuyeron hasta su punto mas bajo, 57% y 61%, respectivamente. El factor que mayor incidencia tuvo en los resultados obtenidos fue la alta rotación de personal durante los años 2010, 2011 y 2012, y los problemas sindicales que ello le ocasionó a la empresa y al Grupo Wong. El resultado fue que en el año 2012, se obtuvo un valor de IBGC mas bajo que en años previo.

En los años 2013, 2014 y 2015 el IBGC de El Ingenio estuvo por encima del promedio del sector agroindustrial, esto debido a mejoras en sus características del gobierno corporativo, el tamaño de su directorio se incrementó de 3 a 5, consolidaron su estructura de propiedad, redujeron la tasa de despidos hasta el valor de -6%, entre otros. A pesar de ello, tuvo características todavía por mejorar, como ejemplo el directorio estuvo conformado solo por hombres; no existieron directores independientes y el número de reuniones del directorio fue todavía bajo.

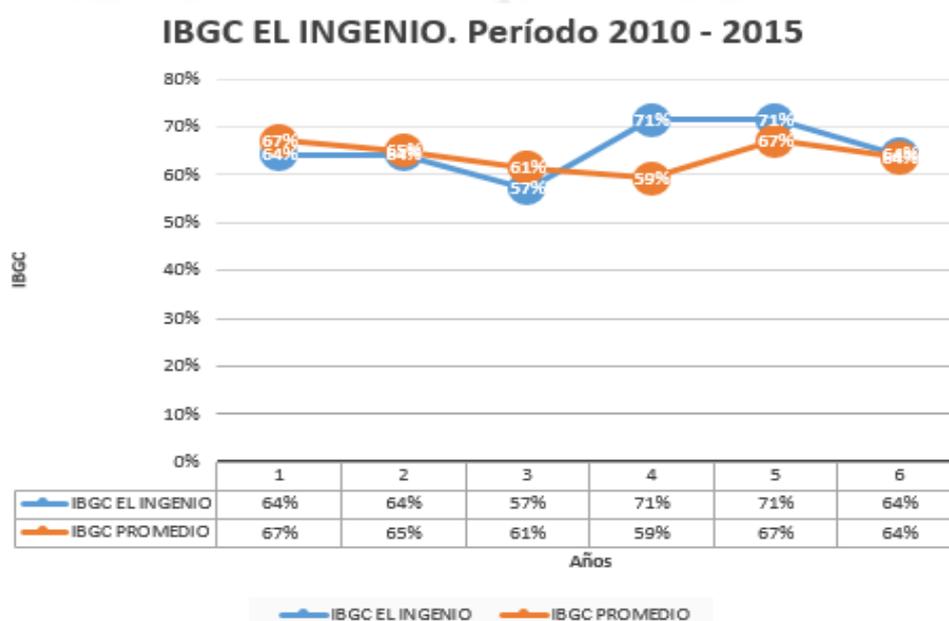


Figura 67. IBGC de El Ingenio. Período 2010 – 2015.

La Figura 68 que muestra la relación IBGC vs. ROE e IBGC vs. ROA, indica la empresa ha generado rentabilidad, pero ésta ha tenido un comportamiento variable en los años analizados. El ROE y ROA disminuyeron hasta el año 2013 (período en negativo), para luego recuperarse paulatinamente. Esa caída se debió a que en Brasil, país referente en el rubro, se dio una superproducción de azúcar. Ello ocasionó que su precio en la Bolsa de Nueva York mostrase una tendencia a la baja. Por otra parte, en el año 2013 la economía peruana mostró signos de desaceleración influenciada por la lenta recuperación post crisis de la demanda global. Parte importante de la recuperación, se debió al cambio en el valor razonable de los activos biológicos que poseyó la compañía (CMASESORES, 2013).

La relación IBGC vs. Q de Tobin indica que la empresa no realizó acciones adecuadas para incrementar el valor de la empresa en el mercado; comportamiento similar al mostrado por el Índice de Lucratividad en el cual el precio de la acción no varió en los años estudiados. La relación IBGC vs. EVA, indica también que la empresa no generó valor financiero en los años estudiados. Así, se tiene que el valor de la empresa en el mercado fue decreciendo llegando a su punto más bajo en el año 2013, esto debido a factores diversos entre ellos el reducido precio del azúcar. Por lo cual es posible afirmar que la empresa destruyó valor financiero (medido por el EVA), en los cinco años estudiados.

Probablemente, El Grupo Wong no quiera enfocar mayores esfuerzos en esta empresa, pues la totalidad de sus productos son vendidos directamente a Paramonga, otra empresa del grupo. Sin embargo, a pesar de su tamaño, El Ingenio evidenció problemas sindicales, por la alta rotación del personal. Los indicadores financieros tampoco le fueron favorables, Adicional a ello, se encontró que la empresa tiene deudas impagadas por préstamos realizados de empresas afiliadas cuyas tasa de interés superan el 7.5% anual.



Figura 68. IBGC vs. Indicadores Financieros de El Ingenio (EVA, ROA, ROE, Q de Tobin e Índice de Lucratividad). Período 2010 – 2015.

4.5 Resumen

En el presente capítulo, se procedió a realizar el análisis financiero de las empresas agroindustriales previamente definidas en la muestra; con el objetivo de conocer los valores

de los indicadores financieros relacionados a las ventas, márgenes, rentabilidad, liquidez y solvencia financiera en los años 2010 a 2015, para luego definir el valor del ROE, ROA, EVA, Q de Tobin e Índice de Lucratividad.

Por otra parte, se procedió a seleccionar las características que guardan relación con el buen gobierno corporativo, los cuales sirvieron de medio para calcular el IBGC (Índice de Buen Gobierno Corporativo) del sector agroindustrial, seguido calcular el valor correspondiente a cada empresa perteneciente a la muestra en los años 2010 a 2015, asignándole una calificación a cada una según su nivel de cumplimiento.

Con los resultados obtenidos, se construyeron gráficas de relación de IBGC vs ROA, IBGC vs ROE, IBGC vs Q de Tobin e IBGC vs EVA con el objetivo de encontrar algún tipo de tendencia o relación entre las variables. Después del análisis realizado se puede concluir, que no existe relación entre el buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero en las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la BVL en los años 2010-2015.

Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

5.1 Conclusiones

En el desarrollo del presente estudio se plantearon dos tipos de preguntas. El primer tipo de pregunta se denominó pregunta principal, la cual consistió en estudiar: (a) ¿Cuál es el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas agroindustriales peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, en los años 2010-2015? Mientras que el segundo tipo de preguntas se denominaron preguntas secundarias y son: (b) ¿Cuáles son las empresas del sector agroindustrial peruano que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, en los años 2010-2015, que tuvieron un buen gobierno corporativo?, (c) ¿Cuáles son las empresas del sector agroindustrial peruano que cotizaron en la BVL, en los años 2010-2015, que generaron valor financiero? Para responder a las preguntas planteadas, se utilizaron los resultados obtenidos en el Capítulo IV para generar las figuras de “*IBCG vs EVA del sector agroindustrial*” para cada año motivo de estudio (ver Figuras 69 a 74). En base a lo cual, las conclusiones son las siguientes:

5.1.1 Grupo Gloria: Casagrande, Cartavio, Sintuco y San Jacinto

El Índice de buen gobierno corporativo (IBGC) de las empresas agroindustriales Casagrande, Cartavio, Sintuco y San Jacinto, analizado en los años 2010-2015, demostró que el mayor IBGC lo presenta la empresa Cartavio; mientras que el menor, recae sobre San Jacinto. Dichas empresas forman parte del mismo grupo económico Gloria, por ende son dirigidas por el mismo directorio, el cual se organiza para atender las necesidades de manera independiente. En otras palabras, las decisiones tomadas por el directorio no siempre fueron las mismas para todas las empresas del grupo económico. Por ejemplo, la empresa agroindustrial Cartavio, que a diferencia de las otras tres, el directorio tomó acciones más certeras.

Una de las características más resaltantes y variadas de las empresas del grupo Gloria, fue la relación empresa - sindicato de trabajadores. Por ejemplo, la empresa Casagrande, no logró consenso alguno ante el pliego de reclamo de sus trabajadores. Sin embargo, la empresa Cartavio fue muestra de armonía con su sindicato de trabajadores.

Cartavio logró un acuerdo colectivo que beneficio no sólo a sus trabajadores y familias de trabajadores, sino también a la empresa. Con la tranquilidad de los trabajadores se disminuyó el constante pliego de reclamos por el que atravesaba la empresa, una situación que sólo generaba pérdidas y desánimo. En ese sentido, el grupo económico Gloria debió analizar y de ser posible aplicar la misma estrategia en las empresas Casagrande y San Jacinto.

Las decisiones estratégicas del directorio dirigen el destino de las empresas y son más críticas en periodos de crisis e incertidumbre. Después de la crisis mundial del año 2012, la economía peruana acentuó una tendencia a la desaceleración como consecuencia de las medidas de austeridad y recorte de gastos. Ello influenció en la tasa de crecimiento del sector agrícola peruano que fue de 1.8%, menor a 5.6% del año anterior.

Durante el mismo año 2013, las ventas de las empresas agroindustriales del grupo Gloria tuvieron un comportamiento diferente. Si bien Casagrande aumentó sus ventas de azúcar en 21.27 % debido al incremento de la exportación de azúcar cruda, este escenario se vio afectado por la caída del precio de la bolsa de azúcar en el mercado local e internacional producto del desplome de las cotizaciones internacionales en las bolsas de futuros de Nueva York y Londres. Todo ello, finalmente, generó la disminución de sus utilidades.

Debido a la misma coyuntura y, principalmente, ante la caída del precio del azúcar hubo repercusiones muy variadas en cada empresa del grupo económico. Cartavio disminuyó sus ventas en 21.70%, por ende su utilidad. Sintuco destinó la venta de sus productos a las empresas del grupo. Mientras que San Jacinto, aunque incrementó sus ventas en 1.1%,

aumentó también el volumen de azúcar producido en 42.23% respecto al año previo, teniendo sobre stock, lo cual le significó disminución en su rentabilidad.

En el año 2015, la producción de caña de azúcar en el mercado peruano se redujo en 10.39% producto de las paralizaciones de trabajo, el bajo rendimiento de los campos y la menor superficie de siembra de las empresas azucareras. Consecuentemente creció la importación de azúcar en 93%, lo que equivale a decir que sólo la producción nacional fue de 7% para abastecer el mercado local. Casagrande disminuyó el volumen de venta de azúcar en 4.59% y la exportación de azúcar cruda en 70.23%; mientras que Cartavio redujo el volumen de venta de azúcar en 1.16% y la exportación de azúcar cruda en 35.33%. A pesar de que el precio de venta promedio del azúcar incrementó en 10.35%, el resultado de sus utilidades fue desfavorable.

Casagrande se enfocó en la inversión en infraestructura para mejorar su productividad, así como la diversificación de la cosecha de nuevos productos. Esa mayor inversión trajo mayor financiamiento; resultando en un costo de capitalización muy grande y mayor a la tasa de rentabilidad; razón por la cual, financieramente las empresas del grupo Gloria mostraron pérdidas de valor financiero. En tal sentido, es importante resaltar la necesidad de medir el nivel de apalancamiento y equilibrar el impacto de los riesgos a los que se incurre al realizar este tipo de inversiones.

Desde el año 2012 hasta el 2015 las empresas agroindustriales del grupo Gloria mostraron pérdida de valor progresiva. Casagrande es una de las empresas agroindustriales más grandes del Perú y maneja miles de millones de soles, por cuanto el impacto en destrucción de valor financiero también fue grande; sin embargo, al compararlo respecto a su capital invertido, se traduce a un porcentaje que osciló entre 0.4% y -14.1%. Otra de las empresas de gran inversión fue Cartavio, cuya generación de valor financiero osciló entre 4.8% y -15.3%.

San Jacinto presento una destrucción de valor financiero que osciló entre -1.8% y -11.1% y Sintuco entre -2.8% y -17.9%. Es decir, si se analizan las cuatro empresas agroindustriales del grupo Gloria, Sintuco y San Jacinto son las empresas que presentaron mayor destrucción de valor financiero. Mientras que las empresas Cartavio y Casagrande lo hicieron en menor medida, quizás porque el directorio prestó mayor atención a las dos empresas más grandes por poseer un capital invertido mucho mayor a los de las demás empresas.

5.1.2 Grupo Wong: Paramonga y El Ingenio

El Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) de las empresas agroindustriales Paramonga y El Ingenio, pertenecientes al grupo económico Wong, en los años 2010-2015, fue mayor en la empresa El Ingenio y menor en la empresa Paramonga. Si bien ambas empresas son dirigidas por el mismo directorio, este prestó mayor atención a la empresa Paramonga por ser la más grande del grupo. Así mismo, se evidenció que el directorio tuvo pocas reuniones lo que dificultó no sólo la toma de decisiones, sino también el establecimiento de planes de contingencia ante situaciones como las ocurrida en los años 2012 y 2013, cuando las empresas se vieron afectadas por el precio del azúcar internacional, hecho que pudo ser atenuado de contar con información predecible.

Otro de los problemas internos que compartieron las empresas del grupo Wong, fue la relación con su sindicato de trabajadores, sobre todo Paramonga. Se encontró que en varios años consecutivos la empresa presentó constantes problemas sindicales; mientras que El Ingenio sólo se vio afectado por el mismo tema en el año 2012. Ambas empresas tuvieron un IBGC de nivel medio y un EVA negativo, corroborable en las relaciones IBGC vs EVA, las cuales indicaron que el gobierno corporativo de las empresas Paramonga y El Ingenio no generaron valor financiero; por el contrario, descendieron con los años, llegando a su pico más bajo en el año 2013.

5.1.3 Grupo Manuelita: Laredo

La empresa Laredo presentó un IBGC promedio dentro del sector agroindustrial peruano, valores que fueron congruentes con su crecimiento. Pertenece al grupo Manuelita, un grupo posicionado en varios países de Sudamérica como: Colombia, Ecuador, Chile y Brasil, que impulsa su crecimiento manteniéndose a la vanguardia en el uso de la tecnología y la optimización de sus procesos azucareros. No obstante, al pertenecer a un grupo económico, tiene un directorio compartido entre sus empresas relacionadas.

El IBGC de la empresa Laredo, durante los años 2010-2015 osciló entre 64% a 79%, siendo mayor en los años 2010, 2011 y 2014; y superior al promedio del sector. En el año 2011, el buen desempeño del directorio se evidenció en el incremento de las ventas hasta en un 34% con respecto al año anterior, para lo cual también se incrementó la cantidad de trabajadores hasta en un 15.3%. Algo similar, pero en menor porcentaje, ocurrió en el año 2014, donde no solo las ventas incrementaron en 6% con respecto al año anterior sino también la cantidad de trabajadores en un 6.8%.

En los años 2012 y 2013, la situación de Laredo no fue favorable, ya que se generó la mayor destrucción de valor financiero comparada con la de otros años. Así se tiene que el indicador EVA fue de -41.607 y -49,305, respectivamente. Esto debido a la caída de los precios internacionales del azúcar, produciendo una caída considerable en sus ventas y en la rotación de personal, los cuales se vieron reflejados en los resultados del IBGC. Si bien el IBGC de Laredo fue en promedio 73%, el más alto del sector agroindustrial; contrariamente el EVA indicó que se destruyó valor financiero, producto de la crisis mundial que afectó los precios internacionales del azúcar.

5.1.4 Chucarapi

Chucarapi presentó un IBGC que osciló entre 64% y 79%. El IBGC más alto correspondió a los años 2011 y 2012; mientras que el índice más bajo fue el del año 2015. En

términos generales el IBGC de la empresa Chucarapi estuvo dentro del promedio del sector; no obstante, muchas de sus características que si cumplían los parámetros definidos en el análisis, se contradecían con la información brindada por la prensa local referido a la insatisfacción de sus trabajadores respecto al manejo de la empresa y la pérdida de rentabilidad año tras año.

En el año 2015, Chucarapi evidenció despidos de trabajadores con mayor índice. Así mismo, la tasa de rotación de personal se acentuó, llegando a -17%, sumado a la disminución de sus ventas, las cuales decayeron en 44%, debido a los procesos judiciales con sus trabajadores. Todo ello, generó la pérdida de rentabilidad y la destrucción de valor financiero; lo cual ocasionó a que la empresa sea la más inestable del sector.

Por un lado, el directorio a cargo, no supo dirigir adecuadamente el destino de la empresa, ya que se encontraron denuncias sobre defraudación tributaria, denuncias por malversación de fondos, la compra de azúcar importada que no cumple con los requisitos de sanidad y procesos judiciales con sus trabajadores, los mismos que no figuran en sus memorias como deudas impagadas. Por otro lado, en el comparativo IBGC vs EVA, se apreció que el IBGC en varios años estuvo por encima del sector; sin embargo, el EVA decayó en los años 2010 a 2015; por lo tanto, se puede afirmar que no se verificó alguna relación entre el IBGC y la generación de valor financiero.

5.1.5 San Juan

San Juan, la empresa perteneciente al grupo Huancaruna, tiene un directorio compartido entre sus empresas relacionadas. El IBGC de la empresa en los 2010-2015, osciló entre 57% a 79%, habiendo obteniendo su mayor valor en el 2014, y siempre superior al promedio del sector. En el año 2014, el desempeño y las buenas decisiones del directorio de la empresa, se hizo evidente en el incremento de sus ventas, las cuales crecieron hasta 24% respecto al año anterior, y la cantidad de sus trabajadores se incrementó hasta en un 12%.

En el año 2012, San Juan actuó estratégicamente para producir caña de azúcar. Durante los primeros meses del año se presentaron restricciones por los avatares de la naturaleza, las condiciones climáticas ocasionaron una disminución de los rendimientos de la cosecha, además que alargaron el periodo de producción de la caña. Aún en esas condiciones, San Juan pudo optimizar su cosecha y vender sus productos a un mejor precio.

Ya para la segunda mitad del año 2012 el mercado peruano estuvo saturado por sobreabastecimiento, debido a la importación masiva de azúcar, lo cual afectó el precio de venta hasta en un 35% menos. No obstante, la empresa se vio beneficiada por su producción de uva de mesa, ante el consecuente incremento de las exportaciones. Tal situación favorable incrementó la rentabilidad de San Juan en ese año, reduciendo la pérdida de valor financiero.

En el año 2015 se presentó el fenómeno del Niño, la aparición de plagas y enfermedades durante todo el año; afectaron la producción de caña de azúcar en 20% menos que el año anterior. No obstante, esta producción de caña de azúcar se vio compensada con el incremento de su precio, hasta un 27.73% más que el año anterior. Con respecto a la producción de uva, la exportación de la uva Seedless se incrementó en 57% pero disminuyó la exportación de la uva Red Globe en 25%.

Una de las principales razones de la pérdida de rentabilidad de San Juan fue el incremento del costo de la mano de obra directa, la cual solo representó el 16.4% del costo de ventas en el año 2010; mientras que en el año 2015 llegó hasta el 37.5% de su costo de ventas, hecho que se pudo evidenciar en la contratación de trabajadores temporales de hasta 45.5% más que el año anterior. Ese año, San Juan registró 7,783 trabajadores, de los cuales 710 fueron permanentes y 7,073 fueron temporales; contrariamente Casagrande, siendo la empresa con mayores hectáreas de cultivo, sólo registró 3,206 trabajadores de los cuales 2,131 eran permanentes y 1,075 temporales, clara desproporción de mano de obra respecto a

la cantidad de áreas de cultivo. Esa situación hizo que San Juan destruyera valor financiero, llegando a su pico más bajo en el 2015.

5.1.6 Cayalti

Cayalti, una de las empresas más antiguas del Perú, presentó un IBGC que osciló entre 64% y 86% en los años 2010-2015. El IBGC más alto corresponde al año 2010 y el más bajo al año 2015. Aunque durante los tres primeros años, el IBGC de Cayalti sobrepasó el IBGC promedio del sector, este alto índice no estuvo en correspondencia con su capacidad para generar valor. A pesar de que Cayalti es una empresa con potencial para superarse, financieramente destruyó valor por las desacertadas decisiones de su directorio, ocasionado una reducción de la rentabilidad hasta valores negativos, obteniendo en el año 2015 un ROA y ROE de -7.7% y -26.6%, respectivamente.

Los diarios locales publicaron la insatisfacción de sus trabajadores respecto al manejo de la empresa y la pérdida de rentabilidad año tras año. Así mismo, la empresa evidenció despido de trabajadores de hasta 13% en el año 2015, la tasa más alta de los últimos cinco años. Definitivamente, el directorio a cargo no supo dirigir adecuadamente el destino de la empresa e incluso optó por aventurarse en nuevos proyectos de inversión con intereses acumulados que eran imposibles de pagar.

Otra condición que empeoró la situación de Cayalti es que ésta no se encuentra incluida en la Ley de Promoción al Sector Agrario, Ley N° 27360; por ende, no goza de los beneficios que otorga la ley pagando un impuesto a la renta superior al 30%. Todo ello, ha ocasionado pérdida de rentabilidad y destrucción de valor financiero; lo cual condujo a que Cayalti sea una de las empresas con mayores pérdidas en el Perú. Sin embargo, con el ingreso del nuevo inversionista Intipuquio, quien realizó la cancelación del íntegro de la deuda a las instituciones financieras, se espera mejoren los ingresos con el transcurrir del tiempo.

5.1.7 El Sector Agroindustrial

El presente estudio plantea que para alcanzar un buen gobierno corporativo las empresas agroindustriales peruanas deben cumplir con 14 características que representen cada uno de los pilares y principios del Código Peruano de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Tales características, fueron seleccionadas de acuerdo a las recomendaciones de otros autores cuyos argumentos fueron descritos en el acápite 2.3.3 de la presente investigación. Sin embargo, de considerado otras características, el resultado del IBGC podría ser sido diferente.

En los años 2010 al 2015, particularmente, en el 2014 las empresas agroindustriales peruanas analizadas, presentaron un mejor Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), pues el 70% de las 10 empresas analizadas sobrepasaron el índice promedio del sector de 67%; siendo el pico más alto el IBGC de San Juan con 79%. Sin embargo, el mismo panorama no pudo observarse al año siguiente, pues solo Paramonga sobrepasó el IBGC promedio del sector en ese año, mientras que el 70% de las empresas obtuvieron un IBGC igual al promedio del sector, el cual fue de 64%. Durante los años 2010 al 2013, menos de la mitad de las empresas agroindustriales investigadas obtuvieron un IBGC por debajo del promedio del sector.

La generación de valor de las empresas fue calculada mediante el EVA. En el año 2010, este indicador financiero fue positivo sólo para Cartavio y Casagrande con 4.8% y 0.4% respectivamente; las demás empresas agroindustriales destruyeron valor, siendo Cayalti la que perdió valor hasta un -25%. Al año siguiente, la única empresa que generó valor fue Cartavio con 3.2%. En el año 2012, todas las empresas agroindustriales destruyeron valor financiero, siendo Chucarapi y Cayalti las de mayores pérdidas con -18.2%.

El panorama negativo se incrementó en el año 2013, nuevamente todas las empresas agroindustriales destruyeron valor financiero, siendo Chucarapi y Cayalti las de mayores

pérdidas con -22.7% y -22.2%, respectivamente. Durante el 2014, todas las empresas agroindustriales continuaron destruyendo valor; nuevamente Chucarapi y Cayalti obtuvieron las mayores pérdidas con -25.5% y -25.6%, respectivamente. Finalmente, en el año 2015, todas las empresas agroindustriales perpetuaron aquella destrucción de valor financiero, especialmente Chucarapi con -23.7%, quien obtuvo los valores más bajos dentro del periodo analizado.

Después de analizar en cada empresa el IBGC y su relación con la generación de valor financiero, se puede afirmar que el seguimiento y aplicación de los principios estipulados en el Código Peruano de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo no fue suficiente para incrementar el valor financiero de las empresas. Los resultados obtenidos indican que mientras que el IBGC de la mayoría de las empresas agroindustriales peruanas tiene calificación regular, todas destruyen valor; sobre todo después de la crisis del año 2012. Desde entonces, las empresas agroindustriales estudiadas han mostrado una lenta recuperación.

Influyó también en la generación de valor financiero, el liderazgo y la capacidad de tomar decisiones certeras del directorio, sobretodo en un entorno crítico y de incertidumbre, así como muchos factores externos e internos a la organización. Entre los factores externos identificados se tiene al entorno cambiante de la economía nacional y mundial; el sobreabastecimiento de productos lo cual genera la caída de los precios, consecuentemente más importaciones y menos exportaciones; y las inclemencias de la naturaleza como el fenómeno del niño, los huaycos, la escasez de lluvias, las plagas y las enfermedades que destruyen las cosechas. Entre los factores internos identificados se tienen los constantes reclamos de los trabajadores por salarios, utilidades y beneficios justos de acuerdo a la rentabilidad de la empresa; el balance en la composición del directorio por miembros

dependientes e independientes; y el aprovechamiento del cargo directivo para beneficios particulares.

El resultado del presente estudio coincide con el realizado en el año 2015 por la consultora Ernst & Young y la Bolsa de Valores de Lima, el cual señalaba que el gobierno corporativo de las principales empresas peruanas evaluadas en ese estudio, fueron calificados como regular. Y en concordancia con el Centro Latinoamericano de Administración para el Desarrollo, en su publicación del año 2010, afirmó que dichas empresas mostraron deficiencias de liderazgo en la dirección de gobierno corporativo; pues se muestra carencia de trato justo y transparencia producto de la individualización de intereses de la empresa sin tomar en cuenta los constantes pliegos de reclamos de sus trabajadores. Por ello, se puede afirmar que el sector agroindustrial peruano aún se encuentra en proceso de formación en cuanto a gobierno corporativo se refiere.

Después de todo lo analizado se puede afirmar que no existe relación entre el buen gobierno corporativo en las empresas agroindustriales peruanas y la generación de valor financiero. Este resultado se debe a que las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, no tienen un conocimiento profundo o no toman conciencia acerca del impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero, pues, probablemente, su cumplimiento sea más por obligación y formalismo, que por convencimiento de su eficacia. En base a lo cual, se puede afirmar que el gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas analizadas no impactaron en la generación de valor financiero; no obstante, sus prácticas inherentes de alguna forma, han ayudado a las empresas a preparar las condiciones de un mejor camino para generar valor financiero.

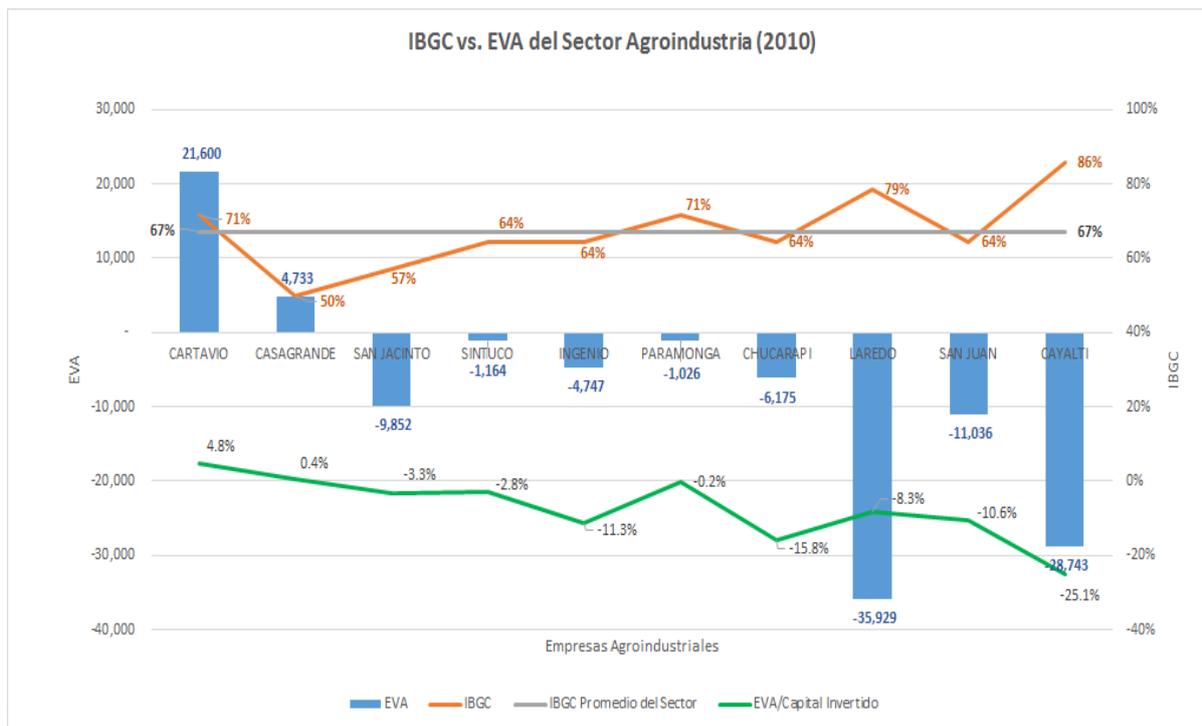


Figura 69. IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2010)

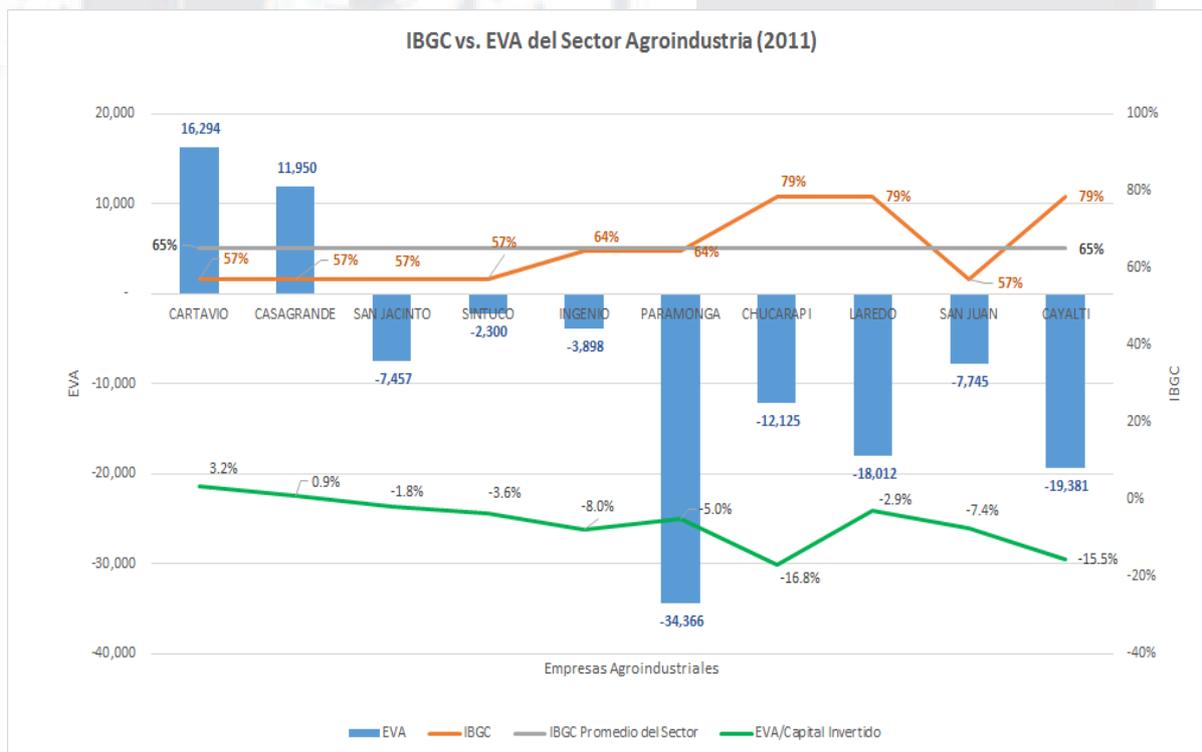


Figura 70. IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2011)

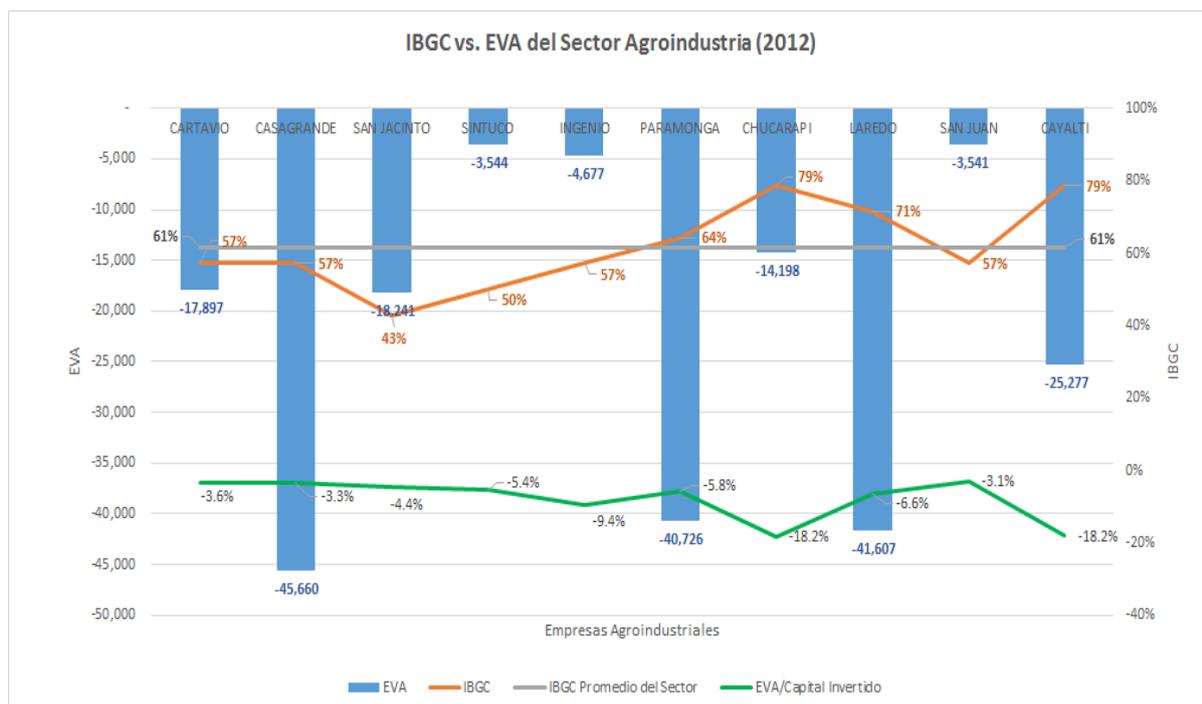


Figura 71. IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2012)

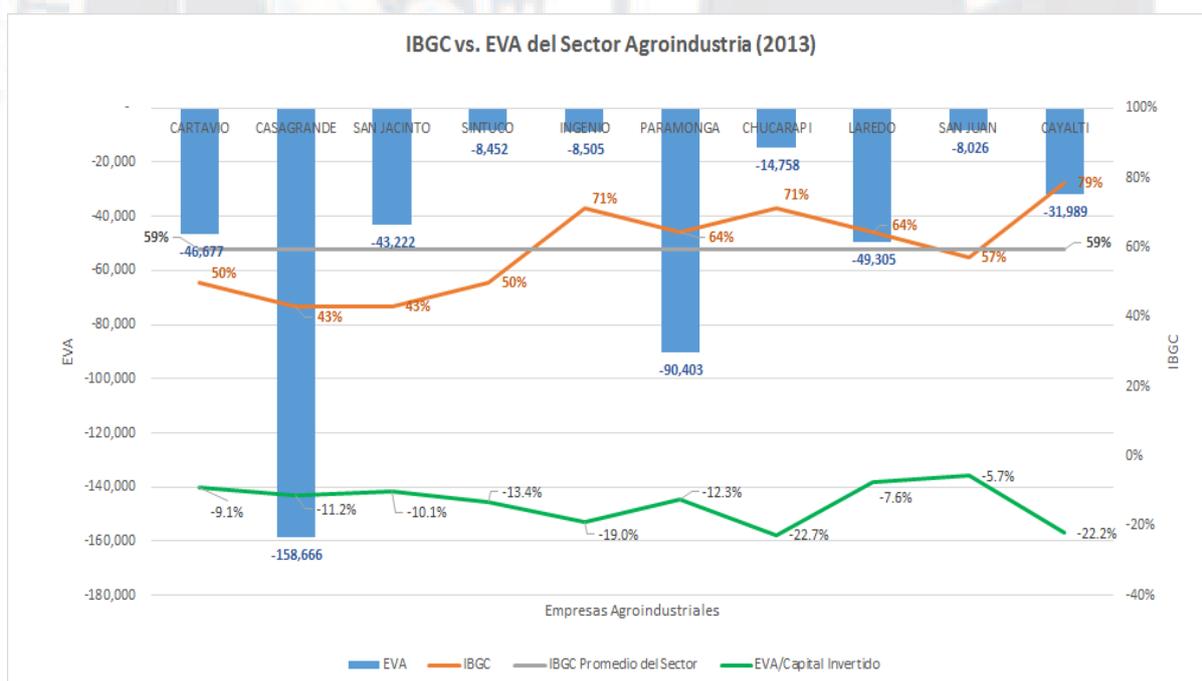


Figura 72. IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2013)

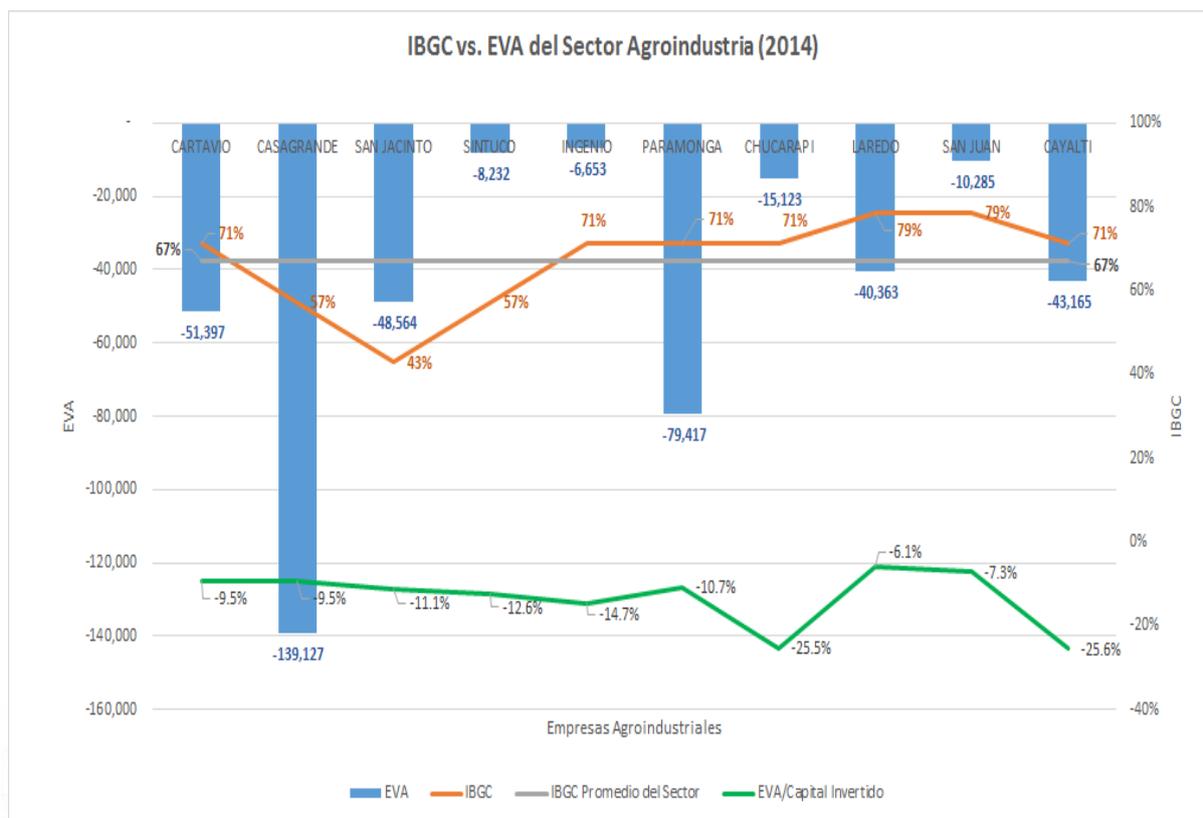


Figura 73. IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2014)

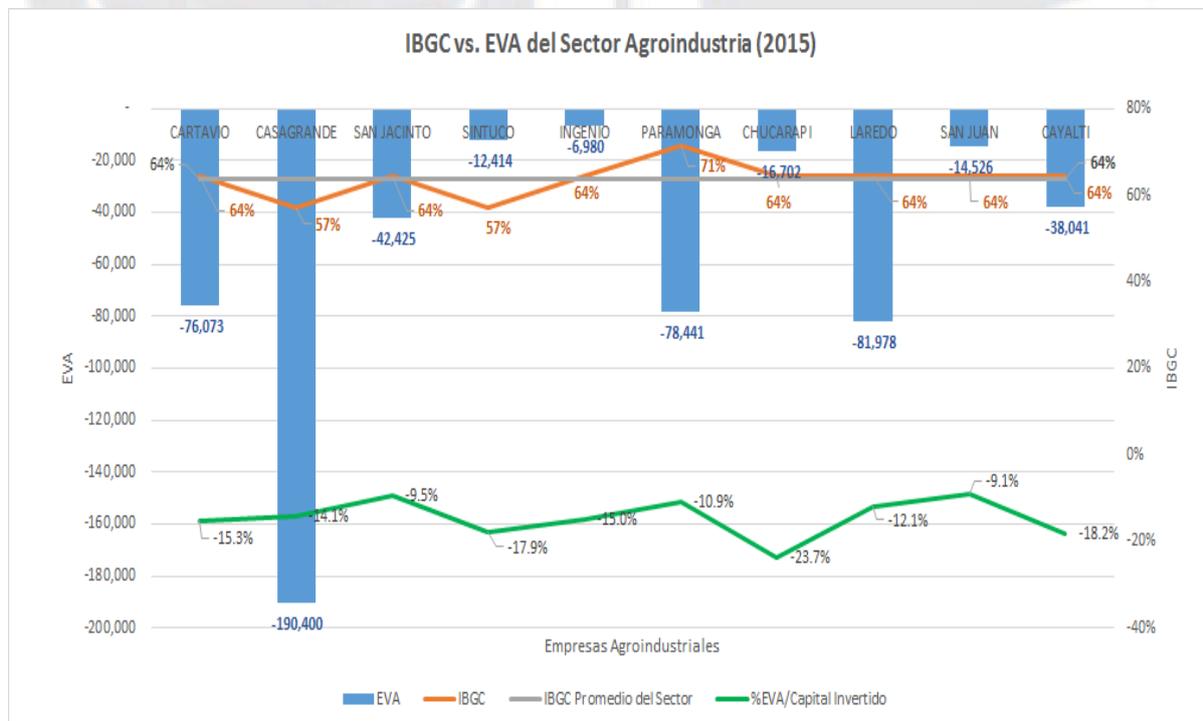


Figura 74. IBCG vs EVA del sector agroindustrial (2015)

5.2 Recomendaciones

El buen gobierno corporativo fue diseñado para incrementar el valor financiero de las compañías; en tal sentido, su fin es ayudar a optimizar la efectividad de la gestión; mejorar las relaciones con los trabajadores; contar con empleados y directivos más competentes; y fomentar la confianza de los inversionistas. Además de permitir mediante esas prácticas, la incorporación en la cadena de valor de los grupos de interesados en la organización. Sin embargo, en el contexto peruano no ha tenido tal efecto.

Un factor importante que incide en el buen gobierno corporativo de las empresas agroindustriales peruanas es el pensamiento estratégico del directorio. Ante todo lo acontecido, es responsabilidad de los directores plantear estrategias para una óptima dirección de la empresa como: identificar proyectos de inversión, evaluarlos y tomar adecuadas decisiones de selección, considerando los factores que podrían ser perjudiciales a largo plazo y que aseguren la generación de valor para la empresa, atenuar los riesgos mediante la elaboración, ejecución, seguimiento y control de planes estratégicos y planes de contingencia, para lograr un impacto favorable en la organización. Todo ello, debido a que las empresas agroindustriales peruanas estudiadas han asumido una tasa de costo de capitalización mayor a la tasa de rentabilidad, incluso en algunas empresas la tasa de rentabilidad ha llegado a ser negativa.

Gloria y Wong son fuertes grupos económico que cuentan con el respaldo de profesionales capaces de tomar decisiones acertadas. Así mismo, la experiencia ha demostrado que para lograr buenas decisiones es necesario proyectar el futuro y tomar acciones proactivas, ya que los cambios inesperados en la economía, el clima y fenómenos naturales pueden ser nefastos, sobre todo para el sector agroindustrial. Particularmente, un tema con el que las empresas deben batallar son las inclemencias de la naturaleza, las cuales pueden impactar en todo tipo de estrategias empresariales; sin embargo, se debe tomar otra

actitud cuando ellas puedan ser predecibles y los directores obtengan información privilegiada que permita realizar reuniones beneficiosas y se genere valor financiero para la compañía.

Con información veraz, precisa y a tiempo, el directorio puede actuar con inteligencia, tomar decisiones estratégicas y planificar las contingencias para enfrentar los obstáculos en la producción de cultivos agrícolas como comprar un seguro, adelantar la siembra, cosechar en diferentes regiones del Perú, diversificar sus productos, entre otros. Por ello, se recomienda a las empresas agroindustriales invertir en la generación de información y propiciar la transparencia de la información, interna y externamente. Además que, los potenciales inversionistas necesitan información de la empresa para evaluarla y cuantificarla; sobre todo conocer el valor de la empresa cuando esta sea mayor en el mercado que en los libros, o que el valor de la empresa sea baja pero con alto potencial de crecimiento, lo cual puede resultar atractivo para los inversionistas.

Todas las empresas del sector agroindustrial presentaron problemas con los sindicatos de trabajadores, ante esta problemática que es común en el sector y afecta a la productividad de las empresas se recomienda mejorar el vínculo laboral entre empleadores y trabajadores con el propósito de motivarlos y reconocer que su colaboración incide en la imagen de la empresa, el clima laboral y, consecuentemente, en la generación de valor financiero para la empresa. Un ejemplo de referencia es la empresa Cartavio quien logró un convenio colectivo con el sindicato de trabajadores que incluía no sólo el aumento del salario sino premiar a los hijos de los trabajadores con becas de estudios primarios, secundarios y superiores cuya condición fue ocupar los primeros puestos y, adicionalmente, una asignación familiar mensual.

Lo que influye también en la generación de valor financiero, es la relación de la empresa con la comunidad; en ese sentido, las empresas necesitan actuar con responsabilidad

social y valor compartido. En este aspecto, la empresa tiene muchas alternativas para abordar el tema; un ejemplo de ello, puede ser contratar mano de obra local, capacitarlos e involucrar a las familias de sus trabajadores. En otros países, las experiencias evidenciaron que la buena relación con la comunidad genera: valor financiero, identidad de sus trabajadores y respeto de la población aledaña.

Así mismo, es importante el liderazgo del directorio que involucre tanto a los accionistas y trabajadores; el trato justo para compensar y distribuir utilidades entre las partes correspondientes, y no sólo a uno de ellos; y la transparencia de información para crear confianza a los inversionistas, entidades financieras u otras instituciones de las cuales se requiera respaldo. Respecto a este punto, la prensa escrita evidencia muchas denuncias judiciales por mal manejo en las empresas en beneficio propio del directorio. Sin embargo, a la fecha del presente estudio, no se observa sentencia final de los mismos.

La mayoría de las empresas agroindustriales peruanas analizadas están siendo dirigidas por grupos económicos empresariales como Gloria, Wong, Huancaruna y Manuelita, a excepción de Chucarapi y Cayalti que son independientes. En tal sentido, es necesario recalcar, que dada la situación actual en la cual las empresas destruyen valor financiero, pertenecer a un grupo económico resulta ventajoso, pues tienen más posibilidades de crecimiento por el respaldo financiero.

Los grupos económicos actuales pueden responder ante la presión económica del entorno, recuperarse y seguir invirtiendo en aquello que les genere mayor productividad. Todas las empresas agroindustriales peruanas carecen de la infraestructura tecnológica adecuada para mantener y maximizar el rendimiento de la cosecha por hectárea. Por ello, es necesario modernizar el sistema de riego para obtener el recurso hídrico distribuido en todas las áreas de cultivo; mecanizar la captura y empaque de los productos finales; implementar

nuevas técnicas de cultivo y prevención para evitar o combatir rápidamente la aparición de plagas y enfermedades que destruyan la cosecha; etc.

Dada la economía de globalización, el presente estudio recomienda a las empresas agroindustriales peruanas enfocarse en la siembra y cosecha de productos altamente competitivos de nivel nacional e internacional; pues el Perú, al ser un país con características naturales privilegiadas que puede aprovechar esta condición y generar proyectos agrícolas rentables como la generación del etanol, el cual es muypreciado por países extranjeros para la generación de combustible. El futuro demanda a las empresas agroindustriales alinearse al avance de la tecnología para competir con las empresas agroindustriales del mundo, mejorar la productividad, obtener las cantidades de exportación exigidas por el mercado extranjero, prevenir escasez, evitar desperdicios y reducir costos. Así también, propiciar la siembra y cosecha de nuevos productos y de esa manera crear nuevos entornos de cultivo para productos considerados de alto valor por el consumidor extranjero.

Finalmente, es un reto para las empresas agroindustriales del Perú aumentar la generación del valor de estas; lo que significa que no solo necesitarían entender y aplicar los principios del código del buen gobierno corporativo sino que ello debe ir acompañado de acertadas decisiones en función al contexto nacional e internacional. Es necesario, que las empresas aprendan de sus experiencias o de otras empresas y ello les permita generar información para predecir y estar preparados ante los efectos de una determinada situación, sobre todo cuando se trata de eventos de la naturaleza y del impacto económico, en los cuales las empresas peruanas han mostrado mayores dificultades de manejo.

5.3 Limitaciones y sugerencias para futuras investigaciones

El presente estudio ha tenido una clara limitación y esta se refiere básicamente con el tamaño de la población y muestra. La primera condición para incluir a las diez empresas agroindustriales dentro de la muestra debía ser que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima; y

la segunda, que para incluirlas dentro de la muestra de estudio se debía contar con información sobre sus estados financieros, reportes sobre el cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo del Código peruano y memorias anuales. Los resultados obtenidos en el presente estudio servirán de base para futuras investigaciones, a quienes se recomienda ampliar el tamaño de la muestra o ampliar el periodo de años a estudiar, de esa manera se podrán obtener mayores resultados y realizar un mejor análisis del comportamiento de las variables en periodos críticos.

5.4 Contribuciones Teóricas

El aporte teórico del presente estudio, se evidenció en el capítulo II en el cual se consolidaron las investigaciones más importantes realizadas en el pasado alusivo a las variables de estudio desde el año 1932 hasta el 2010. Tales investigaciones incluyeron las definiciones de propiedad y control, independencia de la junta, incremento de valor en la firma, la participación de directores independientes, estructura de propiedad, entre otros, hasta llegar a los conceptos modernos de gobierno corporativo estipulados por la OECD y el Código Peruano de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. En el mismo capítulo se recopiló un consolidado de investigaciones realizados sobre el índice de gobierno corporativo, desde el año 2003 hasta el 2008. Los que sirvieron de base para la creación de un índice propio en función de ciertas características con el fin de evaluar el buen gobierno corporativo de las empresas estudiadas.

Otro aporte teórico es el consolidado de investigaciones recientes de gobierno corporativo en diferentes países de Europa y Asia, donde la cultura de cada continente influye en las características del gobierno corporativo; y sobre las investigaciones recientes en países de América Latina como Argentina, Brasil, Chile y México se identificó que éstas se enfocan en la transparencia y divulgación de la información con el propósito de incrementar la confianza de los inversionistas. Así también, se ha estudiado la estructura de propiedad de las

empresas de Latinoamérica y especialmente de Perú, la cual está compuesta por accionistas, directorio, CEO o director ejecutivo o director general, gerente general y demás ejecutivos.

Así también, otro aporte teórico del presente estudio es el relevamiento de información importante de cada empresa en cuanto a sus datos generales, su historia, composición accionaria, principales productos y/o servicios y evolución de la producción en sus principales productos, con el propósito de analizar particularmente la realidad de cada empresa y entender su manera de aplicar los principios del buen gobierno corporativo.

Finalmente, este estudio contribuye con el análisis del buen gobierno corporativo en cada una de las empresas del sector agroindustrial peruano, generando un instrumento que contiene las características de buen gobierno corporativo, basados en los pilares del Código Peruano de Buenas Prácticas Gobierno Corporativo, que deberían cumplir las empresas peruanas del sector agroindustrial con el propósito de obtener beneficios como la confianza y el fortalecimiento de sus relaciones con los grupos de interés.

5.5 Contribuciones Prácticas

La contribución práctica como parte del capítulo IV del presente estudio es el cálculo de los indicadores financieros relevantes como son el ROA, ROE, Índice de Lucratividad, Q de Tobin y Eva con el propósito de estudiar el comportamiento financiero y determinar si una empresa ha generado o destruido valor durante el periodo analizado. Así también, se ha analizado el comportamiento de las ventas de las empresas especialmente en sus principales productos; el margen ebit, el margen ebit ajustado y margen neto; la rentabilidad expresada en ROA, ROE, ROIC, así como también el WACC, el EVA, la liquidez y la solvencia. Adicionalmente se ha generado un cuadro resumen con los resultados de los principales indicadores financieros por cada empresa y por cada año analizado.

Referencias

- Adams, R., Hermalin, E. & Weisbach (2010). The Role of boards of directors in corporate governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107. Recuperado de <http://u.osu.edu/weisbach.2/files/2015/01/AdamsHWJEL2010-2ff7jzc.pdf>
- Agüero, J. (2009). Gobierno corporativo: Una Aproximación al estado del debate. *Visión de Futuro*, 11(1). Recuperado de http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1668-87082009000100006&lng=es&tlng=es.
- Aguilera, R., & Crespi-Cladera, R. (2015). Global corporate governance: On the relevance. *Journal of World Business*, 51(1), 50-57
- Allen, F. (2005). Corporate governance in emerging economies. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 164-177.
- Anderson, R., Mansi, S. & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Ángeles, M., Méndez, H. & Espinoza, P. (2013). Interacción entre Stakeholders y la Generación de Valor en Empresas Azucareras Peruanas. *Sinergia E Innovación*, 1(2), 65-101. Recuperado de <http://revistas.upc.edu.pe/index.php/sinergia/article/view/172>
- Austin & Lauschner (1981). *Consideraciones Sobre un Marco Referencial de la Agroindustria*. Recuperado de <http://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/10654/14242/1/GilSalgueroKatherin2016.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2010). Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana. *Revista Estudios Económicos N°19*, 33-45

- Banco de Desarrollo de América Latina. (2013). *Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo*. Recuperado de <http://www.caf.com/es/lineamientos-gobierno-corporativo>
- Barnard, C. (1938). *The functions of the executive*. Cambridgeshire, United Kingdom: Harvard Business School Press.
- Beasley, M. (1996). An Empirical Analysis of the relation between the board of director Composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 71(4), 443–465.
- Bebchuk, L. & Roe, M. (1999). A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, 52(1), 127–170.
- Bebchuk, L. & Hamdani, A. (2002). Vigorous race or leisurely Walk? *Yale Law Journal*, 112(1), 553–615.
- Bebchuk, L. & Neeman, Z. (2009). Investor protection and interest group politics. *Review of Financial Studies*, 23(1), 939-961.
- Bebchuk, L., & Weisbach, S. (2010). The state of corporate governance research. *Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w15537>
- Bebchuk, L., Cohen, A. & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance. *Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827.
- Bebchuk, L., Kraakman, R. & Triantis, G. (2000). *Stock pyramids, Cross-ownership, and dual class equity: The Mecanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-flow Right*. *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck ed.) (pp. 445-460). Chicago, United States: University of Chicago Press and NBER.
- Bebchuk, L., Ravina, J., & Sapienza, P. (2009). What do independent directors know? Evidence from their trading. *The Review of Financial Studies*. 23(3). Recuperado de http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/sapienza/html/ravina_sapienza.pdf

- Becht, M., Franks, J., Mayer, C. & Rossi, S. (2008). Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the hermes U.K. focus fund. *Review of Financial Studies*, 22(1), 3093-3129
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, United States: MacMillan.
- Bertrand, M., Mehta, P. & Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: An application to indian business groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121–148.
- Bhagat, S. & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 54(3), 921–963.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273.
- Black, B., Jang, H. & Kim, W. (2006). Does corporate governance affect firm's market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 22(1), 366-413.
- Bolsa de Valores de Lima (BVL, 2015, 01 de Mayo). Sobre el índice de Buen Gobierno Corporativo. *Suplemento Especial de la Bolsa de Valores de Lima*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/ipgc/suplemento.pdf>
- Boza, B. (2015, 30 de junio). Perú tiene menos avance en Gobierno Corporativo dentro de la Alianza del Pacífico. *Gan@Más. Portal de Noticia y Revista para Emprendedores*, p. 12-15. Recuperado de <http://revistaganamas.com.pe/beatriz-boza-peru-tiene-menos-avance-en-gobierno-corporativo-dentro-de-la-alianza-del-pacifico/>
- Brealey, R. & Stewart, C. (1996). *Principios de Finanzas Corporativas (9th ed.)*. México: McGraw-Hill.
- Brealey, R., Stewart, M. & Marcus, A. (2003). *Fundamentals of corporate finance (3th ed.)*. California, United States: McGraw-Hill.

- Brendea, G. (2014). Ownership structure, performance and capital structure of romanian firms. *Internal Auditing & Risk Management*, 9(4). 1-10.
- Briano, G. & Saavedra, M. (2015). La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 31(1), 275-286. Recuperado de <http://www.scielo.org.co/pdf/eg/v31n136/v31n136a05.pdf>
- Brickley, J., Coles, J. & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Brickley, J., Coles, J. & Terry, R. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371-390.
- Brown, L., & Caylor, M. (2004), Corporate governance and firm performance. *Social Science Research Network*, 1(1), 1-53. Recuperado de <http://w4.stern.nyu.edu/emplibrary/Brown.pdf>
- Bujaki, M. & McConomy, B. (2002). Corporate governance: factors influencing disclosure by publicly traded canadian firms. *Canadian Accounting Perspectives*, 1(2), 105-139.
- Byrd, J., & Hickman, K. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.
- Byun, H. (2007). The cost of debt capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765-806.
- Centro Latinoamericano de Administración para el Desarrollo (CLAD, 2010). Las fallas en el Gobierno Corporativo. Un tema clave en la crisis mundial. *Revista del CLAD Reforma y Democracia*, 47(1), 71-88. Recuperado de <http://old.clad.org/portal/publicaciones-del-clad/revista-clad-reforma-democracia/articulos/047-junio-2010/las-fallas-en-el-gobierno-corporativo-un-tema-clave-en-la-crisis-economica-mundial>

- Chaskillakta (2013). *Trabajadores del Grupo Gloria exigen salarios dignos*. Recuperado de http://www.chaskillakta.com/index.php?option=com_content&view=article&id=152:trabajadores-del-grupo-gloria-exigen-salarios-dignos&catid=21&Itemid=515
- Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in east asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81–112.
- Clark, M. (1916). The changing basis of economic responsibility. *Journal of Political Economy*, 24(3), 209-229.
- Clarke, T. & Bostock, R. (1996). Governance in germany; the foundations of corporate structure?. En Keasy, K.; Thompson, S. y Wright, M. (eds), *Corporate Governance: Economic, Management, and Financial Issues*, 222-223.
- Cm Asesores (2013, 15 noviembre). *Boletín internacional del precio del azúcar*. Recuperado de <http://www.cmasesores.com.pe/boletin/Bolet%C3%ADn%20Vol%2002%20N%C2%BA%202013.pdf>
- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV, 2002). *Principios de buen gobierno para las sociedades Peruanas*. Perú, Lima: Imprenta Institucional
- Conger, J., & Lawler, E. (2009). Sharing leadership on corporate boards: A critical requirement from teamwork at the top. *Working Paper No. MOR 19-09. USC Marshall School of Business. University of Southern California*. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1313353.
- Core, J., Guay, W. & Larcker, D. (2003). Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. *Economic Policy Review*, 9(1), 27-50. Recuperado de [http://www.scirp.org/\(S\(vtj3fa45qm1ean45vvffcz55\)\)/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=1911635](http://www.scirp.org/(S(vtj3fa45qm1ean45vvffcz55))/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=1911635)

- Core, J., Holthausen, R. & Larcker, D. (1999). Corporate governance, CEO compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 371–406.
- Corporate Governance Report An International Review (1999). *Principles of good governance and the code of best practice*. Recuperado de https://www.casrilanka.com/casl/images/stories/content/members/corporate_governance_code.pdf
- Coskun, M., & Sayilir, O. (2012). Relationship Between corporate governance and financial performance of turkish companies. *International Journal of Business and Social Science*, 3(14), 59-64.
- Dann, L., Del Guercio, D., & Partch, M. (2003). Governance and boards of directors in closed-end investment companies. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 111–148.
- Del Brio, E., Maia-Ramires, E. & Perote, J. (2006). Corporate governance mechanisms and their impact on firm value. *Corporate Ownership and Control* 4(1), 25-36.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economics*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Desoky, A. & Mousa, G. (2012). Do board ownership and characteristics affect on firm performance? Evidence from Egypt, global advanced . *Research Journal of Economics, Accounting and Finance*. 1(2) 15-32.
- Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51(3): 393-414.
- Diviso Grupo Financiero (2014). *Gobierno Corporativo para empresas del mercado peruano: Casos de buenas prácticas*. Recuperado de <http://www.diviso.pe/wp-content/uploads/2014/07/651.pdf>

- Donnelly, R. & Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416-429.
- El Comercio (2015, 10 de julio). *Solo 25 firmas de las BVL tienen un Buen Gobierno Corporativo*. Recuperado de http://elcomercio.pe/economia/peru/solo-25-firmas-bvl-tienen-buen-gobierno-corporativo-noticia-1824901?ref=nota_economia&ft=mod_leatambien&e=titulo
- El Comercio (2015, 17 de marzo). *Al 62% de firmas de la BVL no le preocupa el Gobierno Corporativo*. Recuperado de <http://elcomercio.pe/economia/peru/al-62-firmas-bvl-no-le-preocupa-gobierno-corporativo-noticia-1798067>
- Elinor, M. & Molina, A. (2004). Análisis documental y de información: Dos componentes de un mismo proceso. *ACIMED*, 12(2), 1-4. Recuperado de <http://eprints.rclis.org/5013/1/analisis.pdf>
- Ernst & Young & Bolsa de Valores de Lima (EY, BVL, 2015). *La voz del mercado: Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Resultados de la encuesta*. Recuperado de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/La_voz_del_mercado/\\$FILE/EY-la-voz-del-mercado.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/La_voz_del_mercado/$FILE/EY-la-voz-del-mercado.pdf)
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Corporations and private property. *Journal of Law and Economics* 26(2), 327-349. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/725105>
- Fernández, C. & Baptista, P. (2014). *Metodología de la Investigación* (6th ed.). México: McGraw-Hill.
- Flores, J. & Rozas, A. (2008). El gobierno corporativo, un enfoque moderno: “Un gobierno corporativo pobre introduce factores de riesgo. Un Buen Gobierno Corporativo reduce el riesgo”. *Quipukamayoc*, 15(29), 7-22.
- Fogelberg, G. (1980). Ownership and control in 43 of New Zealand’s largest companies. *New Zealand Journal of Business*, 2(1), 54-78.

- Gabaix, X. & Landier, A. (2008). Why Has CEO pay increased so much? *Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49–100.
- Galve C. & Salas, V. (1992). Estructura de propiedad de la empresa Española. *Revista de Economía Española*, 701(1), 79-90.
- Gandía, J. & Andrés, T. (2005). *E-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: Un estudio empírico de la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV)*. Recuperado de http://internet.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2005_8.PDF
- Ganga, F., Quiroz, J. & Maluk, S. (2015). ¿Qué hay de nuevo en la Teoría de Agencia (TA)? Algunos trabajos teóricos y empíricos aplicados a las organizaciones. *Prisma Social: Revista de Ciencias Sociales*, 15(1), 685-707.
<http://www.redalyc.org/pdf/3537/353744533019.pdf>
- García, M. (2003). *El Gobierno Corporativo y las decisiones del crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas* (Tesis de Doctorado, Universidad Las Palmas de Gran Canaria, Las Palmas de Gran Canaria, España). Recuperado de <http://catedragc.mes.edu.cu/download/Tesis%20de%20Doctorado/Ingeniera%20Industrial%20-%20Internacionales/GraciaGarc%C3%ADaSoto.pdf>
- García–Ayuso, M.; Ruiz, I. & Zamora, C. (2003): Una aproximación empírica a las relaciones de gobierno corporativo en las empresas españolas. *Working Paper N°3151*, Universidad de Sevilla. Recuperado de http://www.servicios.ulpgc.es/publicaciones/descargas/Memorias_Investigacion/Memoria_Investigacion_2003.pdf
- Garde, H. (2012). Modelos de gobierno corporativo. *Enfoques: contabilidad y administración*, 3(1), 1-10. Recuperado el 12 de marzo del 2016, del sitio web de la biblioteca digital de la universidad católica argentina:

<http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/contribuciones/modelos-gobierno-corporativo-hugo-garde.pdf>

Gestión (2016, 10 de mayo). *Casa Grande pide a dirigentes sindicales levantar medidas de fuerza*. Recuperado de <http://gestion.pe/economia/casa-grande-pide-dirigentes-sindicales-levantar-medidas-fuerza-2160547>

Gillette, A., Noe, T., & Rebello, M. (2003). Corporate board composition, protocols, and voting behavior: Experimental evidence. *Journal of Finance*, 58(5), 1997–2032.

Gitman, L. (2007). *Principios de Administración Financiera* (11ª ed.). México: Pearson Educación

Glaesser, E., & Shleifer, A. (2002). Legal Origins. *Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 193–229.

Gompers, A. & Ishii, J. (2003). Corporate governance and equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920

Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2009). Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1051-1088

González, E. (2000). Análisis ético del Informe de Cadbury: Aspectos financieros del gobierno de las sociedades. *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, 5(1).
Recuperado de <http://www.eticaed.org/10.Gonz%Ellez00.pdf>

Goodstein, J., Gautman, K. & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250. Recuperado de <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250150305/full>

Gras, E., Marín, S. & García, D. (2015). Auditoría interna y deficiencias de la información financiera en el sector bancario español. *Spanish Accounting Review* 18(2), 174–181.
Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.rcsar.2014.06.004>

- Grossman, S. & Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42–64. Recuperado de http://www.nuff.ox.ac.uk/users/klempere/IO_Files/takeover%20bids%20Grossman%20and%20Hart.pdf
- Guo, Z., & KGA, U. (2012). Corporate Governance and Firm Performance of Listed Firms in Sri Lanka. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. The 2012 international (spring) Conference on Asia Pacific Business Innovation & Technology Management, China. Recuperado de <http://hadjarian.com/company/1-s2.0-S1877042812007136-main.pdf>
- Hambrick, D., Werder, A., & Zajac, E. (2008). New directions in corporate governance research. *Organization Science*, 19(3), 381–385.
- Hamid, A., Abdul, R., Dora, D. & Said, J. (2012). Corporate governance reporting of top 250 companies: Recent evidence from emerging economy. *British Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 4(2), 95-132. Recuperado de [http://www.ajournal.co.uk/EFpdfs/EFvolume4\(2\)/EFVol.4%20\(2\)%20Article%207.pdf](http://www.ajournal.co.uk/EFpdfs/EFvolume4(2)/EFVol.4%20(2)%20Article%207.pdf)
- Haniffa, R. & Cooke, T. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38 (3), 317-349
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy, Review*, 9(1), 7–26.
- Hermalin, B. & Weisbach, S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101–112. Recuperado de <http://EconPapers.repec.org/RePEc:fma:fmanag:hermalin91>
- Hermalin, B., & Weisbach, S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88(1), 96-118. Recuperado de

[http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%2819980... 3B2-%23&origin=repec](http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%2819980...3B2-%23&origin=repec) full text (application/pdf)

- Hernández, R., Fernández, C. & Baptista, P. (2006). *Metodología de la Investigación* (4th ed.). México: McGraw-Hill.
- Hillman, A., Shropshire, C. & Cannella, A. (2007). Organizational predictors of women on corporate board. *The academy of management journal*, 50(4), 941-952. Recuperado de https://media.terry.uga.edu/socrates/publications/2013/06/Hillman_Shropshire__Cannella_2007_AMJ.pdf
- Ho, S. & Wong, K. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-159. Recuperado de http://www.academia.edu/3206687/A_study_of_the_relationship_between_corporate_governance_structures_and_the_extent_of_voluntary_disclosure
- Holderness, C. (2009). The myth of diffuse ownership in the United States. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1377-1408.
- Holmstrom, B. & Kaplan, S. (2003). The State of U.S Corporate Governance: What's right and what's wrong? *Finance Working Paper N°23/2003*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=441100>
- Hossain, M., & Hammami, H. (2009). Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar. *Advances in Accounting*, 25(2), 255-265.
- Instituto de Investigación El Pacífico (2003). Comportamiento del mercado de valores y sus indicadores bursátiles (Parte I). *Actualidad Empresarial*, 1(1), 10-12. Recuperado de http://aempresarial.com/servicios/revista/38_22_YNFAYDMLZWQFWEVSTSYQTSIFVMLMVNMUARUZVVGKUDAZAFUTYMR.pdf

- Instituto Nacional de Estadística (INEI, 2016, Marzo). *Producción nacional: Informe técnico* (N°05 – Mayo 2016). Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/principales_indicadores/informe-tecnico-n05_produccion_mar2016.pdf
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4), 305- 360. Recuperado de <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- John, K., & Senbet, L. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(1), 371–403.
- Jordan Securities Commission (2008). *Corporate Governance Code for Shareholding Companies Listed on the Amman Stock Exchange*. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/jordan_2008_en.pdf. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Kaplan, S. & Raugh, J. (2009). Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes? *Review of Financial Studies*, 23(3), 1004-1050. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp006>
- Kaplan, S. (2008). Are U.S. CEOs Overpaid? *Academy of Management Perspectives*, 23(1), 73-75.
- Kent-Baker & Anderson (2010). *Corporate Governance. A synthesis of theory research and practice*. New Jersey, United States: John Wiley & Sons. Recuperado de <https://books.google.com.pe/books?id=GWmVERypjYEC&pg=PT111&dq=bebchuk+e-index&hl=es-419&sa=X&ved=0ahUKEwj4->

GbnM7NAhXMKh4KHdLkBAYQ6AEIGjAA#v=onepage&q=bebchuk%20e-index&f=false

Kreps, T. (1940). Measurement of the social performance of business. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 343(1), 20-31.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Law and Finance.

La Republica (2011, 15 de agosto). *El dulce engaño del azúcar*. Recuperado de <http://larepublica.pe/impresa/sociedad/735882-el-dulce-engano-del-azucar-chucarapi>

La Republica (2013, 5 de agosto). *Crisis internacional y precios del azúcar*. Recuperado de <http://larepublica.pe/05-08-2013/crisis-internacional-disminuyo-precios-de-cana-de-azucar-y-maiz-amarillo>

La Republica (2016, 6 de enero). *Actualidad azucarera*. Recuperado de <http://gestion.pe/noticia/340577/grupo-gloria-adquirio-control-azucarera-san-jacinto>

La Republica (2016, 12 de enero). *Chucarapi un paso a desaparecer*. Recuperado de <http://larepublica.pe/impresa/economia/5074-azucar-chucarapi-un-paso-de-desaparecer-del-mercado>

La Republica (2016, 28 de febrero). *Trabajadores de Casa Grande se van a la huelga*.

Recuperado de <http://larepublica.pe/impresa/sociedad/744698-trabajadores-de-casa-grande-se-van-la-huelga>

La Verdad (2016, 5 de enero). *Denuncian a funcionarios de Cofide por 9 delitos*.

Recuperado de <http://laverdad.pe/denuncian-a-funcionarios-de-cofide-por-9-delitos/>

La Verdad (2016, 27 de octubre). *Huancaruna y una historia que no se desearía contar*.

Recuperado de <http://laverdad.pe/huancaruna-y-una-historia-que-no-se-desearia-contar/>

- Lagos, D. & Vecino, C. (2011). Medición de la aplicación de Prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Nariño*, 8(2), 230-253. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3854869.pdf>.
- Laksmana, I. (2008). Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary Accounting Research*, 25(4), 1147-1182.
- Leech, D. & Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *Economic Journal*, 101(6), 1418-1437.
- Lefort, F. (2003). Gobierno Corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía*, 40(120), 207-237. Recuperado de http://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0717-68212003012000002&script=sci_arttext
- Lizcano, J. (2006). Buen gobierno y responsabilidad social corporativa. *Especial RSC*, 182(1), 20-35. Recuperado de http://aece.es/old/comisiones/rsc/partidadoble_buen_gobierno.pdf
- Machuga, S. & Teitel, K. (2007). The effects of the Mexican Corporate Governance Code on quality of earnings and its components. *Journal of International Accounting Research*, 6(1), 37-55.
- Malassis, L. (1970). La estructura et l'évolution du complexe agroindustriel d'après la compabilité nationale Française. *Economía Social* 1(1). 1-55.
- Marseguerra, G. (1998). *Corporate financial decisions and market value: studies on dividend policy, price volatility, and ownership structure*. Germany: Physica-Verlag Heidelberg.
- Martínez, S. (2013). *Impacto de los TLC's en las telecomunicaciones móviles: Caso Chile* (Tesis de Postgrado, Universidad de Chile, Santiago, Chile). Recuperado de <http://www.iei.uchile.cl/postgrado/magister-en-estrategia-internacional-y-politica->

comercial/estudios-de-casos/95632/impacto-de-los-tlcs-en-las-telecomunicaciones-moviles-caso-chile

Mason, E.C. (1957). Economic concentration and the monopoly problem. *Review of Economics and Statistics*, 33(1), 91-101.

Mayter, A. (1971). Report on Exploratory Mision of Sugar Industry Development and Recommendations for the Stablishment of an Agroindustrial Combine. *ONUDI*.

Recuperado de

https://www.researchgate.net/profile/Carlos_Orrego/publication/285586933_Logistica_y_cadenas_de_abastecimiento_agroindustrial/links/56f09f2808ae584badc937eb.pdf

McConnell, J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence in equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economic*, 27(1), 595-612.

McInerney-Lacombe, N., Bilimoria, D. & Salipante, P. (2008). Championing tough issues: How women corporate directors contribute to board deliberations. *Women on Corporate Boards of directors: International Research and Practice*, 1(1), 123-139.

Méndez, J. & Rivera, H. (2015). Relación entre Gobierno Corporativo y posicionamiento organizacional: Instituciones de educación superior en América Latina. *Educación y Educadores*, 18(3), 435-455. Recuperado de

<http://www.redalyc.org/pdf/834/83443150004.pdf>

Millar, C. (2014). To be or not to be: The existential issue for national governance bundles. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 194-198.

Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE, 2016). *Empresa Gloria firma convenio colectivo con sindicato de trabajadores*. Recuperado de

<http://www2.trabajo.gob.pe/prensa/notas-de-prensa/empresa-gloria-firma-convenio-colectivo-con-sindicato-de-trabajadores/>

- Morck, R., Wolfenzon, D. & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, economic entrenchment and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(1), 657–722.
- Morck, R; Shleifer, A, & Vishny, W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 292-315.
- Murphy, K. & Zbojnik, J. (2007). Managerial capital and the market for CEOs. *The American Economic Review*, 94(2), 192-196.
- Nenova, T. (2003). The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 325–351.
- Nieto, A., Iglesias, F. (2000). *La empresa informativa (2nd ed.)*. Barcelona, España: Ariel.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, 2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Owusu-Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33(5), 605-631.
- Parodi, C. & Mathew, J. (1991). *La agroexportación no Tradicional en el Perú. El period 1985-1991*. Recuperado de <http://revistas.up.edu.pe/index.php/apuntes/article/viewFile/397/387>
- Pedersen, T. & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership. *Journal of International Business Studies*, 28 (4), 759-778.
- Perotti, E. & Volpin, P. (2008). Politics, investor protection and competition. *ECGI Working Paper N°162/2007*. Recuperado de <http://faculty.msb.edu/sw439/documents/PWG%20RIPE.pdf>
- Portocarrero, F., Sanborn, C., Cueva, H., & Millán, A. (2002). *Más allá del individualismo. El tercer sector en el Perú (1st ed.)*. Lima, Perú: Centro de Investigación de la

Universidad del Pacífico. Recuperado de

https://books.google.com.pe/books?id=8IJHv34Igx0C&pg=PA270&lpg=PA270&dq=peruano+agricultor+es+individualista&source=bl&ots=P0sljLSmtM&sig=M5-gyL_5wpMuKtHvJKS0xSMN1uo&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwi5rIPOuODLAhVCOCYKHfWiA-EQ6AEIJjAC#v=onepage&q=peruano%20agricultor%20es%20individualista&f=false

Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 237-267.

PQS (2016). *¿Qué es el PBI y como se mide?* Recuperado de

<http://www.pqs.pe/actualidad/que-es-el-pbi-y-como-se-mide>

Promperú (2010). Oportunidades Comerciales y Tendencias de Mercado en el Sector Agro.

Boletín Informativo. Recuperado de

<http://www.prompex.gob.pe/Miercoles/Portal/MME/descargar.aspx?archivo=5A706E37-B1EB-4A45-B33D-94518296DAA5.PDF>

Promperú (2015). Informe Mensual de Exportación. *Servicio al Exportador, información*.

Recuperado de

<http://www.siicex.gob.pe/siicex/documentosportal/242955437rad85D53.pdf>

Pucheta, M. C. (2015). El papel del consejo de administración en la creación de valor en la empresa. *Spanish Accounting Review*, 18(2), 148–161. Recuperado de

<http://www.redalyc.org/pdf/3597/359741634004.pdf>

Puentes, R., Velasco, M. & Vilar, J. (2009). El buen gobierno corporativo en las sociedades cooperativas. *Revista de Estudios Cooperativos*, 98(2), 1-23. Recuperado de

<http://revistas.ucm.es/index.php/REVE/article/viewFile/REVE0909230118A/18741>

- Rajan, R., & Zingales, L. (2003). The great reversals: The politics of financial development in the 20th century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5–50.
- Rappaport, A. (2006). Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, 84(9), 66-77. Recuperado de <https://hbr.org/2006/09/ten-ways-to-create-shareholder-value>
- Rel-Uita (2016). *Trabajadores denuncian persecución sindical en Gloria SA*. Recuperado de http://www6.rel-uita.org/sindicatos/persecucion_en_gloria.htm
- Ravina, E. & Sapienza, P. (2009). What Do independent directors know? Evidence from their trading. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 962-1003. Recuperado de <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp027>
- Riahi-Belkaoui, A. (1996). *Multinationality and firm performance*. Connecticut, United States: Quorum Books. Recuperado de <http://catalogue.nla.gov.au/Record/1299103>
- Ricart, J., Álvarez, J. & Gifra, J. (2005). *Los Accionistas y El Gobierno de la Empresa: Análisis de la Situación Española*. Barcelona, España: Deusto.
- Roe, M. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance. Political Context, Corporate Impact*. Oxfordshire, England: Oxford University Press.
- Ross, S. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B. (2000). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. México: McGraw-Hi
- RPP (2013, 14 de marzo). *La Libertad: Obreros de azucareras Casa Grande y Cartavio acatan paro*. Recuperado de <http://rpp.pe/peru/actualidad/la-libertad-obreros-de-azucareras-casa-grande-y-cartavio-acatan-paro-noticia-576054>

- RPP (2014, 27 de mayo). *Ascope: trabajadores de la azucarera Casa Grande anuncian huelga*. Recuperado de <http://rpp.pe/peru/actualidad/ascope-trabajadores-de-la-azucarera-casa-grande-anuncian-huelga-noticia-695247>
- RPP (2016, 5 de abril). *Azucareros en huelga amenazan con boicotear elecciones en Casa Grande*. Recuperado de <http://rpp.pe/peru/la-libertad/azucareros-en-huelga-amenazan-con-boicotear-elecciones-en-casa-grande-noticia-951111>
- Ruiz, C. (1998). *Instrumentos de Investigación Educativa*. Caracas, Venezuela: CIDEG
- Saavedra, M. (2004). El Gobierno Corporativo de las empresas Mexicanas. *Folletos Gerenciales del Centro Coordinador de Estudios de Dirección*, 8(10), 22-37.
- Salas, V. (1999). Gobierno y competitividad de la empresa española. *Economía Industrial*, 329(1), 57-66.
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K. & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting*, 28(1), 168-178.
- Sánchez, J. & García-Meca, E. (2007). Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 677-691. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2007.00596.x
- Serna, H.; Suárez, E. & Restrepo, M. (2007). *Prácticas de Buen Gobierno Corporativo en el Sector Financiero Latinoamericano*. Bogotá D.C, Colombia: Guías de Impresión. Recuperado de http://www.felaban.net/archivos_publicaciones/buen_gobierno.pdf
- Shenghui, T., Junarsin, E. & Davidson, W. (2013). A comparison of chinese state-owned enterprise firm's boards and private firm's boards. *Proceedings of 23th International Business Research Conference*, 18-23 Noviembre, 2013, Melbourne, Australia. Recuperado de http://www.wbiworldconpro.com/uploads/melbourne-conference-2013-november/finance/1384747534_335-Eddy.pdf

Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure and hostile takeovers.

Journal of Accounting and Economics, 16(1-3), 167–98.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*,

52(2): 737-783.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of*

Political Economy, 94(3): 458-461.

Ștefănescu, C. (2014). Transparency and disclosure requirements - an analysis of corporate

governance codes. *Atlantic Economic Journal*, 42(1), 113-114.

Stigler, G. (1971). The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economic and*

Management Science, 2(1), 3–21.

Stulz, R. & Williamson, R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial*

Economics, 70(3), 313–349.

Superintendencia de Mercado de Valores (SMV, 2013). *Código de Buen Gobierno*

Corporativo para las sociedades peruanas. Recuperado de

http://www.smv.gob.pe/Frm_VerPublicacion.aspx?data=593B627D6B79C8ADCAA

B596401FF91B8857D0CAA7D2CAD856B8B29A06

Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometría*, 69(1), 1–35.

Trujillo Informa (2015). *Casa grande S.A.A. se pronuncia sobre conflicto sindical*.

Recuperado de [https://trujilloinforma.com/actualidad-2/casa-grande-s-a-a-se-](https://trujilloinforma.com/actualidad-2/casa-grande-s-a-a-se-pronuncia-sobre-conflicto-sindical/)

[pronuncia-sobre-conflicto-sindical/](https://trujilloinforma.com/actualidad-2/casa-grande-s-a-a-se-pronuncia-sobre-conflicto-sindical/)

Van, J. & Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera* (13th ed.).

Estado de México, México: Pearson Educación

Watts, R. & Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. Australia: Prentice Hall.

Recuperado de <http://trove.nla.gov.au/version/22643635>

- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 431–60.
- Weiss, Ch. & Hilger, S. (2012). Ownership concentration beyond good and evil: is there an effect on corporate performance? *Journal of Management & Governance*, 16(4), 727–752.
- Williamson, O. (1964). *The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm*. New York, United States: Prentice-Hall.
- Xiao, J. Z., Yang H. & Chow, C. W. (2004). The determinants and characteristics of voluntary internet-based disclosures by listed chinese companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(3), 191-225.
- Zabri, S., Ahmad, K., & Wah, K. (2016). Corporate governance practices and firm performance: Evidence from top 100 public listed companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35(1), 287 – 296.
- Zagal, D. (2013, julio). El Buen Gobierno Corporativo: Una clave para generar confianza en el mercado. *Diario Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/mercados/buen-gobierno-corporativo-generador-confianza-mercado-2070028>
- Zapata, S. (2001). Posibilidades y potencialidad de la agroindustrial en el Perú en base a la biodiversidad y los bionegocios. *Documento de trabajo elaborado para el Comité Biocomercio Perú, Lima, Perú*. Recuperado de <http://www.bvcooperacion.pe/biblioteca/bitstream/123456789/3220/1/BVCI0001736.pdf>
- Zingales, L. (1994). The Value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience. *Review of Financial Studies*, 7(1), 125–148.