

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



**Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social en Empresas  
de la Bolsa de Valores de Lima**

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

**OTORGADO POR LA**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**PRESENTADA POR**

**Stefanie Cruz Gaitan**

**Abigail Escobedo Bustamante**

**Ruth Villafuerte Alcántara**

**Asesor: Manuel Chu**

**Santiago de Surco, junio 2017**

## **Agradecimientos**

Expresamos nuestro agradecimiento a Dios, por brindarnos el don de la perseverancia para el desarrollo de nuestra tesis; a nuestros padres y familiares, por los consejos de perseverancia y apoyo incondicional durante nuestra formación profesional; y a nuestros docentes de CENTRUM, en especial a nuestro asesor, Manuel Chu, quien nos ha guiado y acompañado en la elaboración de la presente investigación.

## **Dedicatoria**

A Dios y a mi familia, quienes forman piezas claves para mi vida.

Stefanie Cruz

A mis padres, quienes me brindaron su apoyo incondicional en cada toma de decisión que he realizado, con aquellos consejos de perseverancia en el desarrollo de este trabajo de investigación, y a mis hermanos, que me brindaron su constante cooperación y paciencia.

Abigail Escobedo

A Dios, por ser la fuente de sabiduría; a mi familia y a mi equipo de trabajo por ser mi soporte en este proceso de aprendizaje.

Ruth Villafuerte

## Resumen Ejecutivo

En el transcurso de los años, se han podido observar crisis financieras ocasionadas por conflictos de intereses y por una falta de ética en el actuar de los altos directivos, la que se ha caracterizado por priorizar sus propios beneficios. En este contexto, se gestan los principios de gobierno corporativo, cuya implementación pretende generar mayor transparencia en las gestiones ejecutadas por la plana directiva durante un periodo determinado y, de esta manera, poder proveer información que será evaluada por los accionistas, la cual contribuirá para la toma de decisiones.

Cabe precisar que su aplicación y la generación de valor en las empresas, se han visto reflejadas en investigaciones anteriores; sin embargo, ante la ausencia de determinar su implicancia en empresas industriales manufactureras del Perú, se ha procedido a realizar el presente trabajo de investigación, el cual tiene un alcance descriptivo, considerando un enfoque cualitativo no experimental y longitudinal.

Se procedió a analizar la generación de valor respecto a su aplicación en cinco empresas del sector manufactura que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, las cuales fueron seleccionadas por determinados criterios desarrollados en la presente investigación. Para medirla, se utilizaron ciertos indicadores financieros como el flujo de caja, ROA, ROE, Q de Tobin, índice de lucratividad y EVA, los cuales permitirán evaluar el nivel de incidencia de la aplicación del buen gobierno corporativo frente al valor de la organización.

Luego de cruzar la información del resultado del índice del buen gobierno corporativo y la calificación financiera, se puede afirmar que el cumplimiento de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo no siempre genera valor financiero en las empresas que lo practican, sin embargo, constituye un aporte importante en el desarrollo de las organizaciones.

## Abstract

Over the years, it has been possible to observe financial crises caused by conflicts of interest and lack of ethics in the management of senior directors, which has been characterized by the priority of their own benefits.

In this context, the principles of corporate governance are developed, which implementation aims to generate greater transparency in the actions carried out by board of directors during a certain period and, in this way, to be able to provide information that will be evaluated by the shareholders, who will contribute to decisions making.

It should be noted that its application and the generation of value in companies have been reflected in previous research; however, in the absence of determining their involvement in industrial manufacturing companies in Peru, the present research work has been achieved, which has a descriptive scope, considering a non-experimental and longitudinal qualitative approach.

It has been analyzed the generation of value respect to its application in five companies of the manufacturing sector that are listed on the Lima Stock Exchange, which were selected by certain criteria developed in the present investigation. To measure it, we used certain financial performance indicators such as cash flow, ROA, ROE, Tobin Q, profitability index and EVA, which will allow to evaluate the level of incidence of the application of good corporate governance against the value of the organization.

After crossing the information of the result of the index of the good corporate governance and the financial qualification, it can be affirmed that the compliance with the good practices of good corporate governance does not always generate financial value in the companies that practice it, nevertheless it constitutes an important contribution In the development of organizations.

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas .....</b>	<b>vi</b>
<b>Lista de Figuras .....</b>	<b>ix</b>
<b>Capítulo I. Introducción .....</b>	<b>1</b>
1.1 Antecedentes .....	1
1.2 Definición del Problema .....	4
1.3 Relevancia del Problema .....	5
1.4 Preguntas de Investigación .....	7
1.5 Propósito de la Investigación .....	8
1.6 Naturaleza del Estudio .....	9
1.7 Marco Conceptual .....	10
1.8 Variables .....	11
1.9 Definición de Términos .....	11
1.9.1 Buen gobierno corporativo .....	11
1.9.2 Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas .....	12
1.9.3 Índice de buen gobierno corporativo para empresas manufactureras .....	12
1.9.4 Generación de valor financiero .....	13
1.9.5 ROE .....	13
1.9.6 ROA .....	14
1.9.7 EVA .....	14
1.9.8 Q de Tobin .....	14
1.9.9 Índice de Lucratividad .....	15
1.9.10 Flujo de Caja .....	15
1.10 Supuestos .....	15
1.11 Limitaciones .....	15

1.12 Delimitaciones .....	16
1.13 Resumen .....	16
<b>Capítulo II: Revisión de la Literatura .....</b>	<b>18</b>
2.1 Mapa de la Literatura .....	18
2.2 Gobierno Corporativo .....	18
2.2.1 Definición de Gobierno Corporativo .....	18
2.2.2 Principios del gobierno corporativo .....	24
2.2.3 Gobierno Corporativo en el Perú .....	30
2.2.4 Buen Gobierno Corporativo y la Generación de Valor .....	31
2.2.5 Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social .....	32
2.3 Valor de una empresa .....	33
2.3.1 Métodos de valoración de empresas .....	35
2.3.2 Valor no Financiero .....	36
2.3.3 Valor Financiero .....	37
2.4 Sector Manufactura .....	45
2.4.1 Sector manufactura en Latinoamérica .....	45
2.4.2 Sector manufactura en el Perú .....	47
2.5 El Gobierno Corporativo en empresas manufactureras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima .....	50
2.5.1 Alicorp S. A. A. ....	52
2.5.2 Unión de Cervecerías Backus y Johnston S. A. A. ....	53
2.5.3 Corporación Aceros Arequipa S. A. ....	54
2.5.4 Cementos Pacasmayo S. A. A. ....	55
2.5.5 Siderúrgica del Perú S. A. A. ....	56
<b>Capítulo III: Metodología .....</b>	<b>58</b>

3.1	Diseño de la Investigación .....	58
3.2	Población, Muestra y Ubicación Geográfica .....	60
3.3	Técnica de Recolección de Información .....	62
3.4	Análisis de Datos .....	65
3.5	Resumen .....	67
<b>Capítulo IV: Resultados .....</b>		<b>71</b>
4.1	Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Sector Manufactura	71
4.2	Resultados del Buen Gobierno Corporativo en las Empresas del Sector Manufactura Peruano .....	79
4.3	Análisis Financiero por Empresa, Sector Manufactura .....	82
4.3.1	Alicorp S. A. A. ....	82
4.3.2	UCP Backus y Johnston S. A. A. ....	86
4.3.3	Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. ....	90
4.3.4	Corporación Aceros Arequipa S. A. A. ....	93
4.3.5	Cementos Pacasmayo S. A. A. ....	97
4.4	Resultados Financieros de las Empresas del Sector Manufactura .....	101
4.4	Análisis de la Relación entre el Buen Gobierno Corporativo y la Creación de Valor Financiero .....	103
4.4.1	Alicorp S. A. A. ....	103
4.4.2	UPC Backus y Johnston S. A. A. ....	107
4.4.3	Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. ....	111
4.4.4	Corporación Aceros Arequipa S.A.A. ....	115
4.4.5	Cementos Pacasmayo S. A. A. ....	119
<b>Capítulo V. Conclusiones y Recomendaciones .....</b>		<b>124</b>
5.1	Conclusiones .....	124

5.2	Recomendaciones .....	126
5.3	Limitaciones y Sugerencias para Futuras Investigaciones.....	127
5.4	Contribuciones Teóricas .....	128
5.5	Contribuciones Prácticas.....	129
	<b>Referencias .....</b>	<b>131</b>



## Lista de Tablas

Tabla 1. <i>Definiciones de Gobierno Corporativo</i> .....	22
Tabla 2. <i>Pilares y principios del Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas (2013)</i> .....	27
Tabla 3. <i>Empresas Manufactureras por Departamento</i> .....	48
Tabla 4. <i>Características de las empresas manufactureras de la muestra</i> .....	62
Tabla 5. <i>Indicadores de Buen Gobierno Corporativo</i> .....	64
Tabla 6. <i>Indicadores Financieros Revisados</i> .....	65
Tabla 7. <i>Ponderación de la Ubicación de las Empresas según Resultado Promedio del Periodo Evaluado respecto a un Indicador Financiero</i> .....	65
Tabla 8. <i>Grado de Calificación según el IBGC Determinado</i> .....	67
Tabla 9. <i>Matriz de Indicadores de Buen Gobierno Corporativo</i> .....	68
Tabla 10. <i>Resultados Financieros y Cálculo del Índice de Gobierno Corporativo por Empresa, 2011-2016</i> .....	72
Tabla 11. <i>Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2011</i> .....	73
Tabla 12. <i>Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2012</i> .....	74
Tabla 13. <i>Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2013</i> .....	75
Tabla 14. <i>Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2014</i> .....	76
Tabla 15. <i>Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2015</i> .....	77
Tabla 16. <i>Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras</i>	

<i>Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2016</i> .....	78
Tabla 17. <i>IBGC Obtenidos</i> .....	79
Tabla 18. <i>Márgenes Alicorp S. A. A.</i> .....	84
Tabla 19. <i>Rentabilidad Alicorp S. A. A.</i> .....	85
Tabla 20. <i>Liquidez Alicorp S. A. A.</i> .....	85
Tabla 21. <i>Rotación de Activos Alicorp S. A. A.</i> .....	85
Tabla 22. <i>Solvencia Alicorp S. A. A.</i> .....	86
Tabla 23. <i>Rentabilidad UCP Backus y Johnston S. A. A.</i> .....	88
Tabla 24. <i>Márgenes UCP Backus y Johnston S. A. A.</i> .....	88
Tabla 25. <i>Liquidez UCP Backus y Johnston S. A. A.</i> .....	88
Tabla 26. <i>Rotación de Activos UCP Backus y Johnston S.A.A.</i> .....	89
Tabla 27. <i>Solvencia UCP Backus y Johnston S.A.A.</i> .....	89
Tabla 28. <i>Márgenes Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.</i> .....	91
Tabla 29. <i>Rentabilidad Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.</i> .....	92
Tabla 30. <i>Liquidez Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.</i> .....	92
Tabla 31. <i>Rotación de Activos Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.</i> .....	93
Tabla 32. <i>Solvencia Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.</i> .....	93
Tabla 33. <i>Márgenes Corporación Aceros Arequipa S. A. A.</i> .....	95
Tabla 34. <i>Rentabilidad Corporación Aceros Arequipa S. A. A.</i> .....	95
Tabla 35. <i>Liquidez Corporación Aceros Arequipa S.A.A.</i> .....	96
Tabla 36. <i>Rotación de Activos Corporación Aceros Arequipa S. A. A.</i> .....	96
Tabla 37. <i>Rotación de Solvencia Aceros Arequipa S. A. A.</i> .....	97
Tabla 38. <i>Márgenes Cementos Pacasmayo S. A. A.</i> .....	99
Tabla 39. <i>Rentabilidad Cementos Pacasmayo S. A. A.</i> .....	99
Tabla 40. <i>Liquidez Cementos Pacasmayo S. A. A.</i> .....	99

Tabla 41. <i>Rotación de Activos Cementos Pacasmayo S.A.A.</i> .....	100
Tabla 42. <i>Solvencia de Activos Cementos Pacasmayo S.A.A.</i> .....	100
Tabla 43. <i>Flujo de Caja, obtenidos de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016</i> .....	101
Tabla 44. <i>Índice de Lucratividad, obtenidos de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016</i> .....	101
Tabla 45. <i>ROE, obtenidos de las empresas del sector manufactura en los periodos 2011-2016</i> .....	102
Tabla 46. <i>EVA, obtenidos de las empresas del sector manufactura en los periodos 2011-2016</i> .....	102
Tabla 47. <i>Q de Tobin, obtenidos de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016</i> .....	103
Tabla 48. <i>ROA, obtenidos de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016</i> .....	103
Tabla 49. <i>Ponderación Índice de Buen Gobierno Corporativo en las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016</i> .....	125
Tabla 50. <i>Calificación Financiera de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016</i> .....	125

## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Esquema propuesto del impacto de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas manufactureras peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, años 2011-2016.....	10
<i>Figura 2.</i> Mapa de Literatura .....	18
<i>Figura 3.</i> Evolución de concepto en el tiempo .....	21
<i>Figura 4.</i> Desagregación de la creación de valor en la valoración de inversiones productiva. 37	
<i>Figura 5.</i> Cálculo del valor creado.....	39
<i>Figura 6.</i> Producción manufacturera por principales grupos industriales (variaciones porcentuales, serie anual) – PBI Manufactura.....	49
<i>Figura 7.</i> Producto bruto interno y demanda interna (variaciones porcentuales anualizadas, serie mensual).....	50
<i>Figura 8.</i> Procedimiento para calificar IBGC (SMV, 2013). .....	52
<i>Figura 9.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual.....	83
<i>Figura 10.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. Alicorp S. A. A.....	83
<i>Figura 11.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual. UCP Backus y Johnston S. A. A.....	87
<i>Figura 12.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. UCP Backus y Johnston S.A.A. ....	87
<i>Figura 13.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.....	90
<i>Figura 14.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.....	91
<i>Figura 15.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual. Corporación	

Aceros Arequipa S. A. A. ....	94
<i>Figura 16.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. Corporación Aceros Arequipa S. A. A. ....	94
<i>Figura 17.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual. Cementos Pacasmayo S.A.A. ....	98
<i>Figura 18.</i> Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. Cementos Pacasmayo S. A. A. ....	98
<i>Figura 19.</i> IBGC – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016 .....	104
<i>Figura 20.</i> IBGC y Flujo de Caja – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016.....	104
<i>Figura 21.</i> IBGC e índice de lucratividad – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016. ....	105
<i>Figura 22.</i> IBGC y ROE – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016. ....	105
<i>Figura 23.</i> IBGC y EVA – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016. ....	106
<i>Figura 24.</i> IBGC y Q de Tobin – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016. ....	106
<i>Figura 25.</i> IBGC y ROA – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016 .....	107
<i>Figura 26.</i> IBGC – UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016.....	107
<i>Figura 27.</i> IBGC y Flujo de caja– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016. ..	108
<i>Figura 28.</i> IBGC e índice de lucratividad– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011- 2016. ....	108
<i>Figura 29.</i> IBGC y ROE– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016. ....	109
<i>Figura 30.</i> IBGC y EVA– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016. ....	109
<i>Figura 31.</i> IBGC y Q de Tobin– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016. ....	110
<i>Figura 32.</i> IBGC y ROA– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016. ....	110
<i>Figura 33.</i> IBGC – Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016. ....	111
<i>Figura 34.</i> IBGC y Flujo de caja – Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A. Periodo 2011-2016. .....	112

<i>Figura 35.</i> IBGC e índice de lucratividad – Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A. Periodo 2011-2016. ....	112
<i>Figura 36.</i> IBGC y ROE – Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016. ....	113
<i>Figura 37.</i> IBGC y EVA – Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016. ....	113
<i>Figura 38.</i> IBGC y Q de Tobin– Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016. ....	114
<i>Figura 39.</i> IBGC y ROA– Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016. ....	114
<i>Figura 40.</i> IBGC – Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016. ....	115
<i>Figura 41.</i> IBGC y Flujo de caja – Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016. ....	116
<i>Figura 42.</i> IBGC e índice de lucratividad– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016. ....	116
La Figura 43 muestra el resultado del IBGC de la empresa Corporación Aceros Arequipa S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROE del mismo periodo. El IBGC muestra una tendencia ascendente durante el 2011 al 2016, siendo 62% el IBGC del 2011 y llegando a 81% mientras que el ROE dibuja una tendencia descendente en los años 2011 al 2013. El 2014 ambos indicadores se incrementan el IBGC en 10% y el ROE en 1%; finalmente, el 2016 el IBGC se mantiene, pero el ROE se incrementa en 1%. ....	117
<i>Figura 43.</i> IBGC y ROE– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016. ....	117
<i>Figura 44.</i> IBGC y EVA– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016. ....	118
<i>Figura 45.</i> IBGC y Q de Tobin– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016. ....	118
<i>Figura 47.</i> IBGC– Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016. ....	120
<i>Figura 48.</i> IBGC y Flujo de caja– Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016. ....	121

<i>Figura 49.</i> IBGC e índice de lucratividad– Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016 .	121
<i>Figura 50.</i> IBGC y ROE– Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016.	121
<i>Figura 51.</i> IBGC y EVA – Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016.	122
<i>Figura 52.</i> IBGC y Q de Tobin – Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016	122
<i>Figura 53.</i> IBGC y ROA – Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016.	123
<i>Figura 54.</i> IBGC y ROA – Cementos Pacasmayo S.A.A. Periodo 2011-2016	126



## Capítulo I. Introducción

### 1.1 Antecedentes

Durante un sinnúmero de años, se ha podido apreciar diversas crisis financieras originadas por las decisiones equivocadas de grandes corporaciones y la corrupta administración de profesionales con cargos de altos directivos. Lo anteriormente descrito ha originado, a su vez, gran desconfianza por parte de los inversores, dado que no son partícipes de las operaciones diarias de la empresa.

El origen del buen gobierno corporativo apareció en los estados más desarrollados, como son Australia, Europa, Estados Unidos y Canadá, y surge a la necesidad de la preocupación de los accionistas, quienes deseaban conocer las decisiones de estrategias de negocios, en las cuales sus inversiones serían inmersas.

Cabe precisar que estos hechos ocurridos se originaron hace más de una década. Olcese (2005) mencionó que el mayor cambio en la estructura interna de las compañías se produce con la introducción de un comité de nueve miembros que podría ser interpretado como el inicio del moderno consejo de supervisión de algunas sociedades anónimas (estructura dual del modelo alemán). Las funciones de este comité eran las de asesorar a los consejeros y aprobar el informe anual de la compañía. Dentro de sus facultades, se encontraban asistir a las reuniones del consejo, y revisar los documentos y los criterios que guiaban a los administradores para realizar los negocios en beneficio de la compañía.

Escobar-Váquiro, Benavides-Franco y Perafán-Franco (2016) mencionaron que el gobierno corporativo:

Se origina con la idea de la empresa moderna. Se identifica inicialmente con la delegación del poder sobre la toma de decisiones hacia administradores distintos a los dueños. Tanto Adam Smith en 1776 como Berle y Means en 1932, expresaron sus reservas acerca de la viabilidad de este tipo de firmas. Smith, al referirse a las

compañías por acciones, describe un típico conflicto de agencia: de los directores de tales compañías; sin embargo, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio. (p. 14)

Sin embargo, Méndez-Beltrán y Rivera-Rodríguez (2015) sostuvieron que las primeras reflexiones sobre el tema tienen sus orígenes en Clark (1916), quien afirmó que los directivos estaban obligados a aceptar ciertas responsabilidades sociales. Asimismo, mencionaron que Barnard (1938) y Kreps (1940) manifestaron que la responsabilidad de la gerencia no se limita a generar retornos para los inversionistas. En este contexto, Ross (1973) planteó, desde su teoría de agencia, que, cuando se presentaban conflictos de intereses entre el accionista y el directivo, estos podrían resolverse a través de una estructura de pagos para el directivo.

En 1976, Jensen y Meckling sostuvieron que la teoría de Ross funcionaría de manera coherente con el desempeño de las organizaciones y que son beneficiosos para el accionista. En 1979, Charan y Freeman manifestaron que “los accionistas, consumidores, entidades gubernamentales, entre otros, deberían reconocerse entre ellos porque generan una fuerte influencia en los procesos de negociación de los mercados” (p. 440).

Debido a las constantes manifestaciones de los diversos autores respecto a las preocupaciones de las gestiones realizadas en una compañía, surge un acuerdo que se encuentra reglamentado por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), el cual se da en 1999; en este, se desarrolla un conjunto de normas y directrices en materia de gobierno corporativo, conjuntamente con los gobiernos nacionales, con otras organizaciones interesadas y con el sector privado. Desde la aprobación de los principios en 1999, estos han constituido la base de las iniciativas en el ámbito del gobierno corporativo

puestas en prácticas tanto en los países de la OCDE como en los países no miembros.

En el 2011, según la Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina (IGCLA), la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas en el Perú se encuentran ampliamente desarrolladas por dos entidades: la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores del Perú (Conasev), y la Bolsa de Valores de Lima (BVL), entidad que emitió una publicación que recoge los principios del buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas en el 2002. Estos principios surgieron a raíz de la iniciativa de un trabajo en conjunto con la Conasev de conformar un comité de alto nivel con la participación de entidades del sector público y privado. Asimismo, la Conasev ha impulsado esfuerzos para que la Bolsa de Valores de Lima (BVL) cuente con una herramienta para promover la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, denominada Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), que tiene como finalidad ofrecer un índice de capitalización que refleje el comportamiento de los valores de aquellas empresas listadas en la plaza local que adoptan los principios de buen gobierno corporativo.

Angeles, Méndez y Espinoza (2013) mencionaron que las empresas peruanas, al tener un buen desempeño con los *skateholders*, lograron en un plazo determinado unos ratios óptimos para la creación de valor financiero, teniendo en cuenta, para ello, indicadores cualitativos, cada uno de los cuales fue relacionado con el EVA calculado para cada una de las empresas.

Ahora bien, según Brown y Caylor (2004), 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 desempeños provenientes de tres categorías: el desempeño operacional (ROE), valoración (Q de Tobin) y pago a los accionistas (ROA). Cabe precisar que estas categorías son de real importancia durante todo el desarrollo de la investigación. debido a que servirán para medir

el rendimiento de las empresas peruanas materia de investigación que llevan muchos años desarrollando sus actividades.

## 1.2 Definición del Problema

Burneo y Lizarzaburu (2016) afirmaron:

Las empresas se han desempeñado por muchos años de una manera errónea, en sus orígenes y hasta hace relativamente poco no identificaron la necesidad de beneficiar con sus operaciones a la sociedad, el vínculo que debe existir entre los miembros y los grupos de interés, ni calcular el efecto positivo o negativo de las actividades de su negocio, para con el entorno. Es necesario establecer que las empresas deben apuntar a Buen Gobierno Corporativo, no basta con practicar el gobierno corporativo de por sí, sino llevarlo a cabo de manera efectiva en todos los aspectos. Mientras mejor se realice, las empresas verán beneficios en sus resultados financieros y en sus operaciones. (p. 59)

Méndez-Beltrán y Rivera-Rodríguez (2015) mencionaron que el gobierno corporativo es un sistema que regula las actividades entre las partes interesadas □ a saber, los accionistas, la junta directiva y la administración □ con el objetivo de fomentar la confianza en las partes involucradas, lo que conduce a obtener resultados económicos favorables y lo que implicaría, en términos de Morck (2014) una maximización de valor para los accionistas desde los esquemas funcionales de eficiencia.

Adicionalmente, Barbosa, Piñero y Noguera (2013) mencionaron que Hart (1995) afirmó que el surgimiento del gobierno corporativo solo es posible si se gestan dos condiciones: en primer lugar, la existencia de un problema de agencia que implique la generación de conflictos de intereses entre las partes involucradas; en segundo lugar, que los problemas asociados a los costos de transacción no puedan ser evitados o resueltos adecuadamente a través de los contratos.

La implementación de códigos de gobierno corporativo por parte de empresas colombianas, presentado por Escobar-Váquiro, Benavides-Franco y Perafán-Peña (2016, evidenció que el entorno sobre los activos luego de implementado el código mejora en más de 1% y que el efecto es amplificado dependiendo de la calidad del código, mostrándose un incremento de 5% en los niveles de apalancamiento. Además, se observa que existe una relación positiva entre el aumento de las inversiones y el crecimiento en las ventas, que se encuentra positivamente mediada por la presencia de códigos de buen gobierno. Asimismo, mencionaron que el gobierno corporativo comprende una serie de acciones que van más allá de lo financiero, llegando a incluir aspectos relacionados con los diseños de las organizaciones, las decisiones estratégicas, los sistemas de vigilancia, los esquemas de autorregulación, entre otras. Cuando se menciona el tema de gobierno corporativo, ya no solo se incluyen acciones de cara a proteger al accionista y al inversor. Es así como en el Reino Unido, en 1992, el comité de Cadbury, en el reporte acerca de los aspectos financieros del gobierno corporativo, define el concepto como “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas” (p. 14).

Después de todo lo manifestado, la pregunta de investigación es la siguiente: ¿Cuál es el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas de sector manufactura durante los periodos 2011-2016? En este sentido, en esta investigación, se analizará el impacto de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas del sector manufactura que se encontraron cotizando en la Bolsa de Valores de Lima en los periodos 2011-2016.

### **1.3 Relevancia del Problema**

Las numerosas crisis financieras internacionales que se dieron con el transcurrir de los años han generado gran desconfianza por parte de los socios o accionistas y por el mismo

Estado. Las grandes empresas, como Enron, Worldcom y Parmalat, no solo cometieron graves fraudes que perjudicaron a los países, sino también a todos los últimos consumidores. Es por ello que surgieron las buenas prácticas del buen gobierno corporativo. Sin embargo, estas crisis no solo afectaron a los países desarrollados, sino también a Latinoamérica, incluido el Perú.

Como mencionó Reyes (2014), en una entrevista realizada a Andrés Bernal publicada en Semana Económica, la tarea de hacer que las empresas peruanas sean más atractivas para la inversión trasciende lo regulatorio y es así como lo deben entender los principales ejecutivos del país. Si ese no es su convencimiento, no harán nada por implementar mejores prácticas de transparencia de información y constitución de directores, dos pilares del buen gobierno corporativo. Asimismo, manifestó que las empresas peruanas aún tienen el pensamiento de corto plazo, que es uno de los problemas de las economías emergentes. A pesar de que las empresas peruanas son bastante atractivas para la inversión extranjera, siempre dejan una cierta incertidumbre al no desarrollar con eficiencia las buenas prácticas del buen gobierno corporativo. Sin embargo, está convencido de que hay una voluntad de cambio y un interés por la sostenibilidad de los negocios, más allá de los resultados al término de los años.

Mencionó, además, que el desafío está en entender que el gobierno corporativo no es una sola obligación regulatoria, sino una serie de herramientas que contribuyen al crecimiento en el largo plazo, y que requiere de un compromiso de todos los actores, los cuales pertenecen a las propias grandes compañías como son los miembros del directorio, los gerentes e incluso los empleados. Adicionalmente, recalcó que un papel importante en las negociaciones con los inversionistas extranjeros o residentes es interactuar y proveer información; esto generaría el aumento de la transparencia, lo que guarda una relación directa con el desarrollo del mercado de capitales y las propias empresas.

A pesar de que para pertenecer a la Bolsa de Valores de Lima, las compañías deben practicar el buen gobierno corporativo, aún existen algunas que no lo ejercen de forma correcta, lo cual genera desconfianza y malas interpretaciones de las informaciones publicadas. Indacochea (2000) mencionó que en el Perú se han desarrollado esfuerzos aislados para introducir las buenas prácticas del gobierno corporativo, pero, pese a las complejidades que han existido para su implementación en las compañías peruanas, no han desistido en el intento, sino que más bien, en los últimos años, se está cobrando una mayor vigencia en el medio empresarial y académico.

Por otro lado, Ortiz (2014) indicó que en el Perú las sociedades empresariales presentar mayoritariamente el problema de gobierno corporativo correspondiente a la dimensión horizontal. Y esto surge a raíz de un controlador que asume la administración de una sociedad, y es clave principal, pues, si este funcionario no ejerce de manera correcta sus responsabilidades, generará que la compañía que tenga a su cargo no realice buenas prácticas del gobierno corporativo.

Es por ello que, debido al surgimiento de las complicaciones que se han venido realizando en las compañías peruanas año tras año, se ha procedido a realizar el análisis de la información brindada por ellas para un mejor manejo de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo.

#### **1.4 Preguntas de Investigación**

La pregunta principal de la presente investigación es la siguiente:

1. ¿Cuál es el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas de sector manufactura durante los años 2011-2016?

Y las preguntas secundarias son las mostradas a continuación:

2. ¿Cuáles son las empresas del sector manufactura que cumplen con buenas prácticas de

buen gobierno corporativo durante los años 2011-2016?

3. ¿Cuáles son las empresas del sector manufactura que generaron valor financiero durante el periodo 2011-2016?

### **1.5 Propósito de la Investigación**

A raíz de las frecuentes necesidades de conocer el beneficio que generan las operaciones del rubro empresarial, surgió la creación y uso de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo, razón por la cual se han realizado un sinnúmero de investigaciones que coadyuvan al mejoramiento del desempeño financiero de las compañías. En el Perú, se cuenta con empresas que realizan diversas actividades empresariales que, en la actualidad, ejercen las buenas prácticas del buen gobierno corporativo siguiendo lo establecido por los principios de la OCDE, las que son consideradas y registradas en la Bolsa de Valores de Lima. Sin embargo, son pocas las compañías que ponen en práctica el buen gobierno corporativo, ya sea que estén inscritas o no en la Bolsa de Valores de Lima.

Se ven afectadas de cierta forma porque existe mucha probabilidad de afectar los beneficios que otorga la rendición de los valores financieros, lo cual perjudica la buena práctica del buen gobierno corporativo. Uno de los requisitos que las compañías necesitan para pertenecer o desarrollar sus operaciones en la Bolsa de Valores de Lima es presentar toda la información financiera, contable, gestión administrativa, entre otras, considerando que tenga la mayor transparencia posible para, de esta forma, evitar las contingencias.

Es por ello que en la presente investigación se expresa lo siguiente como objetivo principal:

1. Describir el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas del sector manufactura durante los años 2011- 2016.

Y como objetivos secundarios:

2. Identificar cuáles son las empresas del sector manufactura que tienen buenas prácticas de gobierno corporativo durante los años 2011- 2016.
3. A través de indicadores financieros relevantes determinar si las empresas del sector manufactura que cotizan en la Bolsa de Valores generaron valor durante los años 2011- 2016.

### **1.6 Naturaleza del Estudio**

El presente estudio es de alcance descriptivo debido que considera una serie de criterios con el fin de analizar cómo las evidencias materia de estudio operan y también a sus componentes. Tal cual lo afirma Behar (2008), un estudio descriptivo sirve para analizar cómo es, y cómo se manifiestan un fenómeno y sus componentes, lo cual permite detallar básicamente a través de la medición de uno o más de sus atributos. De esta forma, Niño (2011) mencionó que el estudio descriptivo tiene como propósito describir la realidad del objeto de estudio, un aspecto de ella, sus partes, sus clases, sus categorías o las relaciones que se pueden establecer entre varios objetos, con el fin de esclarecer una verdad, corroborar un enunciado. Asimismo, para Fernández (2014), el objetivo de este tipo de investigación es exclusivamente describir; en otras palabras, indicar cuál es la situación en el momento de la investigación, en cual este informe debe de contener el ser, no el debe ser, para que luego de describir se pueda interpretar, inferir y evaluar las condiciones dadas.

De este modo, se determinó que, en el presente estudio, se contará con un enfoque cualitativo, porque se pretende analizar la recolección de información logrando afinar las preguntas de investigación durante un tiempo ya determinado, recalando que no se presente relacionar una causa y efecto entre las variables. De esta forma, la información recabada será analizada con refuerzo de estadística descriptiva.

Adicionalmente, esta investigación cuenta con un diseño no experimental dado que no pretende manipular las variables del estudio, sino más bien observarlas tal cual se dieron a lo

largo de un periodo dado. Del mismo modo, Behar (2008) mencionó que en los estudios no experimentales se observa, los fenómenos tal y como ocurren naturalmente, sin intervenir en su desarrollo. Hernández, Fernández y Baptista (2003) mencionaron que en un estudio no experimental no se construye ninguna situación, sino que se observan situaciones ya existentes, no provocadas intencionalmente. Es decir, las variables independientes ya han ocurrido y no es posible manipularlas: no se tiene el control directo sobre dichas variables, ni se puede influir sobre ellas, porque ya sucedieron, al igual que sus efectos.

Cabe resaltar que, considerando que la investigación es un diseño no experimental, debido a las razones ya expuestas, el tipo de diseño no experimental es longitudinal, comprometido a realizar un análisis en un periodo de tiempo: 2011-2016. Asimismo, se recalca que la presente investigación no cuenta con una hipótesis, debido a que se optó por una naturaleza no experimental longitudinal, de alcance descriptivo y con un enfoque cualitativo, lo cual permitirá que solo con la estadística descriptiva se proceda a dar respuesta a las preguntas de investigación.

### 1.7 Marco Conceptual

En la Figura 1, se puede observar el objetivo del estudio de esta investigación: medir el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas sector manufacturero durante los años 2011-2016.



*Figura 1.* Esquema propuesto del impacto de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas manufactureras peruanas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima, años 2011-2016

## 1.8 Variables

Para Hernández, Fernández y Baptista (2003), una variable es una propiedad que puede fluctuar y cuya variación es susceptible de medirse u observarse, y que pueden ser variables de género, de motivación intrínseca hacia la investigación, entre otras. Por lo mencionado anteriormente, los trabajos de investigación deben contar con variables que serán examinadas para determinar un resultado. En el presente, se ha determinado las siguientes variables que serán analizadas:

1. El buen gobierno corporativo, teniendo como base primordial el cálculo del Índice de Buen Gobierno Corporativo para empresas del sector manufacturero.
2. Generación de valor financiero, desarrollada a partir de los indicadores financieros Q de Tobin, ROE, ROA, EVA e índice de lucratividad.

## 1.9 Definición de Términos

### 1.9.1 Buen gobierno corporativo

Según OCDE (2016), el gobierno corporativo de una sociedad implica el establecer un vínculo entre diferentes entes: la dirección de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otros actores interesados. El gobierno corporativo brinda una estructura con parámetros establecidos, a través de la cual se fijan los objetivos de la sociedad y se determina la manera de alcanzarlos y supervisar.

Asimismo, Bernal, Oneto, Penfold, Schneider y Wilcox (2012) indicaron que el gobierno corporativo se determinó para la correcta asignación de poderes y responsabilidades entre el directorio, la administración y los propietarios de una empresa. El gobierno corporativo no es solo un conjunto de reglas externas; es todo un sistema operacional que ejecuta una disciplina empresarial necesaria para conservar una relación estable y productiva entre los participantes de cualquier organización. El gobierno corporativo, la transparencia y la rendición de cuentas son más que ejercicios de cumplimiento; son ingredientes esenciales

de una buena gestión y un requisito para la buena salud de las organizaciones.

### **1.9.2 Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas**

Contar con un código establecido de buen gobierno corporativo en un país latinoamericano como el Perú ha permitido que las compañías puedan ejercer sus operaciones de manera transparente sin causar daño o perjuicios a los terceros, sino que, por el contrario, prevalece tener una mayor eficiencia en las diferentes áreas que tiene una compañía, como son las de gestión financiera y administrativas, entre otras. Es fundamental que, en el Perú, se halle implementado el uso de las buenas prácticas del código del buen gobierno corporativo.

Para Méndez-Beltrán y Rivera-Rodríguez (2015), un código de buen gobierno es un instrumento en el que se muestran los sistemas de gobierno corporativo que han de aplicarse, considerando que se logre un fortalecimiento organizacional. En este documento, se suministran elementos en cuanto a la promulgación de la información en varios aspectos, esperando que la organización, al ser más transparente, constituirá una cuestión clave para garantizar la estabilidad económica en su conjunto (Tricker, 2015; Ștefănescu, 2014; López & Pereira, 2006).

### **1.9.3 Índice de buen gobierno corporativo para empresas manufactureras**

El Índice de Buen Gobierno Corporativo opera en las empresas cuyas participaciones en el Mercado de Valores de Lima son constantemente activas, lo cual permite medir el comportamiento de los valores que cada compañía brinda como una información de un determinado periodo. Este indicador permite medir mucho más allá de la eficiencia de las gestiones operacionales de las empresas.

Según Stakeholders Publicaciones (2010), el Índice Buen Gobierno Corporativo (IBGC) es un indicador estadístico que refleja el comportamiento de los valores de las empresas emisoras que cumplen adecuadamente los principios de buen gobierno corporativo

para las sociedades peruanas y que, adicionalmente, posean un nivel mínimo de liquidez establecido por la BVL. El IBGC es un índice de capitalización, por lo cual los pesos de las acciones en la cartera se obtienen sobre la base de la capitalización bursátil del *free-float* de estas acciones, ajustados por el nivel de buen gobierno corporativo obtenido. A mayor capitalización bursátil del *free float*, mayor será el peso que tendrá una acción en el índice.

#### **1.9.4 Generación de valor financiero**

Según García (2003), “la serie de procesos que conducen al alineamiento de todos los funcionarios con el direccionamiento estratégico de la empresa de forma que cuando tomen decisiones ellas propendan por el permanente aumento de su valor” (p. 5). De acuerdo con Dolz e Iborra (2014), la generación de valor es la medición del resultado de las adquisiciones, y es heterogénea y compleja; sin embargo, la literatura ha demostrado que las medidas subjetivas y las medidas contables financieras del resultado post-adquisición están relacionadas (Zollo & Meier, 2008; Papadakis & Thanos, 2010). Las medidas subjetivas, como la de nuestra investigación, han sido utilizadas sobre todo por la investigación estratégica (Homburg & Bucerius, 2006; Papadakis & Thanos, 2010). En nuestro caso, siguiendo la perspectiva estratégica, la creación de valor se ha medido basándose en la escala de percepción subjetiva del performance de la adquisición introducida por Calori, Lubatkin y Very (1994).

#### **1.9.5 ROE**

Según Stickney, Avolio, Weil, Schipper y Francis (2012), el *Return on Equity* es el índice de rentabilidad que relaciona las utilidades del ejercicio con el patrimonio de la empresa. El ratio debe ser calculado preferentemente sobre el patrimonio promedio en vez del patrimonio total, dado que la utilidad neta se ha logrado a través de un periodo de tiempo, por lo general un año.

### **1.9.6 ROA**

Según Stickney, Avolio, Weil, Schipper y Francis (2012), ROA (*Return on Asset*) es un indicador que muestra la rentabilidad del activo que permite mostrar la eficiencia en el uso de los activos de una empresa relacionando las utilidades operativas con el monto de los activos.

### **1.9.7 EVA**

Según Ramírez, Carbal y Zambrano (2012), el EVA (valor económico agregado), se plantea como una variación o modificación de lo que tradicionalmente se conocía como “ingreso o beneficio residual”, es decir, la cantidad que se obtenía al restar a la utilidad operacional los costos del capital. El EVA es un indicador que pretende medir la creación de valor durante un período específico. Para ello, compara el resultado realmente obtenido por la organización con el que debería haberse logrado si los recursos se hubieran invertido en una actividad de similar nivel de riesgo (Carrillo & Niño, 2006). El Valor Económico Agregado o EVA es el beneficio antes de los intereses y después de impuestos, valor al que se debe restarle el valor contable de la empresa multiplicado por el costo promedio del capital (Ramírez, Carbal & Zambrano, 2012).

### **1.9.8 Q de Tobin**

Burneo y Lizarzaburu (2016) mencionaron que Tobin, en 1969, indicó que las empresas continuarían llevando a cabo una estrategia agresiva de inversión hasta que optimizaran su beneficio. Por lo tanto, desembolsarían dinero de forma continua hasta que pueden alcanzar un nivel muy superior al coste de reposición de la misma. El modelo de Q de Tobin puede ser definido como el ratio entre el valor de mercado asignado a todos los activos de una firma, considerando los de carácter intangible, como, por ejemplo, el potencial de crecimiento, calidad de gestión, poder de mercado entre otros (Vizcaíno & Chousa, 2016).

### **1.9.9 Índice de Lucratividad**

Ese índice es un indicador que sirve para calcular el rendimiento que una acción ha tenido durante todo un periodo, principalmente basándose en un año. Asimismo, el índice permite conocer la rentabilidad de un valor con respecto a un periodo determinado (Ricra, 2013).

### **1.9.10 Flujo de Caja**

Según Miranda (2005), “depende de los eventos financieros previstos para el horizonte del proyecto, en efecto, en la fase de ejecución se precisa dimensionar las necesidades de inversiones tanto fijas, como diferidas y desde luego, capital de trabajo, que suponen salida de dinero” (p. 202).

### **1.10 Supuestos**

En la presente investigación, se presume lo siguiente: (a) el buen gobierno corporativo está orientado a perfeccionar las prácticas directoras en las organizaciones, para optimizar la confianza de las corporaciones de interés y en el resultado de los efectos; (b) el índice de gobierno corporativo sintetiza el desempeño de un buen gobierno corporativo en las empresas manufactureras; (c) la investigación se centralizó en las empresas del sector manufactura del Perú que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima en los años 2011-2016; (d) la explicación de los estados financieros, reportes sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas y memorias de las empresas manufactureras son un principio válido de información; (e) la generación de valor financiero puede enunciar cuantitativamente mediante los indicadores financieros Q de Tobin, EVA, ROA, ROE e índice de lucratividad.

### **1.11 Limitaciones**

La investigación se desarrollará sobre una muestra conformada por empresas del sector manufacturero que tienen trayectoria presencial fuertemente en el Perú. Las empresas

del sector manufacturero se encuentran ubicados en diferentes regiones; están arraigadas a la manufacturación y cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. Es por ello que las consecuencias de la investigación no pueden ser desarmables a otros sectores. En esta investigación, no se pretende hacer un análisis exhaustivo ni establecer una teoría determinante, sino tomar la información para estudios futuros.

### **1.12 Delimitaciones**

(a) El mecanismo de estudio de las empresas del sector manufacturero que aplican en el Perú, y que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. (b) El estudio crea la clasificación de empresas privadas y no se discurre dentro de la estimación de ninguna empresa apropiable del Estado. (c) No se observa una categorización con enorme detalle dentro de este grupo de empresas. (d) En cuanto a la dimensión de la organización, se está considerando las empresas grandes, definitivas por su nivel de facturación y número de trabajadores que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. (e) La indagación financiera procede de las memorias anuales divulgadas en las páginas web de la SMV y BVL.

### **1.13 Resumen**

Si bien es cierto que existen estudios de investigación con respecto al gobierno corporativo y su generación de valor, no deja de tener gran importancia en las compañías peruanas, debido a que aún existen empresas que no tienen el mayor compromiso para la aplicación de las buenas prácticas del gobierno corporativo y, si en caso las hubiera, son muy pocas las que ejecutan estos principios, que son primordiales en las operaciones de las empresas, independientemente del sector al cual pertenecen. Sin embargo, se recalca que el presente trabajo de investigación estará basado en el análisis de la información recolectada de las empresas del sector manufacturero, así como también medir el impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor. Precisando que tiene por objetivo investigar el impacto de una forma cualitativa basándose en un enfoque descriptivo, escudriñando la

determinación de la relación entre las variables antes expuestas con la finalidad de brindar bases explícitas para posteriores investigaciones.



## Capítulo II: Revisión de la Literatura

### 2.1 Mapa de la Literatura

En la Figura 2, se presenta el mapa de la revisión de la literatura, en el que se muestran las principales variables con la respectiva investigación realizada.

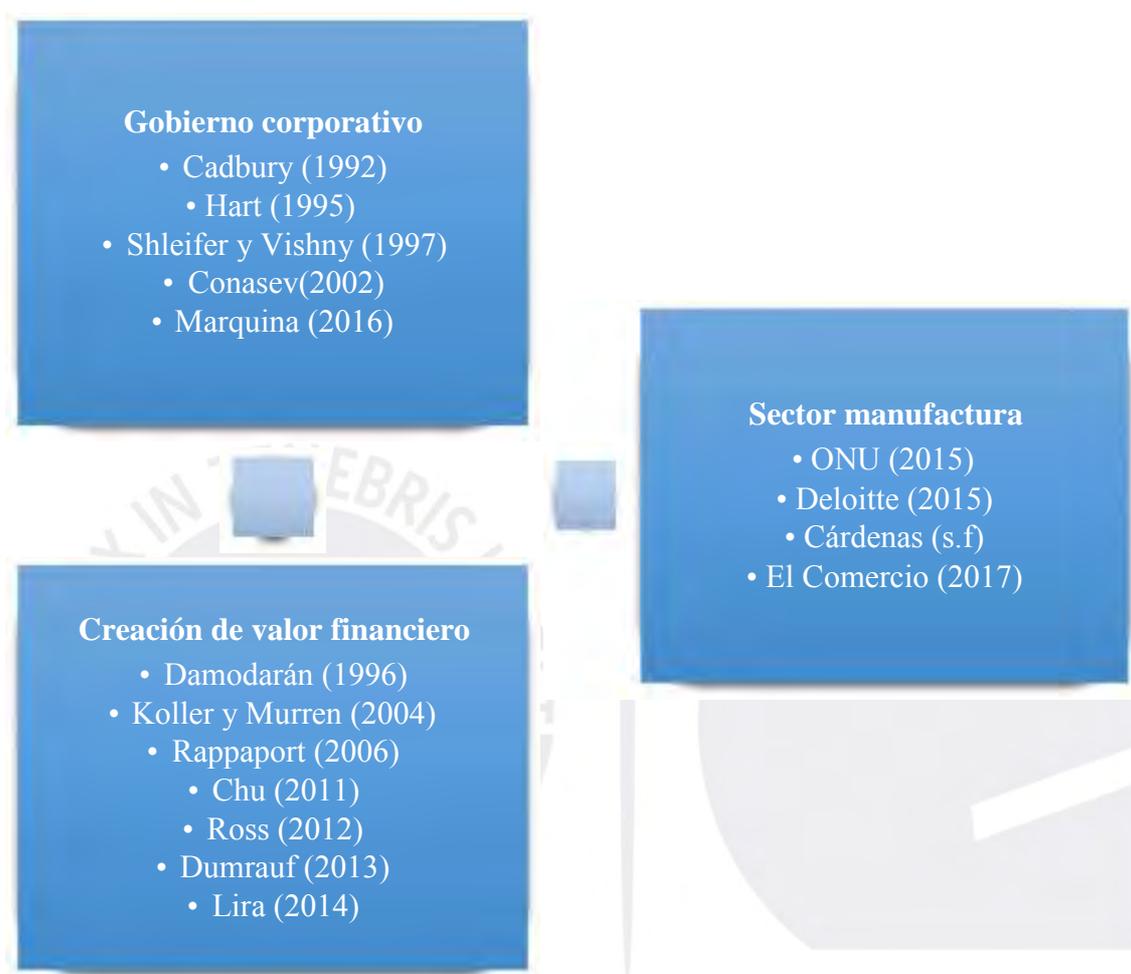


Figura 2. Mapa de Literatura

### 2.2 Gobierno Corporativo

#### 2.2.1 Definición de Gobierno Corporativo

A lo largo de los años, se han desarrollado diferentes conceptos relacionados a gobierno corporativo, los cuales presentan similitudes y discrepancias entre sí. Uno de los conceptos más destacados y referenciados en la literatura revisada es el provisto por la

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, 2004) que indica:

El gobierno corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. El gobierno corporativo también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño. (p. 2)

Como se puede observar, se trata de un concepto desarrollado bajo un enfoque de sistema, el cual coincide con el de muchos otros autores, entre uno de los más importantes se encuentra Cadbury (1992), quien, en su informe, afirmó que el gobierno corporativo se trata de aquella estructura en la que una organización se dirige o se controla. El informe yace en un contexto caracterizado por la disconformidad por parte del sector empresarial, en el que se pedían cambios urgentes al sistema por los escándalos financieros ocurridos en dicho momento, tales como el del Banco Internacional de Crédito y Comercio (BCCI), vinculado al narcotráfico, y el de Robert Maxwell, relacionado con transacciones fraudulentas (Olivencia, 1998). La literatura relacionada con dicho enfoque es vasta y se centra básicamente en el modo en el que las empresas deben ser lideradas e introduce el concepto de buen gobierno corporativo, el cual puede entenderse como una filosofía empresarial que considera procesos adecuados y que incluyen los intereses de todos los participantes, con un objetivo en común. Este concepto será desarrollado con mayor profundidad líneas posteriores.

Relacionado con el mismo enfoque, se encuentra Canals (2004), quien definió al gobierno corporativo como la forma de direccionar y controlar a la organización. Un concepto complementario es el de Gasco, Segurado y Quintana (2005), quienes sustentaron

que el gobierno corporativo hace referencia a todas las reglas y normas que son esenciales para el comportamiento de los diversos agentes de la empresa. A ello se podría añadir que el gobierno corporativo se va a encargar de proveer la estructura y los medios para poder generar tanto propósitos estratégicos como seguimientos (Eiteman, Stonehill & Moffet, 2007). Ya en estos conceptos, se puede observar la importancia de los agentes participantes en una organización, lo cual de paso a otra de las definiciones más citadas de la literatura revisada.

Shleifer y Vishny (1997) consideraron que el término se relaciona con los medios para que los inversores puedan percibir adecuados retornos económicos, el cual parte desde la definición planteada por Mayer (1996), quien, a su vez, consideró a los actores involucrados y sostuvo que sus intereses deben estar alineados con el fin de generar mayor rentabilidad para la empresa. De acuerdo con lo mencionado, se evidencia que estos conceptos presentan una tendencia hacia la relación establecida entre los accionistas y gerentes, y se espera que haya una óptima supervisión con la finalidad de asegurar la retribución de la inversión y sus ganancias. Entonces, se puede afirmar que el gobierno corporativo se basa en la armonía que existe entre los distintos niveles jerárquicos del organigrama, con la finalidad de asegurarse que cada agente reciba lo justo (Lefort, 2008).

Por otro lado, se cuenta con una definición relacionada con la teoría de agencia o enfoque contractual que se origina a raíz de un conflicto de intereses entre los actores involucrados y la existencia de los costos de transacción, los que dificultan la creación de contratos definidos (Hart, 1995). El concepto desarrollado bajo este enfoque tiene como objetivo brindar soluciones ante los conflictos que podrían generarse de la relación de los accionistas y administradores. Para lograrlo, se plantea la realización de contratos mejor elaborados con la finalidad de que la relación entre ambos actores sea dirigida de manera eficiente, evitando discrepancias originadas por diferencia de intereses, objetivos opuestos o

la asimetría en la información manejada.

La Figura 3 presenta un esquema acerca de la evolución del concepto en el transcurso de los años.



Figura 3. Evolución de concepto en el tiempo

Según la literatura revisada, el concepto de gobierno corporativo mantiene diferentes enfoques conceptuales, lo cual se puede observar mediante la Tabla 1.

De las definiciones presentadas, se puede sostener que el concepto de gobierno corporativo ha evolucionado y que cada autor lo enfoca desde diferentes puntos. No se limita a verlo como un sistema de políticas y prácticas internas, sino que el concepto de gobierno corporativo está involucrado a todos los actores que guardan relación con la empresa. Asimismo, otros realzan la importancia de la retribución de la inversión o de las regalías de los accionistas, lo que podría llevar a generar problemas de agencia con los administradores. Pero no solo se pueden generar problemas por divergencia de intereses, sino que los objetivos sean opuestos y la asimetría en el manejo de la información constituyen problemas de agencia que dificultan el establecimiento de un contrato eficiente que lidere la relación.

Tabla 1.

*Definiciones de Gobierno Corporativo*

Año	Autor	Concepto
1992	Cadbury	Gobierno corporativo es el sistema mediante el cual las compañías son dirigidas y controladas.
1993	Keasey y Wright	Un sistema de gobierno corporativo debe considerar las dimensiones de eficiencia y administración de la gestión corporativa.
1994	Prowse	La estructura corporativa es claramente importante en la determinación de la disciplina del gerente de una empresa.
1995	Hart	El gobierno corporativo depende de dos condiciones, el primero se encuentra relacionado a los problemas de agencia y conflictos internos de los stakeholders involucrados, mientras que el segundo a los costos de transacción que no pueden ser resueltos bajo el marco de un contrato.
1996	Mayer	El gobierno corporativo se ocupa de las maneras de alinear los intereses de los inversionistas y los gerentes.
1997	Shleifer y Vishny	Es la forma en la que los inversores aseguran de que sus fondos serán retribuidos.
1998	Zingales	Conjunto de mecanismos que condicionan la negociación ex post sobre las cuasirentas generadas por la empresa.
1999	Comité de Basilea	El gobierno corporativo es solo una parte dentro de un contexto económico más amplio, en el cual operan las firmas y que incluye, por ejemplo, las políticas macroeconómicas y la competencia en los mercados de productos de consumo y de factores de producción.
2000	O' Sullivan	Un sistema de gobierno corporativo que determina quién toma las decisiones de inversión en las corporaciones, qué tipos de inversiones hacen y cómo se distribuyen los beneficios de las inversiones.
2001	Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero	Se refiere a la relación de la compañía con los accionistas, pero también en un sentido más amplio con toda la sociedad.
2002	Conasev	Explica las reglas y los procedimientos para tomar decisiones en asuntos como el trato equitativo de los accionistas, el manejo de los conflictos de interés, la estructura de capital, los esquemas de remuneración e incentivos de la administración, las adquisiciones de control, la revelación de información, la influencia de inversionistas institucionales, entre otros, que afectan el proceso a través del cual las rentas de la sociedad son distribuidas.
2003	Salas	En el significado más estricto de <i>'governance'</i> , dentro del ámbito de los contratos incompletos, el gobierno de la empresa se limitaría a los mecanismos de voz o poder a través de los cuales los colectivos de interesados protegen sus cuasirentas, entendidas como rentas de inversiones.
2004	Garrat	Se refiere a las estructuras, procesos y valores apropiados del consejo que permiten lograr el objetivo de la organización, manteniéndolo bajo un control prudente.
2005	MacConvil, Bagaric, y Du Plessis	El gobierno corporativo se refiere a la manera en que las corporaciones son reguladas y administradas.
2006	Lizcano	Se refiere a la manera en la que el consejo de administración y la alta gerencia dirigen las actividades y negocios del banco.
2007	Sánchez	El gobierno corporativo fortalece la confianza en la gestión empresarial, al regular las relaciones entre todas las partes interesadas.
2008	Lefort	El gobierno societario es el conjunto de instancias y prácticas institucionales en el proceso de toma de decisiones de la empresa que contribuyen a la creación sustentable de valor en un marco de transparencia, ética y responsabilidad empresarial, alineando intereses y promoviendo el respeto a los derechos de todos los accionistas y grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa.

Tabla 1.

*Definiciones de Gobierno Corporativo (continuación)*

Año	Autor	Concepto
2009	Castro	Incluye la protección legal de los accionistas, la presencia de inversionistas con bloques mayoritarios de acciones, la posibilidad de toma de control corporativo por parte de otra empresa, la independencia de la junta directiva, los directorios entrecruzados, y los excesos o falta de límites en los contratos.
2010	Arce	Es importante dentro del mercado de valores porque es un medio que posibilita alcanzar mercados más confiables y eficientes.
2011	Comisión Europea	Se define habitualmente como el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas y como una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, su consejo, sus accionistas y partes interesadas.
2012	Estrada	Entendido como el conjunto de principios y técnicas destinadas a mejorar la gestión de las sociedades mercantiles que apelan al ahorro del público, surge de la necesidad de superarlos problemas que plantea la separación entre la propiedad y la gestión en las grandes sociedades que cotizan en Bolsa.
2013	Rocca	Constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento de un país, así como para fomentar la confianza de los inversionistas.
2014	Payet	Se trata simplemente del conjunto de reglas e instituciones que determinan la forma como se conducen y administran las empresas.
2015	Alejos	Otorga confianza a los inversores y a terceros, que desean que las empresas cuenten con reglas claras y definidas sobre la toma de decisiones y la resolución de conflictos.
2016	Escobar, Benavides y Perafán	Elemento esencial de los estudios de la teoría de la firma en vista de que proveen a los gestores y propietarios de mecanismos que permiten establecer normas encaminadas a la minimización de conflictos de interés, la consecuente mejora y transparencia en la toma de decisiones.

*Nota.* Adaptado de Gobierno Corporativo en las empresas familiares peruanas: Caso de estudio en el sector textil, por Calderón, C., Goldstein, V., y Vejarano, A., 2007.

Lo revisado en la literatura encontrada contrasta con lo mencionado por Marquina et al. (2016), quien afirma que existen tres enfoques de buen gobierno corporativo. El primero centraliza su atención en cubrir los intereses de los accionistas por medio de canales fuertes en los diversos tal como se ha mencionado líneas precedentes. Ello implica que los accionistas puedan ser perjudicados por la toma de decisiones tanto de los directores como de los gerentes a consecuencia de los conflictos de intereses que puedan ocurrir. Tal modelo, llamado anglosajón o de mercado, implica el contexto de una empresa con capital tanto disperso como también poco considerado en la gestión, este modelo es considerado principalmente en economías como la de Estados Unidos y Reino Unido.

El segundo enfoque del concepto de gobierno corporativo tiene un modelo que se encarga de resaltar principalmente a los grupos de interés en las decisiones de toma de alta

importancia para el crecimiento sostenible de la empresa. Principalmente, cubre la importancia de los parámetros laborales así como la representatividad de los trabajadores cuando se van a tomar decisiones en la empresa, a tal modelo se lo llama Germano-Asiático.

El tercer modelo es un equilibrio entre el primer y el segundo modelo en donde se relacionan tanto el beneficio de los accionistas, los directores y los gerentes como también el beneficio de los controladores, sumado la importancia de los temas laborales, tal relación es conocido como un nuevo gobierno corporativo, el cual implica básicamente los principios de la OCDE. Existen diferentes enfoques para la definición de gobierno corporativo, algunos que son comunes entre sí y otros que difieren, finalmente los mismos quedan resumidos en la ejecución de principios provistos por la OCDE, los cuales se verán en el siguiente apartado.

### **2.2.2 Principios del gobierno corporativo**

Fundada en 1961, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), agrupa a 34 países miembros teniendo como objetivo promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas jurídicas alrededor del mundo, permitiendo garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo. Para ello, plantea principios que permiten homologar a las empresas que la conforman.

En el documento emitido por la OCDE (2004), se plantean los siguientes principios:

1. garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo,
2. los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad,
3. tratamiento equitativo de los accionistas,
4. el papel de las partes interesadas en el ámbito del gobierno corporativo,
5. divulgación de datos y transparencia, y
6. las responsabilidades del consejo.

Sobre el primero, se requiere establecer un marco con fundamento legal sólido y efectivo, de manera que pueda servir como base teórica para establecer las relaciones

contractuales que puedan contraer. Además, los países que deseen emplearlo, deberán necesariamente hacer un seguimiento sobre sus prácticas para corroborar que las mismas sean coherentes con la contribución de un mercado más íntegro. Por ello, el marco debe considerar la repercusión que tendrá sobre la economía, prevalecer la integridad del mercado y fomentar transparencia y eficacia. Deben estar inmersos factores legales que se encuentren alineados con el Estado, de forma que sean aplicables y fácilmente ejecutables por autoridades imparciales que prioricen el cumplimiento de la normatividad antes de sus propios intereses.

El segundo principio se refiere a los derechos de los accionistas representados mediante la adquisición de la acción, la cual asegura la propiedad hacia la empresa. Adicionalmente, le otorga poderes de participación efectiva en la toma de decisiones y cuando este sea excesivo se debe poner en descubierto con la finalidad de prevalecer que el mercado funcione de forma eficiente. El tercero hace referencia a que el marco debe garantizar un trato igualitario entre todos los accionistas y prohibir el manejo de información privilegiada que pueda perjudicar a la sociedad.

El cuarto principio se orienta a reconocer los derechos de las partes involucradas y que el marco por establecer los considere en la medida de que establezca acuerdos que genere sostenibilidad entre las empresas y su entorno, así como sanciones para cuando se vulneren los derechos de las partes interesadas. Considerar su entorno implica desarrollar mecanismos que permitan un mayor desenvolvimiento de los colaboradores y que ellos puedan expresarse respecto al incumplimiento de las normas o la existencia de prácticas ilegales.

El quinto se encuentra relacionado con la propagación de la información financiera y resultados de la empresa, tales como la misión y visión, la composición o estructura de la sociedad, la política de remuneraciones, las operaciones de empresas vinculadas, posibles riesgos que se puedan detectar en el sector y aspectos relativos a los empleados. La

información deberá ser elaborada de acuerdo a las normas internacionales para la presentación de documentación financiera y no financiera, los cuales serán auditados por parte de profesionales calificados e imparciales, con el objetivo de brindar un informe que refleje la situación real de la empresa. Esta debe ser comunicada mediante canales a los que puedan acceder los usuarios interesados.

Entre las responsabilidades del consejo, se encuentra la supervisión y el control que se debe ejercer al equipo directivo, para ello deberán disponer de información precisa y completa, caracterizándose por un trato justo con todas las partes involucradas y prevaleciendo un alto nivel de la ética en todas sus acciones. El consejo se encontrará en la capacidad de poder emitir juicios, los cuales deben ser objetivos sobre los potenciales conflictos que puedan generarse, para lo que se requiere bastante transparencia en cuanto a su composición y procedimientos. La aplicación de los principios por los diferentes países deben recoger el verdadero contexto en el que las empresas se desarrollan, así como estar adaptados a los acontecimientos generados en el mercado con la finalidad de poder disminuir la actividad delictiva y dificultar su proliferación. Se deben considerar tanto el entorno interno como externo en una empresa, ya que ello permite contemplar un panorama holístico del impacto de ejecutar un concepto de gobierno corporativo sobre las mismas.

En Perú, la Superintendencia de Mercado de Valores ha elaborado, en conjunto con 14 instituciones públicas y privadas, el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, tomando como base lo publicado por la OCDE, que permite regular a las empresas sobre un comportamiento ético y así desarrollar un mercado caracterizado por el cumplimiento de valores. En el año 2013, se publica el documento, el cual se encuentra estructurado bajo cinco pilares: (a) derechos de los accionistas, (b) junta general de accionistas, (c) el directorio y la alta gerencia, (d) riesgo y cumplimiento, y (e) transparencia de la información. Cada uno de ellos incluye un número de principios, los cuales son claves

para generar una economía más eficiente en la que prime la confianza por parte de los inversionistas y la generación de una sociedad en valores (ver Tabla 2). Tabla 2.

*Pilares y principios del Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas (2013)*

Pilar I: Derechos de los accionistas	<b>Principio 1: Paridad de trato</b>	Se reconoce un trato equitativo entre todos los miembros del accionariado.
	<b>Principio 2: Participación de los accionistas</b>	La sociedad debe otorgar participación y derecho a voto por parte de los accionistas.
	<b>Principio 3: No dilución en la participación en el capital social</b>	Se debe elaborar un informe que recoja las propuestas que puedan interferir con el derecho de no dilución.
	<b>Principio 4: Información y comunicación a los accionistas</b>	Los accionistas tienen el derecho de recibir información de calidad y oportunamente.
	<b>Principio 5: Participación en dividendos de la sociedad</b>	Se debe contar con una política de dividendos, la cual está sujeta a la verificación de su cumplimiento.
	<b>Principio 6: Cambio o toma de control</b>	Los accionistas pueden participar de las ofertas públicas de adquisición.
	<b>Principio 7: Arbitraje para solución de controversias</b>	Cualquier disputa entre accionistas puede estar sometida a un arbitraje.
Pilar II: Junta general de accionistas	<b>Principio 8: Función y competencia</b>	Existen funciones indelegables como la aprobación de las políticas, de los estados financieros y nombramiento de miembros del directorio.
	<b>Principio 9: Reglamento de junta general de accionistas</b>	En el reglamento, se expresan las condiciones y procedimientos para el nombramiento de los miembros del directorio.
	<b>Principio 10: Mecanismos de convocatoria</b>	Se establecen mecanismos de comunicación para convocar a todos los accionistas.
	<b>Principio 11: Propuestas de puntos de agenda</b>	Se pueden proponer puntos a tocar en la agenda de las juntas de accionistas.
	<b>Principio 12: Procedimientos para el ejercicio del voto</b>	La sociedad debe establecer procedimientos para que los accionistas se encuentren habilitados a ejercer su derecho al voto.
	<b>Principio 13: Delegación de voto</b>	Se puede delegar el derecho a voto por parte del accionista. En caso de ser un miembro de la gerencia, podrá emitir su voto siempre que no se genere conflictos de intereses.
	<b>Principio 14: Seguimiento de acuerdos de junta general de accionistas</b>	A través de un área específica, se realizan seguimientos a los acuerdos planteados en la junta general de accionistas.

Tabla 2.

*Pilares y principios del Código de Buen Gobierno Corporativo de las Sociedades Peruanas (2013) (continuación)*

Pilar III: El directorio y la alta gerencia	<b>Principio 15: Conformación del directorio</b> Se encuentra compuesto por personas con diferentes competencias y se determina el número en el estatuto. Se divulgan sus nombres y sus respectivas hojas de vida.
	<b>Principio 16: Funciones del directorio</b> La principal función es dirigir la estrategia general que tendrá la sociedad, así como supervisar la aplicación de las prácticas de buen gobierno corporativo.
	<b>Principio 17: Deberes y derechos de los miembros del directorio</b> La labor por parte del directorio debe ser de buena fe y actuando bajo estándares de calidad.
	<b>Principio 18: Reglamento de directorio</b> Existe un reglamento para el cumplimiento de los procedimientos y el accionar para en caso exista incumplimiento de los mismos.
	<b>Principio 19: Directores independientes</b> Al menos un tercio de directores debe estar constituido por miembros independientes y desvinculados de la sociedad.
Pilar III: El directorio y la alta gerencia	<b>Principio 20: Operatividad del directorio</b> El directorio debe contar con un esquema de trabajo que permita desempeñar eficientemente sus funciones. La sociedad deberá asegurar que los directores cuenten con los medios para participar de las sesiones.
	<b>Principio 21: Comités especiales</b> Existirán comités especiales para ver temas importantes que impacten en el desempeño de la organización y se encontrarán liderados por los directores independientes.
	<b>Principio 22: Código de ética y conflictos de interés</b> Se debe contar con un código de ética, el cual será exigido en la ejecución de sus funciones. Los directores deben abstenerse de participar o verse involucrados en temas que generen conflicto de intereses. Asimismo, la sociedad establecerá mecanismos que permitan denunciar algún comportamiento delictivo, manteniendo en discreción la identidad del informante.
	<b>Principio 23: Operaciones de partes vinculadas</b> Se consideran operaciones realizadas a nivel grupal, es decir, de empresas afiliadas.
Pilar IV: Riesgo y cumplimiento	<b>Principio 24: Funciones de alta gerencia</b> La alta gerencia cuenta con autonomía para el desempeño de sus funciones, las cuales se encuentran dentro de lo establecido por el directorio. El directorio evaluará periódicamente su gestión frente a los objetivos trazados para la compañía.
	<b>Principio 25: Entorno del sistema de gestión de riesgos</b> El directorio definirá los riesgos presentes en el entorno, mientras que la alta gerencia será la encargada de supervisarlos periódicamente y establecer un sistema de control, el cual será ejecutado por un comité de auditoría.
	<b>Principio 26: Auditoría interna</b> Se realizarán labores de auditoría de manera que se asegure la confiabilidad de la información financiera y el correcto cumplimiento normativo.
Pilar V: Transparencia de la información	<b>Principio 27: Auditores externos</b> Las auditorías externas evaluará la efectividad del sistema de control interno.
	<b>Principio 28: Política de información</b> El directorio establecerá en el estatuto, los mecanismos de la propagación de la información hacia los miembros de la sociedad, mientras que el directorio se asegurará de que dicha información sea entregada de manera oportuna.
	<b>Principio 29: Estados financieros y memoria anual</b> La sociedad presentará su información financiera, rigiéndose a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). El directorio aprobará las memorias anuales a publicarse para disposición de la sociedad.
	<b>Principio 30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas</b> La sociedad informará acerca de su estructura y composición.
	<b>Principio 31: Informe de gobierno corporativo</b> Se divulgarán las acciones adoptadas respecto a la aplicación del buen gobierno corporativo.

*Nota.* Adaptado de Gobierno Corporativo en las empresas familiares peruanas: Caso de estudio en el sector textil, por Calderón, C., Goldstein, V., y Vejarano, A., 2007.

Por su lado, la Corporación Andina de Fomento promueve algunos lineamientos, los cuales fueron publicados en el año 2004 y participaron en su elaboración países tales como Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela. Se encontraba conformado por 51 medidas que estaban agrupadas en seis aspectos: (a) derechos y trato equitativo de los accionistas, (b) la asamblea general de accionistas, (c) el directorio, (d) el control y la información de los estados financieros, (e) informe anual de buen gobierno corporativo, y (f) previsión en los estatutos sociales del arbitraje como forma de arreglo de controversias.

Sin embargo, para el Centro de Estudios de Mercados de Capitales Financieros (MC&F), los lineamientos no son relevantes a todas las compañías, siendo únicamente 20 aplicables a empresas de menor magnitud, agrupadas en tres bloques: (a) derechos de propiedad, (b) el Directorio y la gerencia, y (c) transparencia. Con respecto al derecho de propiedad, éste según MC&F (2005, p. 13) se refiere a “verificar si los accionistas y demás participantes pueden hacer ejercicio pleno y oportuno de sus derechos de propiedad” para lo cual deben contener una adecuada estructura de propiedad, derecho a voto, política de dividendos, entre otros factores. En segundo lugar, el bloque referido al directorio y la gerencia busca verificar la existencia de esquemas de dirección bien delimitados, por ejemplo se revisa el tamaño y la composición del directorio, así como la independencia de sus miembros y la política de renovación de los directores. En cuanto a la gerencia, se realiza un análisis de los mecanismos de designación, planes de sucesión, vinculación con el directorio, entre otros. Por último, el bloque relacionado a transparencia ayuda a verificar si es que la información que brinda la empresa al mercado es suficiente, confiable y oportuna.

Recientemente, la CAF ha definido cinco nuevos grandes pilares de gobierno corporativo, los cuales recopilan solo 43 lineamientos y se encuentran relacionados a los principios considerados por la OCDE. Los cinco pilares que define la CAF (2013) son los siguientes: (a) derechos y trato equitativo de accionistas, (b) la asamblea general de

accionistas, (c) el directorio, (d) arquitectura de control, y (e) transparencia de información financiera y no financiera.

### **2.2.3 Gobierno Corporativo en el Perú**

En el desarrollo del concepto de gobierno corporativo en el Perú, el papel protagónico lo realiza la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev), organismo de regulación y supervisión del mercado de valores peruano denominado Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en la actualidad. En el 2002, la Conasev establece un marco referencial para la implementación de las buenas prácticas de gobierno corporativo dentro del contexto peruano mediante el documento denominado “Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas”, el cual toma como punto de referencia a los Principios de Gobierno Corporativo emitidos por la OCDE, “considerando las características particulares de las sociedades peruanas, su estructura accionaria y el marco legal en que se desarrollan” (como se cita en Marquina et al., 2016).

Posteriormente, se emitieron dos resoluciones vinculadas al tema, la Resolución de Gerencia General N° 096-2003-E-F./94.11 y la Resolución de Gerencia General N° 140-2005-E-F./94.11. La primera de ellas establece 26 principios de buen gobierno corporativo, los cuales debían ser cumplidos por todas aquellas empresas inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores y emitir una calificación respecto al desempeño de los mismos expresados en las memorias anuales como anexos (Marquina et al., 2016). El apartado debía tener como nombre “Información sobre el Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas” y regía a partir del 1 de enero del 2005. No obstante, los resultados obtenidos mostraron deficiencia dado que se trataba de una autoevaluación y, por consiguiente, no se encontraba sustento sobre las calificaciones.

Como resultado de lo acontecido, se emite la segunda resolución, la cual contiene una plantilla de información modificada, que incorporaba preguntas acerca de la consistencia de

la evaluación. De esta manera, la Conasev constituye un rol fundamental, dado que viene revisando la información brindada por las empresas e implementando mejoras para obtener información fehaciente acerca de la aplicación de un buen gobierno corporativo.

Adicionalmente a las medidas establecidas por la Conasev, la Bolsa de Valores de Lima (BVL) aporta con el denominado Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), el cual fue difundido desde el 2008 y está conformado por las acciones de las empresas que mantienen un estándar considerable de buen gobierno corporativo (Marquina et al., 2016). La BVL evalúa en junio a las empresas que formaran parte del IBGC, basándose en tres criterios. El primero es el *scoring* que “mide el grado de adhesión de las empresas a los principios de buen gobierno corporativo” (p. 182). El segundo de ellos es la liquidez mínima que deben tener las acciones de una empresa. Finalmente, el criterio de la selección de valores, el cual consiste en elegir como mínimo ocho o máximo diez acciones con el mayor puntaje.

Por lo expuesto, se puede concluir que se han desarrollado no solo acercamientos hacia el tema, sino que se ha empezado a regular el contexto peruano acerca del cumplimiento de los principios de gobierno corporativo.

#### **2.2.4 Buen Gobierno Corporativo y la Generación de Valor**

El buen gobierno corporativo brinda diversas reformas que permiten obtener beneficios a los que conforman el accionariado de las empresas, teniendo como objetivo principal la generación de valor que sirve como herramienta de estrategia para la toma de decisiones que condesciende en la multiplicidad de las operaciones que se realizan en una compañía.

Aguñaga (2015) señaló que “existen modelos aplicables al momento de la implementación de prácticas de gobierno corporativo, sin embargo, lo importante es saber integrar estos elementos para direccionar los esfuerzos y generar valor en las compañías”.

Barbosa, Piñeros y Noguera (2013), mencionaron que la generación de valor implica entonces, para los ejecutivos, buscar la eficiencia, la innovación y la satisfacción de los intereses de los propietarios. La cuestión, entonces, es estructurar un modelo que dirija al agente a proteger los intereses del principal, para lo cual el gobierno corporativo aporta los elementos centrales (Tovar, 2008).

En este contexto, el buen gobierno corporativo constituye una herramienta estratégica para la generación de valor. En ese sentido, Paz (2004) escribió “los estudios econométricos disponibles en el momento actual confirman, todos ellos en términos estadísticamente significativos, que las reglas o cláusulas de buen gobierno voluntariamente asumidas determinan un incremento del valor de la empresa”.

Adicionalmente a lo mencionado, Yepes (s. f.) mencionó que “con el Gobierno Corporativo se ha creado un nuevo lenguaje. Hablamos de trato justo, equidad, igualdad, respeto, transparencia, aplicados a las relaciones con los accionistas y con los grupos de interés como empleados, clientes, proveedores, autoridades y demás”. Se concluye que el gobierno corporativo, en efecto, genera valor a las organizaciones que lo aplican.

En consecuencia, tener un buen gobierno corporativo en una empresa permite ampliar la visión para generar valor en las operaciones que realiza, lo que permite ejecutar gestiones eficientes para maximizar beneficios con el aporte de todo aquel que forma parte de una entidad.

### **2.2.5 Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social**

En la actualidad, existen empresas que aplican el buen gobierno corporativo en sus actividades; sin embargo, con la finalidad de lograr sus objetivos no consideran las consecuencias de las operaciones que ejecutan; por ello, obtiene resultados desagradables que, en muchas de las ocasiones, afectan los resultados financieros, la integridad de la empresa y a terceros.

De acuerdo con Schvarstein (2015), actualmente en la sociedad hay una necesidad insatisfecha, que se basa en un desequilibrio entre lo social por parte de la población y lo económico por parte de las empresas, lo cual ha generado una actualizada noción en cuanto a la responsabilidad social. Lo que se busca es tener tanto una armonía entre las necesidades de los integrantes de la organización, lo cual implica el entorno interno de la empresa como también con los miembros de la comunidad, que, a su vez, implica tener satisfecho al entorno externo de la empresa, es decir a la comunidad.

Es por ello que es vital considerar la responsabilidad social para un óptimo buen gobierno corporativo. Según el informe de Deloitte (2009), en la aplicación de la responsabilidad social es importante que los órganos de gobierno de las entidades realicen una reflexión estratégica que, a partir de las necesidades de sus grupos de interés, les permita responder con fuertes compromisos, y con la definición de sus valores y compromisos como una empresa socialmente responsable. Asimismo, según el informe de Deloitte (2009), se debe diseñar una estructura de gobierno corporativo dentro de la organización con la finalidad de establecer los más altos estándares de gobernabilidad que faciliten a la empresa un comportamiento de forma responsable ante la sociedad con la finalidad de agregar valor.

Realizar las operaciones de comercialización, laboral, gestión y otros, considerando la responsabilidad empresarial en una compañía, permitirá obtener credibilidad en una sociedad llena de ambigüedad. Asimismo, se lograrán maximizar los beneficios que traerá consigo al implementar la responsabilidad empresarial en todas las áreas de una compañía, lo que se obtendrá beneficiar al ente externo e interno en su ámbito de ejecución.

### **2.3 Valor de una empresa**

Desde un punto de vista complejo o simple, o desde un accionista con conocimientos financieros o no; todo empresario en algún momento se cuestionó el valor de su empresa. Por ello, es determinante que el accionista de la empresa tenga conocimiento de los

mecanismos de valuación de empresas, pues sin ese dato no podrá ser frente a cualquier negociación de compra, venta, fusión o cambio de estrategias para mejorar la empresa.

Damodaran (1999), citado por Chu (2011), definió el valor de la empresa como “el valor presente de todos los flujos de caja esperados, a una tasa de descuento que refleje el riesgo de los proyectos de la empresa y la mezcla de financiamiento que se utilizó” (p. 18). Medina (2011), citado por Sosa (2014), sostuvo que el valor objetivo de una empresa es imposible de alcanzar desde un punto de vista real. Sin embargo, coincidió con Damodaran en que es posible determinar el valor subjetivo mediante el cálculo de los flujos económicos que se espera obtener. Agregó que el valor de una empresa depende de “las expectativas de ganancia que un agente económico tiene por ella, que finalmente en una transacción de compra-venta mediante la propuesta del valor máximo de la empresa por parte del vendedor y de la oferta del comprador, llegarán finalmente al precio” (p. 43).

El precio de una empresa hace referencia a una transacción comercial, y para ello es importante profundizar el concepto de valoración de empresa, Parra (2013) mencionó que “la valoración de empresas es un proceso en el que se les asignan cifras a eventos o hechos económicos de acuerdo a propósitos particulares que permiten dar a conocer la recuperación del capital invertido en un tiempo determinado” (p. 86). Calvo y Osma (2014) indicaron que “el principio general de la valoración de empresas es que cuando se compre una empresa, lo que se compre es un negocio” (p. 4), respecto al concepto de valoración de empresa mencionan que “puede entenderse como la contabilización del valor futuro” (p. 4).

La valorización responde a los motivos que pueden ser venta total, venta parcial, fusión entre otras. Noussan (2012) mencionó otro motivo importante para determinar el valor de la empresa, identificar las fuentes de creación y destrucción del valor financiero. Afirmó, además, la diferencia que existe entre el valor y el precio: el valor incluye una proyección de flujos económicos que generará la empresa y una tasa de rentabilidad requerida por los

inversores, a diferencia del precio, que incluye las expectativas de crecimiento de los beneficios futuros. “Una expectativa positiva sobre los beneficios futuros hará que el inversor esté dispuesta a pagar un precio más alto” (p. 28).

### **2.3.1 Métodos de valoración de empresas**

Teniendo como premisa lo expuesto en el apartado anterior, surge la pregunta ¿cómo valorar una empresa? Mediante métodos de valoración. El método hace referencia al conjunto de estrategias que se aplican para lograr un objetivo, que en este caso sería lograr encontrar el valor de una empresa; teniendo como premisa que se deben considerar los valores financieros y no financieros de la misma. Los métodos permiten al valorador tener seguir una misma secuencia en el proceso de valoración según el método elegido por consiguiente los resultados pueden ser comparables.

Entre los métodos de valoración más sencillos, está el método de los comparables que consiste en tres etapas. Calvo y Osma (2014) lo mencionaron:

- (1) identificar empresas cotizadas comparables a la empresa que se pretende valorar,
- (2) identificar una cifra representativa de la creación de valor y (3) calcular el múltiplo mediano con el que cotizan esas empresas, una vez identificado dicho múltiplo lo aplicaríamos a las cifras de la empresa que nos interesa valorar. (p. 6) Otro método es el de la valoración basada en activos, teniendo como premisa que los

activos son bienes y derechos controlados por la empresa de los que se espera recibir un beneficio económico. Este método toma como valor inicial el valor de activo neto, realizando correcciones, para “(1) incorporar activos netos que no están en el balance (como ciertos intangibles); (2) corregir el valor de activos netos que sí figuran en el balance” (Calvo & Osma, 2014, p. 6). Este método permite realizar la valoración al valor razonable, y se puede aplicar con mayor idoneidad en las empresas en las cuales los activos netos que poseen representan la capacidad de creación de valor, es decir, en su mayoría en empresas

industriales.

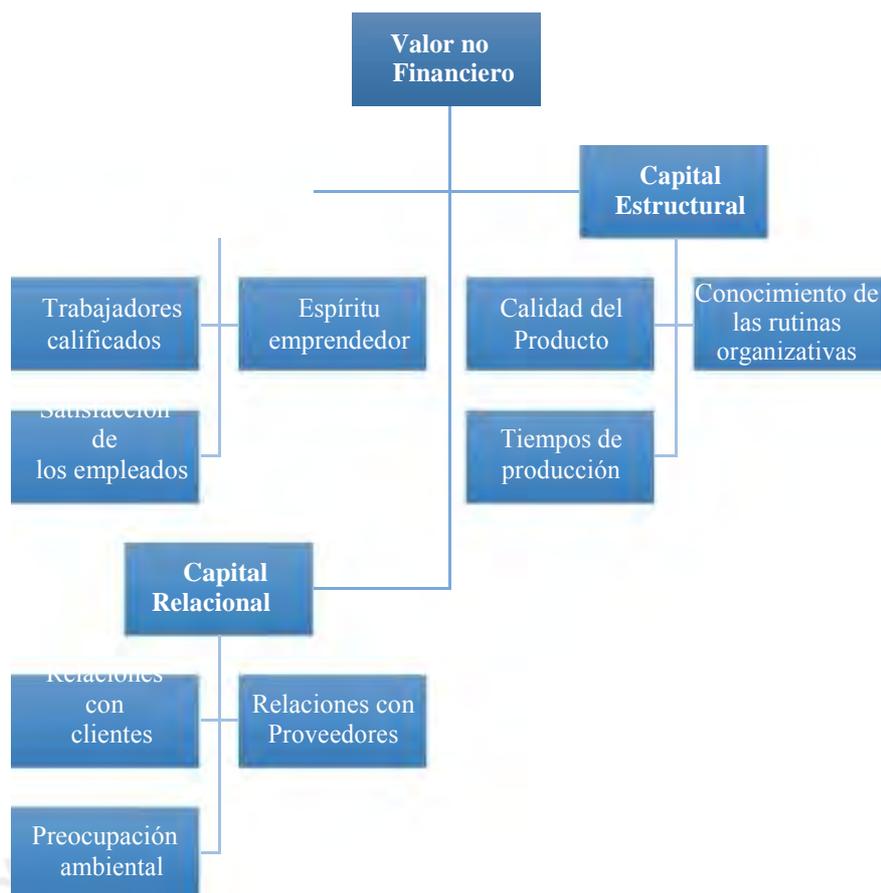
Fernández (2008) recomienda que el mejor método para valorizar empresas es descontar los flujos de fondos futuros, ya que el valor de una empresa proviene de su capacidad de generar dinero. Este método se basa en las proyecciones de flujo futuros, detalladas por cada partida financiera y descontadas a una tasa según el riesgo de dichos flujos. Santibañez, Gómez y Goicochea (2016) concordaron con Fernández en el sentido de que el método de flujo de caja permite conectar la actividad real y financiera utilizando las variables fundamentales propias de la empresa.

### **2.3.2 Valor no Financiero**

Teniendo como premisa que las empresas se constituyen para generar valor a partir de sus recursos, y agregando que existen variables no cuantitativas que cumplen este cometido, es determinante conocer más sobre el valor no financiero de las empresas, aunque esta investigación está enfocada en la creación del valor financiero, consideramos que es importante agregar esta información para tener un panorama completo del valor de una empresa.

Sucede que siempre existe un diferencial entre el valor contable y la valoración patrimonial del mercado, a lo cual Bueno (1998) lo llamó activo intangible, que sería un sinónimo del valor no financiero. A diferencia de Bueno, Mesén (2012) denominó al valor no financiero capital intelectual y consideró que es vital para el desempeño y gestión empresarial. Afianza este concepto, afirmando que el capital intelectual genera en las empresas una ventaja competitiva que ayuda a la empresa a ser sostenible en el tiempo.

Respecto a la clasificación de los valores no financieros Guerrero, Gómez y Fruct (2013) mencionaron tres secciones bien definidas: (1) capital humano, (2) capital relacional y (3) Capital estructural, según se muestra en la Figura 4.



*Figura 4.* Desagregación de la creación de valor en la valoración de inversiones productiva. Adaptado de “La Valoración de inversiones productivas: Una aproximación metodológica basada en la creación de valor financiero e intelectual” (p. 1155)

Palomo (2003) mencionó que la evaluación de los activos no financieros responde a un modelo de evaluación de activos y la aplicación del modelo debe empezar con la definición del objetivo del modelo, seguido por la identificación de los niveles de la organización, los tipos de actividad y, finalmente, los indicadores para medir el valor agregado de los mismos. Por otro lado, desde un enfoque contable, Castellanos (2015) propuso la aplicación del valor razonable en la medición de activos no financieros utilizando las siguientes NIC: Propiedad planta y equipo NIC 16, propiedades de inversión NIC 40 y activos intangibles NIC 38.

### 2.3.3 Valor Financiero

El conocimiento del valor financiero, sin duda, aporta al valor de una sociedad una

mayor educación financiera lleva a las personas a tomar mejores decisiones, esta tarea no es una responsabilidad solo del individuo a pie, sino es una tarea colectiva que involucra las instituciones, el estado entre otros. El valor financiero, siendo una variable cuantitativa, requiere de la persona que los estudia una familiaridad natural con las cifras numéricas, siendo que todas las cifras transmiten información, podríamos decir son como símbolos de los sucesos que ocurren en este caso en una empresa.

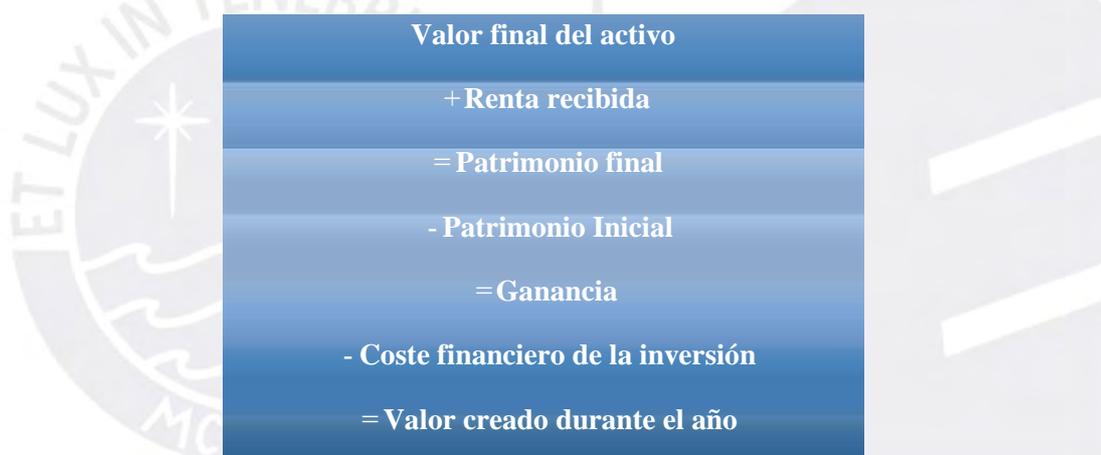
La Real Academia Española (2014) define valor desde el punto de vista económico como títulos representativos o anotaciones en cuenta de participación en sociedades, de cantidades prestadas, de mercaderías, de depósitos y de fondos monetarios, futuros, opciones, etc., que son objeto de operaciones mercantiles. Por otro lado, Rodríguez (2005) definió al valor financiero desde un punto de vista económico como la unión de la cuantía monetaria y el grado de liquidez, agrega que es una magnitud compleja binaria que se representa como (C,T) denominado capital financiero. Guerrero, Gómez y Fruet (2013) afirmaron que el primer componente de una empresa es el capital financiero o valor financiero, y este es abordado por la teoría financiera clásica. El valor financiero hace referencia puntualmente a los datos cuantitativos de una empresa, es decir, lo que sus indicadores financieros, tales como ROA, ROE, EVA, entre otros, muestran a partir de los estados financieros de la misma.

**2.3.3.1 Creación de valor financiero.** La razón por la que un grupo de personas forma una empresa es la creación de valor financiero. Este objetivo vincula a todas las áreas de la empresa en una misma dirección. Las empresas realizan tres tipos de actividades desde el punto de vista del flujo económico, actividades relacionadas con la financiación, inversión y explotación o actividad operativa y se espera que cada una cree valor.

Rappaport (2006) hizo referencia a la idea primaria de que las empresas deben generar valor, mencionando que aceptación generalizada que los directivos son responsables de aumentar valor a la compañía en los Estados Unidos se dio a partir de la publicación de *La*

*creación de valor para el accionista* en 1986 agrega a su vez que, “en la próxima década, será muy probable que el valor de los accionistas se convierta en el patrón mundial para medir la rentabilidad de la empresa” (p. 19). A su vez, Hill y Jones (2011) mencionaron que maximizar los rendimientos ha adquirido una renovada importancia y cada vez son más los empleados se convierten en accionistas de las empresas que trabajan.

La definición de creación de valor es expuesta por Lira (2014), quien mencionó que en términos sencillos que “crear valor” significa que el inversor espere que sus ganancias sean mayores de lo que espera recibir. Por otro lado, Pérez-Carballo (2007) definieron la creación de valor financiero como el aumento de la riqueza del accionista de forma duradera, lo que implica que el patrimonio al término de un periodo sea superior al patrimonio inicial del mismo periodo, según muestra la Figura 5.



*Figura 5.* Cálculo del valor creado.

Adaptado de *¿Qué es crear valor para el accionista?*, por Pérez-Carballo (2007, p.19)

Existen distintos factores para la creación de valor financiero. Miralles, Del Mar y Daza (2014) mencionaron que uno de los factores es la reputación de los accionistas, considerando la buena reputación mejora la satisfacción de los intereses de los *stakeholders*, otros de los beneficios son: mayor acceso a recurso financieros, atractivo para clientes y proveedores, mejores precios de productos y finalmente un respaldo para momentos de crisis. Otro factor relacionado al mencionado es la responsabilidad social. Por otro lado, Méndez y

Peralta (2014) sostuvieron que uno de los principales impactos en la creación de valor es la confianza generada en los inversionistas, agrega también que la maximización de la riqueza no debe alejarse de la búsqueda del bienestar de la sociedad, y afirmaron que la responsabilidad social.

Respecto al proceso para crear valor Arão (2010) consideró que ello responde al requerimiento de cada grupo de interés, menciona además que la creación de valor se da “mediante la producción de innovaciones estratégicas en los productos, los procesos y los modelos de negocio” (p. 82). Sin embargo, la creación de valor financiero según Copeland, Koller y Murren (2004), citado por Chu (2011), mencionó que se obtiene siempre y cuando la rentabilidad del capital invertido sea superior al costo de oportunidad del capital.

Definitivamente, la creación de valor en un contexto adecuado es mucho más sencillo que un contexto de crisis, en un contexto de crisis lograr que una empresa genere valor y sea objeto de inversión por parte de inversionistas es una tarea que implica considerar otras variables que en un contexto de auge no se tomarían en cuenta, Ramírez y Romero (2014) plantean requisitos enfocados en cuatro aspectos: (1) financieros, (2) de producción (3) de mercado y (4) en gestión con la finalidad de lograr la sostenibilidad de la empresa y con ello permita graficar su presente y prospectar el futuro.

Ahora bien, ¿cómo medir la creación de valor financiero? Chu (2011) mencionó que existen dos paradigmas: (1) mediante las técnicas del presupuesto del capital invertido, que toma como referencia el descuento del flujo de caja, y (2) la medición a través de indicadores financieros sustentados en la información financiera de la empresa expresada en sus estados financieros y las notas a los estados financieros. Esta investigación utilizará el segundo método expuesto.

**2.3.3.2 Indicadores de Valor Financiero.** Las decisiones en una organización se toman a partir de información financiera, y ella es elaborada a partir de los estados

financieros mediante indicadores financieros. Estos estados financieros se denominan Estado de Resultados, Estado de Situación Financiera, Estados de cambios en el Patrimonio Neto, Estado de Flujo de Efectivo; los más usados son los dos primeros. Cada estado financiero tiene características diferentes en estructura, en partidas contables y en tiempo de la data recopilada. Por ejemplo, el estado de situación financiera presenta información acumulada desde la creación de la empresa; además, muestra el equilibrio entre lo que posee la empresa frente a su financiamiento.

Existen métodos para analizar los estados financieros, de los cuales los más usados son el análisis vertical y horizontal. Dumrauf (2013) explicó que el primer método mencionado consiste en “determinar la participación relativa de cada rubro sobre una categoría en común que los agrupa” (p. 53). Respecto al análisis horizontal menciona a su vez, que “permite establecer tendencias para los distintos rubros del balance y del estado de resultados, estableciendo comparaciones contra un año determinado” (p. 55).

Respecto a la definición de los indicadores financieros, Dumrauf (2013) señaló que la relación de las variables permiten a la administración de las empresas tomar decisiones en función de parámetros financieros calculados en un tiempo determinado, es importante considerar que un indicador financiero logra el objetivo cuando se lo compara con indicadores de periodos pasados o con indicadores financieros de empresas del mismo sector, si no hay comparación no se puede determinar si el indicador es bueno o malo.

Esquivel y Alfonso (2010) propusieron dos indicadores “vanguardistas” el Capital de Trabajo de Referencia y el Índice de suficiencia. El primer indicador toma como base el ratio de liquidez general AC/PC, en el que PC sería igual a AC/LG; sustituyendo se llega al CTR que sería igual a:  $AC - AC/LGo$  en el que LGo es alguno de los límites del rango considerado correcto de LG. En el caso que el  $CT > CTR$  se deben tomar acciones respecto al inventario y cuentas por cobrar que estarían generando ineficiencia en los recursos de la empresa, en el

caso de tomar acciones correctivas la empresa puede caer en insolvencia.

Para evaluar que el monto de CT en la empresa es satisfactorio, se agrega un nuevo indicador financiero, como se menciona en el párrafo anterior, el índice de suficiencia (IS); la expresión que define el IS es  $CT/CTR$ . Esquivel y Alfonso (2010) mencionaron que si el IS posee valores alrededor de uno, el capital de trabajo es óptimo y da una imagen de una empresa financieramente saludable, en caso de ser menor a la unidad la empresa posee poco capital de trabajo y sucede lo contrario cuando el indicador es superior a la unidad.

Sin embargo, existen clasificaciones muchos más estructuradas de los indicadores Cardona, Martínez, Velásquez y López (2015) en su estudio sobre empresas colombianas del sector manufacturero del cuero y marroquinería utilizan los indicadores financieros y los ordena de la siguiente manera: indicadores de liquidez, indicadores de actividad y rotación, indicadores de rentabilidad, indicadores de endeudamiento y finalmente indicadores de valor. Caballero Bustamante (2009) realizó un informe especial sobre este tema y realiza la siguiente clasificación que desarrollaremos en los siguientes párrafos.

Respecto a los indicadores de liquidez, considerando que miden la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones financieras tanto al corto como al largo plazo, mediante la conversión de sus activos en liquidez o efectivo. El autor consideró las siguientes ratios: razón corriente o circulante ( $\text{activo corriente} / \text{pasivo corriente}$ ), prueba ácida ( $\text{activo corriente} - \text{existencias} - \text{gastos pagados por anticipado} / \text{pasivo corriente}$ ) y ratio de margen de seguridad ( $\text{activo corriente} - \text{pasivo corriente} / \text{pasivo corriente}$ ).

Un indicador relacionado al efectivo es también el *free cash flow* (FCF), el flujo de fondos libres que corresponde según Terra (2008) al flujo de fondos operativos de una empresa, retándole el financiamiento, después de impuestos. Es decir, el sobrante que quedará en la empresa luego de haber cubierto las necesidades operativas, las inversiones y las cargas financieras. Ruiz y Gómez (1995) mencionan que este indicador es un subproducto

del estado de flujo de caja siendo igual a flujo de caja de actividades operacionales menos gastos de capital menos dividendos.

Seguidamente los indicadores de solvencia, considerando que estos indicadores que pretenden mostrar en grado de participación de los terceros dentro del financiamiento de la empresa brindando de esta manera una idea de la autonomía financiera con la que cuenta. El ratio de endeudamiento patrimonial (pasivos totales / patrimonio) muestra el grado de compromiso del patrimonio para los acreedores de la empresa; endeudamiento del activo total (pasivos totales / activos totales)

Respecto a los indicadores de gestión, teniendo como premisa que estos ratios miden la productividad y la eficiencia del uso que hace la empresa de sus activos mediante el nivel de rotación de los componentes del activo, mencionaremos dos de los ratios más resaltantes: rotación de efectivo o equivalente efectivo (efectivo y equivalente de efectivo \* 360 días / Ventas Netas), rotación de inventario (inventarios \* 360 días / costo de ventas), rotación de cuentas por cobrar (ventas al crédito / promedio de cuentas por cobrar) y rotación de cuentas por pagar (compras al crédito / promedio de cuentas por pagar)

Finalmente, se profundizará el estudio de los indicadores relacionados con la rentabilidad y creación de valor. El indicador enfocado a la creación de valor es EVA (*economic value added*), este indicador “pretende medir la creación de valor durante un periodo específico” (Chu, 2011, p. 39). Asaf (2010), citado por Vásquez-Carranza, Rech, Da Motta, Tavares y Miranda (2017), mencionó que toda decisión que cubra los costos de capital invertido agrega valor a la empresa; este valor es incorporado al mercado mediante el precio de las acciones generando riqueza a los accionistas.

EVA se originó en respuesta al requerimiento de incorporar en los indicadores financieros el costo de oportunidad como parte de la evaluación de la creación de valor, sin embargo, con el tiempo se ha convertido en indicador más enfocado en el desempeño.

Respecto al cálculo del indicador, EVA resulta de la resta de la utilidad operativa después de impuestos menos el costo de los activos operativos entre el costo de capital, es decir la utilidad que genera la empresa menos la que debería generar. León (2003) citado por Medina (2016) menciona que EVA también puede entenderse por el valor generado de los activos netos restando el costo de capital.

Otros indicadores de rentabilidad: ROA (*return on asset*), expresa la rentabilidad generada a partir del total de los activos, Ross, Westerfield y Jaffe (2012) definieron ROA como la medida de la utilidad por cada dólar o sol de activo; un ratio bajo podría ser ocasionado por una alta capacidad ociosa o a un mal manejo de la liquidez, lo opuesto se da cuando hay buen rendimiento en las ventas y de la inversión realizada. Este indicador se calcula como sigue:

$$ROA = \frac{\text{Ganancia Neta}}{\text{Activos Totales}}$$

ROE (*return on equity*) mide la rentabilidad de los aportes de los accionistas, el accionista espera obtener una rentabilidad de su inversión inicial superior a la que puede obtener en otra actividad con menor riesgo. Ross, Westerfield y Jaffe (2012) señalaron que el ROE “sirve para medir cómo les fue a los accionistas durante el año. Debido a que la meta es beneficiar a los accionistas, el ROE es, en el aspecto contable, la verdadera medida del desempeño en términos de renglón de resultados” (p. 55). Este indicador se calcula, como sigue:

$$ROE = \frac{\text{Ganancia Neta}}{\text{Patrimonio}}$$

Otro indicador financiero es la Q de Tobin. Montoro y Navarro (2010) los definieron como un ratio financiero que refleja el valor que le atribuye el mercado a una organización respecto a su costo de reposición. Langebaek y Ortiz (2007) mencionaron que este indicador es la relación del valor de mercado al valor en libros de las empresas. Finalmente, Tobin (1969), citado por Alonso y Bentolila (1991), afirma que “deriva de una relación unívoca entre la tasa de inversión de la empresa y el cociente entre el valor para la empresa de una unidad adicional de capital y su coste de reposición” (p. 3); se refiere también que si este ratio es mayor que uno conviene que la empresa invierta.

Por otro lado, en cuanto al índice de lucratividad, de acuerdo con Chu (2011), es el cálculo de cada acción negociada, considerando la ganancia de capital y la entrega de utilidades, este ratio se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Índice de Lucratividad} = \frac{\text{Cotización al cierre} \times \text{Factor corrector}}{\text{Cotización base}}$$

Adicionalmente se debe considerar que la cotización base puede ser: (1) cotización al cierre del último día del año anterior, (2) cotización anterior vigente al último día del año pasado o (3) primera cotización de cierre del año en curso. Por otro lado, el factor corrector puede venir de: (a) entrega de acciones liberadas (1 + porcentaje de acciones liberadas), (b) suscripciones, (precio de mercado del último día con derecho a suscripción de capital / precio «ex derecho» de la suscripción), (c) entrega de dividendos (precio en la última fecha del último día con derecho / (precio en la última fecha del último día con derecho – dividendo en efectivo), y (d) valor contable (patrimonio / número total de acciones).

## 2.4 Sector Manufactura

### 2.4.1 Sector manufactura en Latinoamérica

Según la OCDE, el sector manufactura puede distinguirse entre los países

concentrados en bienes primarios y manufacturas enfocados en recursos naturales y los países especializados en exportar manufactura de mediana y alta tecnología entre los que se destaca Costa Rica, Brasil y México. Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial (2015), en su Informe sobre el Desarrollo Industrial, se enfocó en el rol de la tecnología y la innovación en el desarrollo industrial inclusivo y sostenible llegando a las siguientes conclusiones:

- La industrialización, una gran fuerza en el cambio estructural, traslada recursos de actividades intensivas en mano de obra a actividades más intensivas en capital y en tecnología. seguirá siendo crucial para el crecimiento futuro de los países en desarrollo.
- La participación del sector manufacturero en el producto bruto interno (PBI) se ha mantenido estable durante los últimos 40 años.
- La tecnología y los bienes de capital son los principales motores del crecimiento en las manufacturas y del crecimiento agregado tanto en países desarrollados como en desarrollo, aunque en estos últimos el uso de la energía y de los recursos naturales afecta el crecimiento en industrias de tecnología media y baja.
- La diversificación en las manufacturas puede ayudar a conseguir índices de crecimiento promedio rápido, periodos de crecimiento más largos y menos volatilidad en el crecimiento, para así sostener el crecimiento en el largo plazo.
- Las capacidades tecnológicas se cultivan en los países desarrollados haciendo avanzar las fronteras de la ciencia y la tecnología; en cambio, en los países en desarrollo se hace adquiriendo y adaptando tecnologías creadas fuera.
- Para promover la inclusión social en las manufacturas se requiere hacer coincidir la elección de tecnologías con los recursos y la dotación de aptitudes de un país.
- Mejorar la sostenibilidad ambiental de la industria puede exigir adoptar tecnologías

productivas que no son viables económicamente, aunque la rentabilidad de estas tecnologías está incrementándose con el tiempo.

La ONUDI (2015) mencionó que el mayor desafío para los países en desarrollo es sostener los procesos industrializados y consideran que la tecnología y la innovación son fundamentales para una industria exitosa. Deloitte (2015), en su informe Análisis Económico y de Industrias Latinoamérica, mencionó que las principales economías de Latinoamérica respecto a este sector, se dan en los mercados de Argentina, Brasil y México puesto que concentran el 80% de la producción de la región

#### **2.4.2 Sector manufactura en el Perú**

Tomando como base la información recogida en el censo realizado el 2007 y 2008 a 111,347 empresas del sector manufactura en el Perú Cárdenas (s. f.) hizo las siguientes inferencias respecto a las características de este sector:

Primero la actividad industrial manufacturera en el Perú es un carácter de industria ligera, entendiendo como tal aquella cuya densidad de capital (capital fijo / trabajador) presenta un indicador relativamente bajo. La segunda característica que se puede apreciar es casi insignificante desarrollo de la manufactura de bienes de capital. La tercera característica es la relativamente escasa manufactura de los principales recursos naturales nacionales. (p.15)

Respecto a la ubicación de las empresas manufactureras en el país, el 50% se encuentran en Lima Metropolitana (ver Tabla 3).

El sector manufactura es el sector con mayor peso (16%) en la conformación del PBI nacional. Durante el año 2015, la producción del sector se redujo en 1.67%. Se puede citar entre las principales causas, a la menor demanda externa de productos textiles, uno de los subsectores emblemáticos de la producción nacional, el mismo que cuenta con una larga tradición de profesionalización de la mano de obra que ha permitido el desarrollo de un

eficiente proceso productivo integral, que va desde las actividades de cultivo del algodón o de crianza y esquila de vicuñas y alpacas, hasta la hilandería, tintorería, tejido, confección y acabado de las prendas.

Tabla 3.

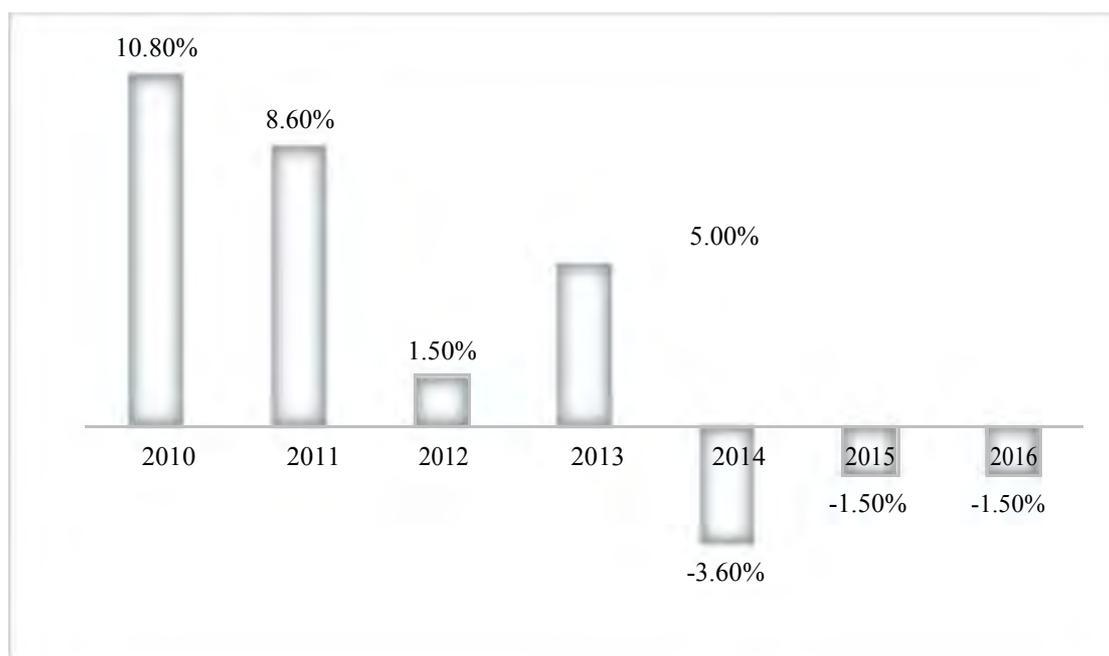
*Empresas Manufactureras por Departamento*

Orden de Magnitud	Departamento	Empresas %
1	Lima	52.52%
2	Arequipa	6.24%
3	La Libertad	4.46%
4	Junín	4.39%
5	Puno	3.10%
6	Piura	3.06%
7	Cusco	2.91%
8	Lambayeque	2.76%
9	Ancash	2.40%
10	Tacna	2.35%
11	San Martín	1.90%
12	Cajamarca	1.79%
13	Ica	1.49%
14	Loreto	1.25%
15	Ayacucho	1.07%
16	Huánuco	1.01%
17	Ucayali	0.97%
18	Moquegua	0.89%
19	Apurímac	0.69%
20	Pasco	0.54%
21	Amazonas	0.49%
22	Tumbes	0.34%
23	Huancavelica	0.33%
24	Madre de Dios	0.19%

*Nota.* Adaptado de ¿Existe aún la industria manufacturera en el Perú? *Pensamiento Crítico* por Cárdenas, G., 11, 11-32.

También fue determinante la reducción de las exportaciones de metales preciosos y no ferrosos de los países tradicionalmente demandantes: en su presentación en estado bruto a Canadá, Reino Unido, Sudáfrica, Italia y Emiratos Árabes Unidos; plata en bruto sin alear a EE. UU. y Canadá; y cátodos y secciones de cátodos de cobre refinado a China, Italia y Brasil. Cabe mencionar que la plata en bruto aleada experimentó un crecimiento debido a la mayor demanda de EE. UU, Canadá e Italia. El sector manufactura durante los últimos años ha registrado tasas de crecimiento anuales reducidas 2012 (1.3%), el 2013 (1.7%), hasta alcanzar su punto más bajo en el 2014 (-3.3%), como consecuencia de la drástica reducción

de las exportaciones principalmente de la industria textil-confecciones, industria metal mecánica, etc. Sin embargo, el Banco Central de Reserva  $\square$  en su Reporte de Inflación al mes de diciembre 2015  $\square$  señaló que el sector primario experimentó un crecimiento de 2.9%. Además, presentaba proyecciones anuales alentadoras para todo el sector para el presente año y el próximo: 2016 (1.1%) y 2017 (4.2%). Sin embargo, no se han cumplido como inicialmente se propusieron en el 2015.

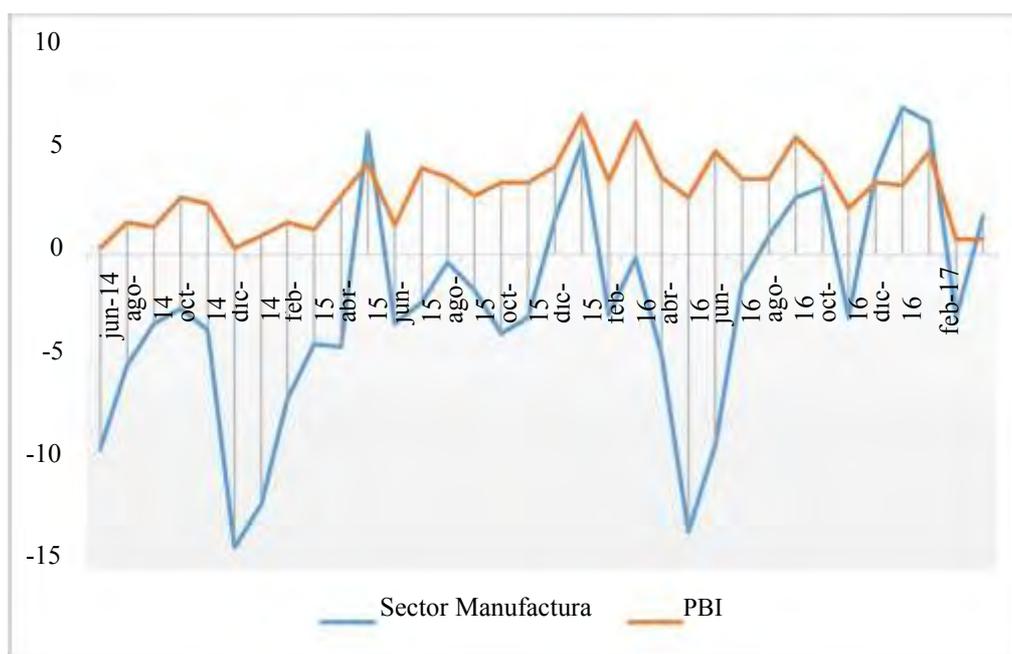


*Figura 6.* Producción manufacturera por principales grupos industriales (variaciones porcentuales, serie anual) – PBI Manufactura. Recuperado de

<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05176AA/html>

La Figura 7 muestra la variación del sector manufactura y el PBI, El Comercio (2017) en su informe presentado por Viviana Gálvez menciona que la Sociedad Nacional de Industria (SNI) prevé que el sector manufactura crezca en promedio el 2017 un 2.5%.

Dante Carhuajulca, gerente de Estudios Económicos de la SNI, mencionó respecto a cifras del año anterior, que el mayor impulso en diciembre del 2016 se dio por la industria relacionada a la pesca, la cual creció 80%. Sin embargo, lo menores pedidos de exportación en el sector construcción explican el pobre desarrollo del sector en el 2016.



*Figura 7.* Producto bruto interno y demanda interna (variaciones porcentuales anualizadas, serie mensual).

Recuperado de

<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PN01720AM-PN01728AM/html/2014-06/2017-06/>

## 2.5 El Gobierno Corporativo en empresas manufactureras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima

Considerando que el Estado también se interesa porque las empresas apliquen dentro de sus operaciones el buen gobierno corporativo, Charkham (1994), citado por Hitt, Ireland y Hoskisson (2008), sostuvo sobre este punto lo siguiente:

Todo país quiere que las empresas que operan dentro de sus fronteras florezcan y crezcan de modo que proporcione empleo, riqueza y satisfacción, no sólo para mejorar los niveles de vida en lo material, sino también para reforzar la cohesión social. Estas aspiraciones no se pueden alcanzar a menos que estas empresas sean competitivas en el ámbito internacional de forma sostenida, y la perspectiva a mediano plazo y largo plazo es la que hace que el gobierno corporativo sea de vital

importancia. (p. 303)

Desde que fueron publicados en 1999, los principios de gobierno corporativo por la OCDE se han considerado referente internacional para la buena gestión empresarial. Sin embargo, es necesario que las empresas no solo practiquen gobierno corporativo, sino que deben llevarlo de manera práctica y efectiva a cada proceso y lograr interiorizar en la cultura de trabajo. Pindado (2012) mencionó, a su vez, que el gobierno corporativo está relacionado con la asignación de los recursos de manera eficiente con la única finalidad de generar valor para el accionista y grupos de interés.

La Bolsa de Valores de Lima para graficar un indicador de buen gobierno corporativo introdujo el Índice del Buen Gobierno Corporativo (IBGC); este índice hace referencia a una cartera de empresas que cotizan en bolsa que cumplen con las normas del Buen Gobierno Corporativo. El procedimiento para calificar es como se muestra en la Figura 8. Burneo y Lizarzaburu (2016), en el afán de identificar si, en efecto, la aplicación de los principios de buen gobierno corporativo en una empresa genera beneficio económico, propusieron utilizar los siguientes modelos: Modelo Z de Altam y el Modelo de valoración de la Q de Tobin.

Cándido (2004) propuso, por otro lado, métodos empíricos para confirmar si el gobierno corporativo es un cálculo numérico y entre los más importantes están los siguientes: “encuesta de opinión a inversores, inversiones privadas en análisis de gobierno corporativo, estudios de experiencias singulares; y análisis estadísticos y econométricos” (p. 10). Es el método más sencillo, pues consiste en preguntar a los inversionistas qué prima están dispuestos a pagar por los títulos de una organización que aplica buen gobierno corporativo.



*Figura 8.* Procedimiento para calificar IBGC (SMV, 2013). Adaptado de Bolsa de Valores de Lima. (2014). Bolsa de Valores de Lima. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/ipgc/suplemento.pdf>

### 2.5.1 Alicorp S. A. A.

Alicorp S. A. A. (2016) se constituyó por Escritura Pública del 16 de julio de 1956 extendida ante el notario público Dr. Julio C. Berninson e inició sus actividades el 1 de agosto de 1956. La sociedad está registrada en la Partida Electrónica N° 70267718 del Registro de Personas Jurídicas de los Registros Públicos del Callao. La sociedad forma parte del grupo Romero.

Respecto a su capital social, Alicorp S. A. A. cuenta con un capital suscrito y pagado que asciende a S/847,191,731.00, representado por 847,191,731 acciones comunes de S/1.00 de valor nominal cada una. Adicionalmente, al 31 de diciembre 2016, la sociedad tenía creada y emitida 7,388,470 acciones de inversión. Respecto a la estructura accionaria, la sociedad cuenta con 1,560 accionistas comunes; los accionistas que son titulares de más del

5% son Birmingham Merchant S. A. (11.04%), AFP Integra S. A. (10.54%), Prima AFP (8.39%), Grupo Piurano de Inversiones S. A. (7.79%), Profuturo AFP (6.97%), y Atlantic Security Bank (5.48%).

Un dato importante que mencionar es el financiamiento que realizó la sociedad, Alicorp S. A. A. el 14 de enero de 2015 solicitó la inscripción de la Segunda Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Alicorp, hasta por un monto máximo en circulación de S/500'000,000.00 (quinientos millones y 00/100 soles), así como el registro del Complemento del Prospecto Marco en el Registro Público del Mercado de Valores. Con fecha 16 de marzo de 2016 se solicitó la inscripción de la Tercera y Cuarta Emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos de Alicorp, hasta por un monto máximo en circulación de S/300'000,000.00 (trescientos millones y 00/100 soles) cada una. Asimismo, se dispuso la inscripción de los Complementos del Prospecto Marco en el Registro Público del Mercado de Valores.

### **2.5.2 Unión de Cervecerías Backus y Johnston S. A. A.**

Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.A. (2016) inicia su historia con dos hombres estadounidenses que llegaron al país con el propósito de emprender. En 1876, Jacobo Backus y John Howard Johnston fundaron en Lima una fábrica de hielo artificial la cual amplió sus actividades tres años después al rubro de la cerveza, como consecuencia de la alta demanda que había en esa época por el consumo de esta bebida. Fue constituida el 1 de enero de 1955, teniendo como actividad principal la elaboración de bebidas malteadas.

Desde octubre del 2016, Backus pertenece al Grupo AB Inbev (que absorbió a SAP Miller), empresa cervecera líder a nivel mundial con presencia en cinco continentes, la cual le otorga asesoría operativa y de gestión, así como acceso a mejores prácticas comerciales y de administración de marca. Asimismo, el bajo nivel de endeudamiento, el diversificado portafolio de productos, la amplia red de distribución, y el fuerte reconocimiento y lealtad del

público hacia sus principales marcas, representan las principales fortalezas de la sociedad.

Respecto a su capital social al 31 de diciembre del 2016 cuenta con S/780'722,020.00, representados por 78'072,202 acciones nominativas de S/10.00 cada una, íntegramente suscritas y pagadas, considerando a Cervecería San Juan S. A., filial de la sociedad, titular del 8.57% de las acciones Clase B y de 0.22% del capital social.

Por otro lado, el financiamiento al cierre del 2016 es como sigue: BBVA Continental S/150 millones; este préstamo es en moneda nacional y tiene como fecha de vencimiento julio 2017 considerando una tasa de interés de 6.03%. Así mismo la sociedad tiene un contrato de arrendamiento financiero con el BBVA Continental por S/28.2 millones para la adquisición de un terreno en Cajamarca para uso comercial.

### **2.5.3 Corporación Aceros Arequipa S. A.**

Corporación Aceros Arequipa S. A.(2016) fue constituida por Escritura Pública extendida el 31 de diciembre de 1997 ante el Notario Público Carlos Gómez de la Torre R. en mérito a la fusión entre Aceros Arequipa S. A. y Aceros Calibrados S. A., las cuales se disolvieron sin liquidarse para formar la nueva empresa. A su vez Aceros Arequipa S. A. se había constituido por escritura pública extendida el 13 de mayo de 1964 ante el Notario Público Ricardo Samanamud. La sociedad quedó inscrita en el asiento 01, rubro A de la ficha 10456, ahora Partida Electrónica 11010518, del Registro de Personas Jurídicas de Arequipa. El plazo de duración es indefinido.

La sociedad tiene como objeto principal, dedicarse a la manufactura, elaboración y a la distribución de hierro, acero y otros metales y sus derivados, y venta de los productos que fabrique, y a la elaboración de productos que utilice como materia prima. Asimismo, se dedica a la importación para su utilización, distribución y venta de los bienes y productos mencionados. También podrá realizar petitorios mineros y actividades de cateo, prospección, exploración, explotación y demás propias de la actividad minera.

Durante el 2016, no se han efectuado adquisiciones o enajenaciones significativas de activos, fuera de las mencionadas en este documento. En cuanto a la relación con el Estado, se debe precisar que la empresa no se encuentra favorecida por tratamientos tributarios especiales, exoneraciones u otros beneficios. Respecto a su capital social, la sociedad cuenta al cierre del 2016 con S/941,845,171 capital social suscrito y pagado y con 941,845,171 acciones comunes cuyo valor nominal de cada acción es S/1, además cuenta con 200,935,734 acciones de inversión.

#### **2.5.4 Cementos Pacasmayo S. A. A.**

Cementos Pacasmayo S. A. A. (2016) fue constituida el inscrita el 10 de diciembre de 1998, ante el Notario Público Dr. Gustavo Correa Miller, con partida No. 11076338 del Registro de Personas Jurídicas. La sociedad pertenece al grupo económico “Hochschild - Pacasmayo”.

Respecto al objeto social, la sociedad tiene por objetivo dedicarse a la elaboración y fabricación de cementos, cal, agregados, bloques y ladrillos de cemento, concreto premezclado y otros materiales de construcción, sus derivados y afines, incluida su comercialización y venta, en el Perú y en el extranjero. Asimismo, la sociedad puede realizar todo tipo de actividades mineras de cateo, prospección, exploración, desarrollo, explotación, comercialización, labor general, beneficio y transporte; así como todas las actividades relacionadas con la prestación del servicio de transporte de mercancías en general, y de materiales y residuos peligrosos, incluidos insumos químicos y bienes fiscalizados; y celebrar y suscribir todos los actos y contratos convenientes para la consecución de su objeto social, quedando comprendidas las actividades de adquirir, vender, construir, arrendar y administrar bienes muebles e inmuebles y realizar todos los actos civiles y comerciales que resulten convenientes, incluyendo su participación en otras sociedades en la República del Perú y en el extranjero.

Ahora, respecto a su capital social; este está representado por 531'461,479 acciones comunes de un valor nominal de S/1.00 cada una y las acciones de inversión de la compañía están representadas por 50'503,124 acciones del mismo valor nominal, de las cuales 37,276,580 se encuentran en tesorería al 31 de diciembre del 2016. El 19 de enero de 2017, la compañía recompró adicionalmente 7,911,845 acciones de inversión de propia emisión con lo cual a la fecha se encuentran 45,188,425 acciones en tesorería. Respecto a sus acciones de inversión cuenta con 50'503,124 acciones, cuyo valor nominal es de un nuevo sol por acción y representan aproximadamente el 8.68% de la totalidad de acciones en circulación. El 15 de octubre de 2015 la sociedad recompró en rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima el 73.81% de sus acciones de inversión de propia emisión (37,276,580 acciones). El 19 de enero de 2017, recompró adicionalmente 7,911,845 acciones de inversión de propia emisión (15.66%), con lo cual la incrementó su participación de acciones de inversión de propia emisión de 73.81% a 89.48%

Los accionistas que cuentan con participación mayor al 5 % del capital social son Inversiones Aspi S. A. (50.01 %) y JP Morgan Chase Bank N. A. FBO Holders Of. (17.78%).

#### **2.5.5 Siderúrgica del Perú S. A. A.**

La Sociedad de Gestión de la Planta Siderúrgica de Chimbote y de la Central Hidroeléctrica del Cañón del Pato (Sogesa) se formó en 1956. En 1971 se transformó como empresa del Estado Peruano de derecho privado con el nombre de Empresa Siderúrgica del Perú S. A.- Siderperú, la misma que se fusionó, en 1998, a la actual Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. – Siderperú, cuyo plazo de duración es indefinido.

Siderperú (2016) tiene como objeto principal desarrollar, dentro del sector privado, desarrollar actividades siderúrgicas, industriales, mineras, afines y complementarias; incluyendo la exportación, importación y comercialización de los productos que extraiga, elabore o adquiera de otras fuentes. La sociedad también puede incursionar en actividades

metalúrgicas, de generación eléctrica, de operaciones portuarias de estiba y desestiba, de operación de muelles, de almacén aduanero autorizado, de depósito, de agencia de aduana, de agente marítimo y demás operaciones conexas, afines o complementarias.

Datos importantes a considerar, el complejo industrial de Siderperú tiene una capacidad de producción anual de 650 mil toneladas de acero líquido, contando para ello con un alto horno y un horno eléctrico. Su complejo operativo, ubicado en la ciudad de Chimbote, a 420 km al norte de Lima, incluye instalaciones de reducción, aceración y laminación de productos largos; fabricación de productos tubulares, viales, entre otros y comprende un muelle propio el cual es utilizado para la recepción y despacho de los principales insumos, materias primas y productos terminados.

Respecto a su capital social suscrito y pagado, al cierre 2016 cuenta con S/1,227,918,383 que corresponden a 1,227,918,383 acciones comunes cuyo valor nominal es de S/.1; adicionalmente el 2013 suscribió y pago capital adicional por S/82,999,988.25. La estructura societaria muestra que el principal accionista es Gerdau S. A. con 90.03% de nacionalidad brasileña.

### Capítulo III: Metodología

En los capítulos anteriores, se han presentado todas aquellas características del presente trabajo de investigación, como son la definición del problema, las preguntas de investigación, los objetivos y variables que serán incluidos durante el análisis que se desarrollará, así como la recopilación de información que servirá para realizarlo.

Asimismo, cabe precisar que, en el presente trabajo de investigación, se ha recabado información de fuentes documentales, estadísticas y de los informes extraídos de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), Mercados de Valores (SMV), y de la Organización y Cooperación para el Desarrollo Económico (OCDE). Adicionalmente, se ha recogido información financiera de S&P Capital IQ, que sirve para relacionar y analizar los datos publicados en la Bolsa de Valores de Lima de las empresas del sector manufacturero. Por ende, el objetivo de la investigación es forjar un análisis explícito, que servirá como base para futuras investigaciones logrando extraer los mecanismos de generación de valor financiero en el marco de las buenas prácticas de gobierno corporativo en América Latina.

Por consiguiente, en este capítulo, se presentarán los componentes que son parte esencial de la metodología de la investigación, los cuales estarán dados en el diseño de la investigación, población, muestra y ubicación geográfica, las técnicas de recolección de datos de información y los análisis de datos.

#### 3.1 Diseño de la Investigación

Luego de definirse el problema de la investigación: ¿Cuál es el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas de sector manufactura durante los años 2011-2016?, el objetivo del presente trabajo de investigación es estudiar el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo y la generación de valor financiero en las empresas de sector manufactura durante el periodo 2011-2016.

Se definió en el Capítulo I que el presente trabajo de investigación tiene un alcance descriptivo que procura medir y demostrar que los indicadores financieros son esenciales para la buena práctica del buen gobierno corporativo en las empresas del sector manufacturero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, sobre la base de la información real que publica cada empresa, la cual será analizada de manera precisa y sistemática. Además, se consideró un enfoque cualitativo, debido al tipo de datos que se recopilarán y un diseño no experimental de tipo longitudinal.

Según Hernández, Fernández y Baptista (2003) en los estudios descriptivos se busca especificar las propiedades, las características y los perfiles de personas, grupos, comunidades, procesos, objetivos o cualquier otro fenómeno que se someta a un análisis. Es decir, únicamente pretenden medir o recoger información de manera independiente o conjunta sobre los conceptos o las variables a las que se refieren; esto es, su objetivo no es indicar cómo se relacionan estas.

No obstante, considerando el enfoque cualitativo, según el mismo autor, se utiliza la recolección de datos sin medición de datos y sin medición numérica para descubrir o afinar preguntas de investigación en el proceso de interpretación. Además, un enfoque cualitativo se fundamenta más en un proceso inductivo (explorar y describir, y luego generar perspectivas teóricas); va de lo particular a lo general. Es por ello que en una investigación de enfoque cualitativo no se prueban hipótesis, porque estas se generan durante el proceso y van refinándose conforme se recaban más datos o son un resultado del estudio.

Adicionalmente, para Gómez y Roquette (2001) las metodologías cualitativas se interesan por la vivencia concreta en su contexto histórico, por las interpretaciones y los significados que se atribuyen; es decir, se interesan por la realidad tal y como la interpretan los sujetos, razón por la cual el presente trabajo de investigación, basado en la recopilación de datos, analizará toda la información recogida para que luego se manifieste la relación

encontrada entre las variables del buen gobierno corporativo y la generación de valor.

Del mismo modo en el que se consideró el tipo de naturaleza no experimental-longitudinal, para Hernández, Fernández y Baptista (2003), los diseños longitudinales son aquellos que recolectan a través del tiempo en periodos, para hacer inferencia respecto al cambio, sus determinantes y consecuencias. Tales puntos o periodos se van determinando conforme avanza el estudio en el enfoque cualitativo.

Cabe precisar que se analizarán las variables mencionadas anteriormente, sin proceder a su manipulación, teniendo como base las memorias anuales e informe del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. Del mismo modo, se procederá a recopilar la información en el periodo de tiempo que se estableció en las variables, en este caso 2011-2016, a través de los procedimientos anteriormente mencionados.

### **3.2 Población, Muestra y Ubicación Geográfica**

Según Hernández, Fernández y Baptista (2003), la muestra es un subgrupo de la población de interés sobre el cual se recolectan datos, y que tiene que definirse y delimitarse de antemano con precisión, además de que debe ser representativo de la población. El trabajo de investigación pretende que los resultados encontrados en la muestra se generalicen o extrapolen a la población. El interés es que la muestra sea estadísticamente representativa. Asimismo, menciona que la población debe situarse claramente por sus características de contenido, lugar y tiempo. Tener con claridad las características de la población permite delimitar cuáles serán los parámetros muestrales.

De la misma manera para Sampieri, Collado, Lucio y Pérez (1998) mencionaron que la delimitación de las características de la población no solo depende de objetivos del estudio, sino de otras razones prácticas. Un estudio no será mejor por tener una población más grande; la calidad de un trabajo estriba en delimitar claramente la población sobre la base de los objetivos del estudio. Así mismo, señalaron que, en realidad, pocas veces es posible

medir a toda la población, por lo que se obtendrá o seleccionará una muestra y, desde luego, se pretende que este subconjunto sea un reflejo fiel del conjunto de la población. Todas las muestras deben ser representativas; por tanto, el uso de este término resulta por demás inútil.

En el presente trabajo de investigación, se delimitó la población de estudio, para lo cual se eligió a todas aquellas empresas del sector manufacturero que cumplieran con los requisitos fundamentales que establece el Gobierno peruano, los cuales son encontrarse inscritos en Registros Públicos (Sunarp); obtener un Registro Único de Contribuyente (RUC), el cual es asignado por la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria (Sunat); y acreditar la inscripción en el Ministerio de Producción, y Ministerio del Trabajo y Promoción al Empleo (MTPE). Así mismo, toda aquella empresa que emita o adquiera algún título valor deberá estar inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV (Registro) y en el registro de valores de una bolsa donde estos se inscriben para su negociación en la Rueda de Bolsa (RVB); su inscripción deberá ser comunicada a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV, 2012).

El sector manufacturero de Perú se encuentra compuesto por 41 empresas que cotizan en la BVL, las cuales emiten información al público para su adecuado uso, como son las memorias anuales, donde se detalla toda aquella información contable y financiera de las operaciones que realizan las empresas durante un periodo, así como también los informes de buen gobierno corporativo. Realizando el análisis de la documentación publicada en la BVL y delimitando criterios para la respectiva investigación, se procedió a seleccionar cinco empresas del sector manufacturero que constituyen la muestra del estudio de investigación.

Para el presente trabajo de investigación, se estableció la muestra y la población para el respectivo análisis, las cuales son las siguientes empresas: Alicorp S. A. A., Corporación Aceros Arequipa S. A., Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S. A. A., Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., y Cementos Pacasmayo S. A. A., las que serán analizadas

mediante sus memorias anuales de los años 2011 al 2016. Estas entidades están ubicadas geográficamente en las regiones de Lima, Ancash, Arequipa y La Libertad; cada empresa elegida tiene diversas actividades económicas.

### 3.3 Técnica de Recolección de Información

Para el desarrollo de la presente investigación se procedió a recabar información de diversas fuentes de investigación, las cuales influyen en la descripción de los análisis financieros que se observa en capítulos posteriores a este. Hernández, Fernández y Baptista (2003) mencionaron que la recolección de datos resulta fundamental, solamente que su propósito no es medir variables para llevar a cabo inferencias y análisis estadísticos. Lo que se busca es obtener datos (que se conviertan en información) de personas, seres vivos, comunidades, situaciones o procesos en profundidad; en las propias “formas de expresión” de cada uno. Se recolectan con la finalidad de analizarlos y comprenderlos, y así responder a las preguntas de investigación y generar conocimiento. La recolección de datos ocurre en los ambientes naturales y cotidianos de los participantes o unidades de análisis. Tabla 4.

#### *Características de las empresas manufactureras de la muestra*

<b>Mercado</b>	<b>Razón Social</b>	<b>Ubicación</b>	<b>Características</b>	<b>Inicio de Operaciones en la BVL</b>	<b>Inicio de emisión del informe</b>
Consumo Masivo	Alicorp S. A. A.	Lima	Empresa de bienes de consumo más grande del Perú	1995	2007
Siderúrgico	Corporación Aceros Arequipa S. A.	Arequipa	Produce la mayoría de sus productos	1998	2008
Cementero	Cementos Pacasmayo S. A. A.	La Libertad	Empresa líder en el mercado cementero.	1999	2008
Siderúrgico	Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.	Ancash	Importa la mayoría de sus productos	2004	2008
Cervecerero	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S. A. A.	Lima	Monopolio, líder en el mercado cervecero nacional	1997	2007

*Nota.* Información extraída de las memorias anuales de las empresas manufactureras. Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Para obtener la información financiera que será analizada en el Capítulo IV se ha recurrido a la base de datos de la BVL y la SMV. Los criterios que fueron determinados para la selección de la muestra son producto del análisis documental de cada empresa del sector manufacturero. Tal como lo señaló Gómez y Roquette (2001), las herramientas más importantes para una investigación son el análisis de textos y documentación. Asimismo, de acuerdo con Niño (2011), los datos son indicadores empíricos que dan cuenta de la medición de los hechos, así como también el proceso de recolección de datos depende, en gran medida, no solamente de las técnicas escogidas, sino también del problema, del objetivo, de la muestra seleccionada, de las variables, entre otros factores.

Es por ello que, para el desarrollo de la presente investigación, se obtuvo información de las memorias anuales, informes del cumplimiento de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo de las empresas peruanas del sector manufacturero; además, se recolectó información de periódicos, libros virtuales, páginas web, y muchos otros más. Asimismo, se precisa que la selección de la muestra de las empresas peruanas del sector manufacturero fueron cinco. Cada una de estas cumple con emitir su informe de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo actualizadas y publicadas cada término de periodo ejercido, y no han generado cambios que impliquen un riesgo en sus buenas prácticas como grandes compañías que son ejemplo a los demás sectores.

Considerando la buena argumentación de los informes, se procedió a revisar, en cada uno de ellos, la ejecución de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo, que fueron base para determinar los indicadores del BGC que están conformados, para el presente trabajo de investigación, por 21 ítems, los cuales fueron definidos en el Capítulo II sobre la base de investigaciones anteriores, representados por cinco pilares de los 31 principios del Código del Buen Gobierno Corporativo Peruano. El análisis de esta investigación residió en el cálculo de los indicadores financieros que indican la generación de valor financiero y su implicancia con

los indicadores del buen gobierno corporativo. En la parte inferior se detallan las tablas de los indicadores utilizados para realizar los análisis correspondientes. Tabla 5.

*Indicadores de Buen Gobierno Corporativo*

Pilar	Características	Empresa
1	Años de operación de la empresa	Valoración binaria
1	% Incremento de ventas	Valoración binaria
1	¿Los accionistas expresan su opinión?	Valoración binaria
2	Estructura de la sociedad	Valoración binaria
2	¿Hay Reglamento de la JGA, que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Valoración binaria
2	¿Cuenta con un comité de nombramientos para nombramientos a miembro de directorio que son propuestos por la JGA?	Valoración binaria
2	Número de reuniones del directorio	Valoración binaria
3	¿La sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos, especialmente por razones de quórum?	Valoración binaria
3	¿Hay Reglamento de Directorio que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Valoración binaria
3	¿El directorio cuenta con un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Valoración binaria
3	¿Con qué antelación a la sesión de directorio se encuentra a disposición de los directores?	Valoración binaria
3	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Valoración binaria
3	% de directores que son externos e independientes	Valoración binaria
3	% de directores que son mujeres	Valoración binaria
3	¿El directorio o la GG promueve capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	Valoración binaria
4	Cuenta con auditoría externa anual.	Valoración binaria
4	¿La sociedad cuenta con un gerente de riesgos?	Valoración binaria
4	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna.	Valoración binaria
5	Transparencia y divulgación de información según ficha	Valoración binaria
5	¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	Valoración binaria
5	La sociedad cuenta con mecanismo para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.	Valoración binaria
		IBGC

Respecto a la ponderación para hallar el valor financiero, se considerará lo expuesto en la Tabla 6, multiplicado por ponderación de la ubicación de la empresa en el indicador financiero, según muestra la Tabla 7.

Tabla 6.

*Indicadores Financieros Revisados*

Ítem	Indicadores financieros	Ponderación
1	EVA	4
2	ROE	3
3	ROA	1
4	Q de Tobin	2
5	Índice de lucratividad	5
6	Flujo de Caja	6

Tabla 7.

*Ponderación de la Ubicación de las Empresas según Resultado Promedio del Periodo Evaluado respecto a un Indicador Financiero*

Empresas	Promedio	Ponderación
A	Resultado ordenado de mayor a menor	5
B		4
C		3
D		2
E		1

### 3.4 Análisis de Datos

La metodología que sirvió para realizar el análisis de las variables en la presente investigación es el alcance descriptivo de naturaleza no experimental-longitudinal y se detalla a continuación:

Durante la revisión de información en la BVL, (a) se observó que el sector manufactura tiene 41 empresas que cotizan sus títulos valores en el mercado de capital peruano; (b) luego, se procedió a filtrar a las empresas que posean acciones de tipo común, y

se logró acotar la muestra a 21 empresas; (c) después de ello, se escogió a las empresas con una alta frecuencia de negociación, obteniendo 14 empresas; (d) asimismo, se delimitó que las empresas cuenten con acciones de mayor frecuencia de transacciones, y se logró acotar aún más la muestra a ocho empresas; (e) finalmente, se estableció que las empresas que consigan una calificación mayor o igual al 50% en los indicadores del buen gobierno corporativo establecidos en la Tabla 7 serán materia de investigación. Así, se obtuvo una muestra final de cinco empresas.

Cada año, las empresas presentan el informe de los principios del buen gobierno corporativo, los cuales son informados a las SMV, para luego ser puestos a disposición de todo aquel que desea visualizar, verificar o corroborar la información. Asimismo, la información financiera de cada compañía se extrajo de las memorias anuales, estados financieros auditados y de la base de datos de S&P Capital IQ, los cuales están publicados en las páginas web de la SMV y la BVL.

Para determinar los indicadores del buen gobierno corporativo de las empresas, se procedió a seleccionar la información que se encontró a disposición de todo aquel interesado. Para ello se consideraron las definiciones referidas en el Capítulo II y la selección corresponde a 14 indicadores de mayor relevancia que corresponden a los pilares de los principios.

Asimismo, se establecieron los valores que representaran el cumplimiento de los indicadores de las buenas prácticas del gobierno corporativo, para así determinar si las empresas desempeñan eficientemente las características antes detalladas. Estos valores parten de lo mínimo “1”, considerando que se cumplan los indicadores, hasta “0”, en caso de que no realicen una buena ejecución. Cabe precisar que estos valores tienen fundamentos teóricos y legales.

Posteriormente, a la elección de los indicadores del buen gobierno corporativo de las

empresas peruanas del sector manufacturero se procedió a construir el índice del buen gobierno corporativo para la presente investigación, el cual permitirá determinar si se efectúa o no el cumplimiento de las buenas prácticas de los principios del buen gobierno corporativo. Por otro lado, se realizó el cálculo de los indicadores financieros ROA, EVA, ROE, índice de lucratividad, flujo de caja, Q de Tobin, para determinar la existencia de alguna relación entre ellas.

Tabla 8.

*Grado de Calificación según el IBGC Determinado*

Nivel	Porcentaje	Descripción
Bueno	75% - 100%	Realiza las buenas prácticas del BGC.
Regular	50% - 74%	Realiza esfuerzos para ejecutar las buenas prácticas del BGC.
Deficiente	0.0% - 49%	No practica las buenas prácticas del BGC.

*Nota.* Adaptado de La Voz del Mercado Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo Resultados de la Encuesta. Ernst & Young y la Bolsa de Valores de Lima. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/ipgc/La\\_Voz\\_del\\_Mercado\\_EY\\_BVL.pdf](http://www.bvl.com.pe/ipgc/La_Voz_del_Mercado_EY_BVL.pdf)

### 3.5 Resumen

El método de investigación que se aplicó en el presente trabajo tiene un alcance descriptivo con enfoque cualitativo y de naturaleza no experimental-longitudinal, lo cual fue base fundamental para la recopilar toda aquella información que sirva para los análisis financieros respectivos que requiere esta investigación. Del mismo modo, sirvió para determinar los indicadores que permiten evaluar y calcular el índice del buen gobierno corporativo, el cual permitirá determinar si existe relación alguna entre las características designadas entre el impacto de las buenas prácticas del principio del buen gobierno corporativo y la generación de valor, mediante el análisis de los indicadores financieros como son el EVA, ROA, ROE, Q de Tobin, índice de lucratividad y el flujo de caja.

Asimismo, se realizó la selección de la población, la cual está conformada por las

ocho empresas peruanas del sector manufacturero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Se recalca que toda información materia de investigación fue extraída de las páginas web de SMV, BVL y S&P Capital IQ. Asimismo, se consideró toda aquella información de los análisis documentales físicos y virtuales, como son las memorias anuales, informes de buen gobierno corporativo, libros, revistas, periódicos, entre otros.

Para la elaboración de este capítulo se determinó un diseño de investigación, la población, muestra y ubicación geográfica, técnicas de recolección de datos y análisis de datos, los cuales facilitarán el análisis de toda la información recabada que permita evaluar las variables anteriormente descritas.

Tabla 9.

*Matriz de Indicadores de Buen Gobierno Corporativo*

Pilar	Características	Valor	Definición de Valor Mínimo
1	Años de operación de la empresa	mayor o igual a 10	Porter y Kramer (2006) indicaron que el impacto de una empresa con sus diferentes actividades cambia a través del tiempo. Es por ello que se consideró para el análisis información desde el 2011 al 2016.
1	% Incremento de ventas	mayor o igual a 4.1%	Según Fornero (2002), es un indicador de la congruencia que existe entre las metas competitivas (rendimiento del activo) y las metas financieras (endeudamiento y dividendos).
1	¿Los accionistas expresen su opinión?	Sí	Ley General de Sociedades (1997) menciona que el derecho a voto por medio electrónico o por medio postal para efectos de la determinación del quórum, sea por una respectiva votación y adopción de acuerdos.
2	Estructura de la sociedad	JGA/ Directorio/ AG	Según Galii (2013) organización por la cual los miembros de una sociedad que ocupan en ella un lugar especial y propio en el que actúan con vistas a un fin común.
2	¿Hay reglamento de la JGA, el que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Sí	Según la Ley N° 26887 Art. 122, todo accionista con derecho a participar en las juntas generales puede hacerse representar por otra persona. El estatuto puede limitar esta facultad, reservando la representación a favor de otro accionista, o de un director o gerente. La representación debe constar por escrito y con carácter especial para cada junta general, salvo que se trate de poderes otorgados por escritura pública.
2	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Sí	Según la Ley N° 26887 Art. 127 los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta. Cuando se trata de los asuntos mencionados en el Art. 126 precedente, se requiere que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

Tabla 9.

*Matriz de Indicadores de Buen Gobierno Corporativo (continuación)*

Pilar	Características	Valor	Definición de Valor Mínimo
2	Número de reuniones del directorio	Mayor o igual a 6	Según la Firma de Auditores JCGC, el número de reuniones del consejo de administración, al año, no debe ser inferior a seis.
3	¿La sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos, especialmente por razones de quórum?	Sí	Según la Ley N° 26887 Art. 124, en las juntas generales convocadas para tratar asuntos que, conforme a ley o al estatuto, requieren concurrencias distintas, cuando un accionista así lo señale expresamente y deje constancia al momento de formularse la lista de asistentes, sus acciones no serán computadas para establecer el quórum requerido para tratar alguno o algunos de los asuntos.
3	¿Hay reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Sí	Según Ley N° 26887 Art. 177, los directores responden, ilimitada y solidariamente, ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por los acuerdos o actos contrarios a la ley. Es responsabilidad del directorio el cumplimiento de los acuerdos de la junta general, salvo que esta disponga algo distinto para determinados casos particulares.
3	¿El directorio cuenta con un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Sí	Según Ley N° 26887 Art. 171, los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal. Están obligados a guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso, aun después de cesar en sus funciones.
3	¿Con qué antelación a la sesión de directorio se encuentra a disposición de los directores?	Mayor a 5 días	Según la Ley N° 26887 Art. 173, cada director tiene el derecho a ser informado por la gerencia de todo lo relacionado con la marcha de la sociedad. Este derecho debe ser ejercido en el seno del directorio y de manera de no afectar la gestión social.
3	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Sí	Corporación Financiera Internacional (2010), el seguimiento de los acuerdos de la JGA garantiza la consecución y el logro de objetivos
3	% de directores que son externos e independientes	Mayor a igual a 33%	Según Adams, Hermalin y Weisbach (2003) indicaron que la existencia de directores independientes favorece a mejorar la sociedad; este debe ser 33% del directorio.
3	% de directores que son mujeres	Mayor a 0	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 & Cannella, 2007).
3	¿El directorio o la GG promueve capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	Sí	Según Carbajales, Rodríguez y Morejón (2010), dentro del proceso de implementación del Código de Ética y con el fin de que este código sea parte de la cultura organizacional de la sociedad, incluyen la capacitación como algo fundamental, incluso proponen que debe tener certificación.

Tabla 9.

*Matriz de Indicadores de Buen Gobierno Corporativo (continuación)*

<b>Pilar</b>	<b>Características</b>	<b>Valor</b>	<b>Definición de Valor Mínimo</b>
4	Cuenta con auditoría externa anual	Sí	Escalante, Pedro, Hulett y Neyi (2010) mencionaron que la emisión de un dictamen de auditoría externa es importante debido que ayuda a mejorar la operatividad de la empresa. Adicionalmente a ello, García-Ayuso, Ruíz y Zamora (2003) indicaron que una forma de controlar la calidad de información financiera de una empresa es mediante el informe de auditoría.
4	¿La sociedad cuenta con un gerente de riesgos?	Sí	Vargas y Cruz (2015) mencionan que la administración del riesgo de una forma adecuada genera valor financiero a la empresa. FERMA (2003) propone que la Gestión de Riesgos es una parte esencial de Gestión Estratégica de todas las empresas.
4	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna.	Sí	Chambers y Ridley (1998); Cadmus (1964) citado por López A. y López J (2014) mencionan que para que una auditoría interna sea efectiva la independencia es considerada como un pilar indispensable.
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Sí	Bonsón y Escobar (2004) en su estudio sobre divulgación de información concluyen que las principales empresas del mundo suministran su información a través de internet y esto está vinculado a la transparencia de las operaciones.
5	¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	Sí	Considerando que las inversiones que las empresas contribuyen a la generación de valor, la empresa debe considerar a los inversionistas como una necesidad para su propia sobrevivencia; por lo cual debe mantener una relación cercana con ellos (De los Ríos, Torres, Tirado y Carbonell, 2009, p.260)
5	La sociedad cuenta con mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.	Sí	Báez y Zamora (2003) mencionaron que los mecanismos se deben realizar de forma continua, amplia y masiva a fin de trabajar organizadamente en diferentes momentos; asimismo se desarrollan por etapas de acuerdo con el avance de lo proyectado.

## Capítulo IV: Resultados

Luego de determinar las definiciones del problema, las preguntas de investigación, los objetivos y las variables en el Capítulo I, se procedió a establecer la metodología para realizar el análisis documental y la recolección de información, así como el análisis de la información obtenida (todo ello en el Capítulo III), lo cual es base fundamental para el desarrollo del análisis financiero de la presente investigación.

En el presente capítulo, se detalla la elaboración de los análisis financieros tabulando la información que se extrajo de las memorias anuales y de los informes del buen gobierno corporativo, considerando los indicadores que se describieron en el Capítulo III, para el respectivo cálculo del IBGC de cada empresa seleccionada y del periodo antes descritos: 2011-2016. Posteriormente, se procedió a determinar la relación en las variables del estudio, las cuales son buen gobierno corporativo, considerado el IBGC y la generación de valor, teniendo en cuenta los indicadores financieros como el ROE, ROA, EVA, Q de Tobin, índice de lucratividad y flujo de caja.

### 4.1 Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Sector Manufactura

Al haber determinado las características y parámetros de la calificación del cumplimiento de la aplicación de las buenas prácticas del gobierno corporativo, se procede a determinar el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), el cual estará en función de los indicadores del buen gobierno corporativo, descritos en el Capítulo III, y se determinaron los intervalos: (a) si cumple, el valor de uno y (b) si no cumple, el valor de cero. De esta manera, se procedió a tabular comparativamente a todas las empresas desde el año 2011 al 2016 para determinar el impacto de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo y promediar al sector manufactura peruano de la muestra escogida. Tal calificación se realiza para cada empresa y por cada año logrando ser comparadas con los indicadores que cada empresa ejerce, para así explicar las causas de los resultados obtenidos.

Tabla 10.

*Resultados Financieros y Cálculo del Índice de Gobierno Corporativo por Empresa, 2011-2016*

Nombre de empresas	2011								2012								2013							
	<u>IBGC</u>	ROE	ROA	ROIC	IL	Q de Tobin	EVA	Flujo de Caja	<u>IBGC</u>	ROE	ROA	ROIC	IL	Q de Tobin	EVA	Flujo de Caja	<u>IBGC</u>	ROE	ROA	ROIC	IL	Q de Tobin	EVA	Flujo de Caja
Alicorp S. A. A.	67%	17%	10%	13%	6.2	1.6x	121	-48	76%	15%	8%	10%	6.1	1.6x	17	394	71%	12%	8%	10%	8.8	1.4x	-3	-405
Cementos Pacasmayo S. A. A.	62%	6%	4%	5%	2.3	1.3x	-31	209	76%	10%	7%	8%	3.7	1.5x	-81	-293	67%	8%	7%	7%	3.7	1.1x	-89	907
Corporación Aceros Arequipa S. A. A.	71%	16%	7%	8%	1.3	0.6x	-29	25	62%	4%	1%	2%	2.5	0.4x	-175	21	71%	1%	3%	4%	2.5	0.3x	-195	59
Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.	76%	7%	4%	4%	1.1	0.4x	-32	-70	43%	5%	2%	3%	0.6	0.2x	-61	0	81%	-10%	-4%	-4%	0.5	0.2x	-76	48
UCP Backus y Johnston S. A. A.	81%	37%	20%	31%	0.9	1.3x	530	-87	48%	46%	23%	38%	0.7	2.7x	591	-23	81%	52%	25%	41%	0.4	1.8x	667	13
Nombre de empresas	2014								2015								2016							
	<u>IBGC</u>	ROE	ROA	ROIC	IL	Q de Tobin	EVA	Flujo de Caja	<u>IBGC</u>	ROE	ROA	ROIC	IL	Q de Tobin	EVA	Flujo de Caja	<u>IBGC</u>	ROE	ROA	ROIC	IL	Q de Tobin	EVA	Flujo de Caja
Alicorp S. A. A.	71%	1%	3%	5%	9.2	0.9x	-118	7	76%	7%	5%	8%	6.8	0.8x	-170	13	62%	13%	7%	10%	7.4	1x	-66	161
Cementos Pacasmayo S. A. A.	67%	2%	6%	7%	2.7	0.9x	-45	-397	67%	4%	6%	7%	1.5	0.8x	-103	-423	57%	4%	5%	6%	2.4	1x	-178	-78
Corporación Aceros Arequipa S. A. A.	71%	4%	3%	4%	2.7	0.2x	-137	-40	62%	5%	4%	5%	2.7	0.2x	-121	9	67%	6%	4%	4%	3.0	0.2x	-147	12
Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.	76%	0%	2%	2%	0.3	0.2x	-70	76	38%	-18%	1%	2%	0.3	0.1x	-36	-30	76%	1%	2%	2%	0.0	0.3x	-44	-63
UCP Backus y Johnston S. A. A.	81%	51%	23%	38%	0.2	1.3x	669	-5	43%	63%	26%	42%	0.1	1.6x	773	215	76%	41%	19%	33%	0.3	2.2x	297	219

Tabla 11.

*Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2011*

Pilar	Características	Valor de Referencias	Alicorp S.A.A.	Cementos Pacasmayo S.A.A.	Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	UCP Backus y Johnston S.A.A.
1	Años de operación de la empresa	$\geq 10$	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	$\geq 4\%$	1	0	0	1	1
1	¿Los accionistas expresan su opinión?	Sí	1	1	1	1	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Dir	1	0	0	1	1
2	¿La sociedad cuenta con un reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	Sí	1	1	0	1	1
2	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Sí	0	1	0	1	1
3	Número de reuniones del directorio	$\geq 6$	0	1	1	1	1
3	¿La sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos?	Sí	1	0	1	1	1
3	¿Hay reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Sí	0	1	1	1	1
3	¿El directorio tiene plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Sí	0		0	1	1
3	¿Con qué antelación a la sesión de directorio se encuentra a disposición de los directores?	$> 3$ días y $< 5$ días	1	1	1	1	1
3	Cuenta con un comité de nombramientos para nombramientos a miembro de directorio que son propuestos ante la JGA	Sí	0	0	0	1	1
3	% de directores que son externos e independientes	$\geq 33\%$	1	1	1	1	1
3	% de directores que son mujeres	$\geq 0$	0	0	0	0	0
3	¿Hay capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	Sí	0	1	1	1	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	Sí	1	0	1	1	1
4	¿La sociedad cuenta con un gerente de riesgos?	Sí	0	0	0	0	0
4	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna.	Sí	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Sí	1	1	1	0	1
5	¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	Sí	0	1	1	0	0
5	Hay mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.	Sí	1	1	1	0	1
Total			12	13	13	16	17
IBGC			57%	62%	62%	76%	81%

Tabla 12.

*Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2012*

Pilar	Características	Valor de Referencias	Alicorp S.A.A.	Cementos Pacasmayo S.A.A.	Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	UCP Backus y Johnston S.A.A.
1	Años de operación de la empresa	$\geq 10$	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	$\geq 4\%$	1	0	0	1	1
1	¿Los accionistas expresen su opinión?	Si	1	1	1	1	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Dir	1	1	0	1	1
2	¿La sociedad cuenta con un reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	Si	1	1	0	1	1
2	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Si	0	1	0	1	1
3	Número de reuniones del directorio	$\geq 6$	0	1	1	1	1
3	¿La sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos?	Si	1	0	1	1	1
3	¿Hay reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Si	0	1	1	1	1
3	¿El directorio tiene plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Si	0	0	1	1	1
3	¿Con qué antelación a la sesión de directorio se encuentra a disposición de los directores?	$> 3$ días y $< 5$ días	1	1	1	1	1
3	Cuenta con un comité de nombramientos para nombramientos a miembro de directorio que son propuestos ante la JGA	Si	0	1	0	1	1
3	% de directores que son externos e independientes	$\geq 33\%$	1	1	1	1	1
3	% de directores que son mujeres	$\geq 0$	0	0	0	0	0
3	¿Hay capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	Si	0	1	1	1	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	Si	1	0	1	1	1
4	¿La sociedad cuenta con un gerente de riesgos?	Si	0	1	0	0	0
4	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna.	Si	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Si	1	1	1	0	1
5	¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	Si	0	1	1	0	0
5	Hay mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.	Si	1	1	1	0	1
Total			12	16	14	16	17
IBGC			57%	76%	67%	76%	81%

Tabla 13.

*Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2013*

Pilar	Características	Valor de Referencias	Alicorp S.A.A.	Cementos Pacasmayo S.A.A.	Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	UCP Backus y Johnston S.A.A.
1	Años de operación de la empresa	$\geq 10$	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	$\geq 4\%$	1	0	0	0	1
1	¿Los accionistas expresen su opinión?	Sí	1	1	1	1	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Dir	1	1	1	1	1
2	¿La sociedad cuenta con un reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	Sí	1	1	0	1	1
2	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Sí	0	1	0	1	1
3	Número de reuniones del directorio	$\geq 6$	1	1	1	1	1
3	¿La sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos?	Sí	1	1	1	1	1
3	¿Hay reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Sí	0	1	1	1	1
3	¿El directorio tiene plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Sí	0	1	0	1	1
3	Con qué antelación a la sesión de directorio se encuentra a disposición de los directores	$> 3$ días y $< 5$ días	1	1	1	1	1
3	Cuenta con un comité de nombramientos para miembros de directorio que son propuestos ante la JGA	Sí	0	0	1	1	1
3	% de directores que son externos e independientes	$\geq 33\%$	1	1	1	1	1
3	% de directores que son mujeres	$\geq 0$	0	0	0	1	0
3	¿Hay capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	Sí	0	0	1	1	0
4	Cuenta con auditoría externa anual	Sí	1	0	1	1	1
4	¿La sociedad cuenta con un gerente de riesgos?	Sí	0	1	0	0	0
4	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna.	Sí	1	0	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Sí	1	1	1	0	1
5	¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	Sí	0	1	0	0	0
5	Hay mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.	Sí	1	0	1	0	1
Total			13	14	14	16	17
IBGC			62%	67%	67%	76%	81%

Tabla 14.

*Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2014*

Pilar	Características	Valor de Referencias	Alicorp S.A.A.	Cementos Pacasmayo S.A.A.	Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	UCP Backus y Johnston S.A.A.
1	Años de operación de la empresa	$\geq 10$	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	$\geq 4\%$	1	0	0	0	1
1	¿Los accionistas expresen su opinión?	Sí	1	1	1	1	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Dir	1	1	1	1	1
2	¿La sociedad cuenta con un reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	Sí	1	1	0	1	1
2	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Sí	1	1	1	1	1
3	Número de reuniones del directorio	$\geq 6$	1	1	1	1	1
3	¿La sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos?	Sí	1	0	1	1	1
3	¿Hay reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Sí	0	1	1	1	1
3	¿El directorio tiene plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Sí	0	1	0	1	1
3	¿Con qué antelación a la sesión de directorio se encuentra a disposición de los directores?	$> 3$ días y $< 5$ días	1	1	1	1	1
3	Cuenta con un comité de nombramientos para nombramientos a miembro de directorio que son propuestos ante la JGA	Sí	1	1	1	1	1
3	% de directores que son externos e independientes	$\geq 33\%$	1	1	1	1	1
3	% de directores que son mujeres	$\geq 0$	0	1	0	1	1
3	¿Hay capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	Sí	1	1	1	1	1
4	Cuenta con auditoría externa anual	Sí	1	1	1	1	1
4	¿La sociedad cuenta con un gerente de riesgos?	Sí	1	1	0	0	0
4	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna.	Sí	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Sí	1	1	1	0	1
5	¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	Sí	1	1	0	1	1
5	Hay mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.	Sí	0	1	1	0	1
Total			17	19	15	17	20
IBGC			81%	90%	71%	81%	95%

Tabla 15.

*Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2015*

Pilar	Características	Valor de Referencias	Alicorp S.A.A.	Cementos Pacasmayo S.A.A.	Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	UCP Backus y Johnston S.A.A.
1	Años de operación de la empresa	$\geq 10$	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	$\geq 4\%$	1	0	0	0	1
1	¿Los accionistas expresen su opinión?	Sí	1	1	1	1	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Dir	1	1	1	1	1
2	¿La sociedad cuenta con un reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	Sí	1	1	0	1	1
2	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Sí	1	1	1	1	1
3	Número de reuniones del directorio	$\geq 6$	1	1	1	1	1
3	¿La sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos?	Sí	1	0	1	1	1
3	¿Hay reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Sí	0	1	1	1	1
3	¿El directorio tiene plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Sí	0	1	1	1	1
3	Con qué antelación a la sesión de directorio se encuentra a disposición de los directores	$> 3$ días y $< 5$ días	1	1	1	1	1
3	Cuenta con un comité de nombramientos para nombramientos a miembro de directorio que son propuestos ante la JGA	Sí	1	0	1	1	1
3	% de directores que son externos e independientes	$\geq 33\%$	1	1	1	1	1
3	% de directores que son mujeres	$\geq 0$	0	0	0	1	1
3	¿Hay capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	Sí	1	0	1	1	1
4	Cuenta con auditoría externa anual	Sí	1	1	1	1	1
4	¿La sociedad cuenta con un gerente de riesgos?	Sí	1	1	1	0	0
4	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna	Sí	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Sí	1	1	1	1	1
5	¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	Sí	1	1	1	1	1
5	Hay mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.	Sí	0	0	0	0	1
Total			17	15	17	18	20
IBGC			81%	71%	81%	86%	95%

Tabla 16.

*Análisis de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Manufactureras Peruanas, Cálculo del IBGC del año 2016*

Pilar	Características	Valor de Referencias	Alicorp S.A.A.	Cementos Pacasmayo S.A.A.	Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	UCP Backus y Johnston S.A.A.
1	Años de operación de la empresa	>= 10	1	1	1	1	1
1	% Incremento de ventas	>= 4%	1	0	0	0	0
1	¿Los accionistas expresen su opinión?	Sí	1	1	1	1	1
2	Estructura de la sociedad	JGA/Dir	1	1		1	1
2	¿La sociedad cuenta con un reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	Sí	1	1	1	1	1
2	¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	Sí	1	1	1	1	1
3	Numero de reuniones del directorio	>= 6	1	1	1	1	1
3	¿La sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos?	Sí	1	0	1	1	1
3	¿Hay reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y responsabilidad?	Sí	0	1	1	1	1
3	¿El directorio tiene plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	Sí	0	1	1	1	1
3	Con qué antelación a la sesión de directorio se encuentra a disposición de los directores	> 3 días y < 5 días	1	1	1	1	1
3	Cuenta con un comité de Nombramientos para nombramientos a miembro de Directorio que son propuestos ante la JGA	Sí	1	1	1	1	1
3	% de directores que son externos e independientes	>= 33%	1	1	1	1	1
3	% de directores que son mujeres	>= 0	0	0	0	0	1
3	¿Hay capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	Sí	1	1	1	1	1
4	Cuenta con auditoría externa anual	Sí	1	1	1	1	1
4	¿La sociedad cuenta con un gerente de riesgos?	Sí	1	1	0	0	0
4	Indique si la sociedad cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna	Sí	1	1	1	1	1
5	Transparencia y divulgación información según ficha	Sí	1	1	1	1	1
5	¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?	Sí	1	1	1	1	1
5	Hay mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.	Sí	0	1	1	0	1
Total			17	18	17	17	19
IBGC			81%	86%	81%	81%	90%

Es preciso mencionar que en los informes del buen gobierno corporativo que cada empresa emite se pueden visualizar los cinco pilares y los 31 principios del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, versión 2013. Pero que son 21 los indicadores que se establecieron para los respectivos análisis de las empresas (ver Tablas 10, 11, 12, 14, 15 y 16).

## 4.2 Resultados del Buen Gobierno Corporativo en las Empresas del Sector

### Manufactura Peruano

Tabla 17.

*IBGC Obtenidos.*

Empresas	IBGC					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alicorp S.A.A.	57%	57%	62%	81%	81%	81%
Cementos Pacasmayo S.A.A.	62%	76%	67%	90%	71%	86%
Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	62%	67%	67%	71%	81%	81%
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	76%	76%	76%	81%	86%	81%
UCP Backus y Johnston S.A.A.	81%	81%	81%	95%	95%	90%
Índice Promedio del Sector (Muestra)	68%	71%	70%	84%	83%	84%

A partir de los resultados obtenidos y mostrados en la Tabla 17, se describirán los motivos principales de las variaciones en el índice:

1. En la empresa Alicorp S.A.A. se observó un crecimiento de las ventas superior a 4% durante los años 2011 al 2013. La empresa no realizaba seguimiento a los acuerdos adoptados por la Junta General de Accionistas; sin embargo, para los años del 2014 al 2016, por acuerdos expuestos a los accionistas, se manifestó la ejecución del seguimiento a los acuerdos. Con respecto al directorio, la empresa no realizaba reuniones, por lo que se procedió a modificar la aplicación de este principio.

Asimismo, la empresa no contaba con un Comité de Nombramientos para nombramientos a miembros de Directorio propuesto ante la Junta General de Accionistas y que, por el contrario, durante los años últimos, 2014 al 2016, se viene ejecutando dicho acuerdo. Adicionalmente, para los años 2011 al 2013, la compañía no realizaba capacitación para el cumplimiento del Código de Ética, lo cual fue cambiando para los años del 2014 al 2016, cuando se estableció cumplir con dicho enunciado, para la mejora laboral. Todo lo anteriormente descrito, se produjo a raíz de que la empresa no contaba con una oficina de relación con los inversionistas, pero esto se modificó para los años del 2014 al 2016. Si bien es cierto que esta mejora ha ocasionado una mejor interactividad entre los personajes conformantes de la empresa para velar por los intereses propios de ella, la ausencia del mecanismo para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo ha generado ciertos obstáculos para la fluidez de la aplicación eficaz de los principios del buen gobierno corporativo en los años 2014 al 2016.

2. En la empresa UCP Backus y Johnston S. A. A. se verificó que el crecimiento en las ventas fue creciente. Para los años 2014 al 2016, un porcentaje de directores es de género femenino, y se implementó la capacitación para el cumplimiento del Código de Ética. Trabajando de forma vinculante, ha generado un crecimiento en el valor de la empresa. Adicionalmente, la compañía Backus ha implementado oficinas que se interrelacionen con los inversionistas, a fin de comunicarles todas las decisiones internas de la empresa, las cuales permitirán mayores ganancias. Backus S. A. A. es una de las compañías que se encuentra más comprometida con la aplicación de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo en el país peruano.
3. En Cementos Pacasmayo S. A. A., se experimentó poco o ningún crecimiento en las ventas, y esto se ha visto reflejado en la falta de compromiso con la aplicación de las

buenas prácticas del gobierno corporativo, las cuales se han apreciado muy cambiantes durante los años 2011 al 2016. Una de las razones fue que la sociedad evita la designación de directores suplentes o alternos, lo cual hace que se extienda la toma de decisiones antes casos de urgencia o se monopolicen las decisiones. Asimismo, para los años 2011 al 2012, el directorio de la compañía no tenía un plan de trabajo que contribuyera a la eficiencia de sus funciones; sin embargo, se procedió a realizar el cambio de enfoque, estableciendo que desde el 2013 se realice un plan de trabajo que sea expuesto para el conocimiento de todo aquel interesado en la compañía, para así determinar las decisiones correctas de gestión. Adicionalmente, esporádicamente la empresa ha contado con un comité de nombramientos para nombramiento a miembro de directorio propuesto ante la junta general de acciones, lo cual también se ha visto reflejado en la eficiente gestión de las operaciones de la compañía. A ello se suma que la compañía no cuenta con los servicios de auditores externos que, por lo menos, realice un informe anual.

4. En Corporación Aceros Arequipa S. A. A., no hubo crecimiento en las ventas debido a que la aplicación de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo son muy escasas; es decir, no existe un compromiso con la ejecución de ellas las cuales se ven reflejadas en la no generación de valor, tal es así que la empresa no cuenta con un reglamento de directorio que tenga un carácter vinculante y que el incumplimiento conlleve una responsabilidad. No obstante, para el año 2016, se ha visto implementado este indicador. Asimismo, otra de las razones por las cuales no se ha visto un crecimiento en las ventas es porque durante los años 2011 al 2013 la compañía no realizaba el seguimiento de los acuerdos adoptados por la Junta General de Accionistas, pero esto cambió para los años 2014 al 2016, pues se implementó dicho indicador para la mejora de las gestiones empresariales de la compañía. La

empresa no cuenta con un gerente de riesgo, lo cual dificulta en las operaciones que la empresa realiza, pues es complicado determinar los pros y contras de las gestiones financieras antes situaciones de emergentes, o no precisar la medición baja de los riesgos que deberá de asumir la empresa ante un financiamiento. Sin embargo, a pesar de las escasas aplicaciones de los principios del buen gobierno corporativo, se debe recalcar que cumplen año tras año las capacitaciones para el cumplimiento del Código de Ética, lo cual permite tener una visión mayor hacia las gestiones que realiza.

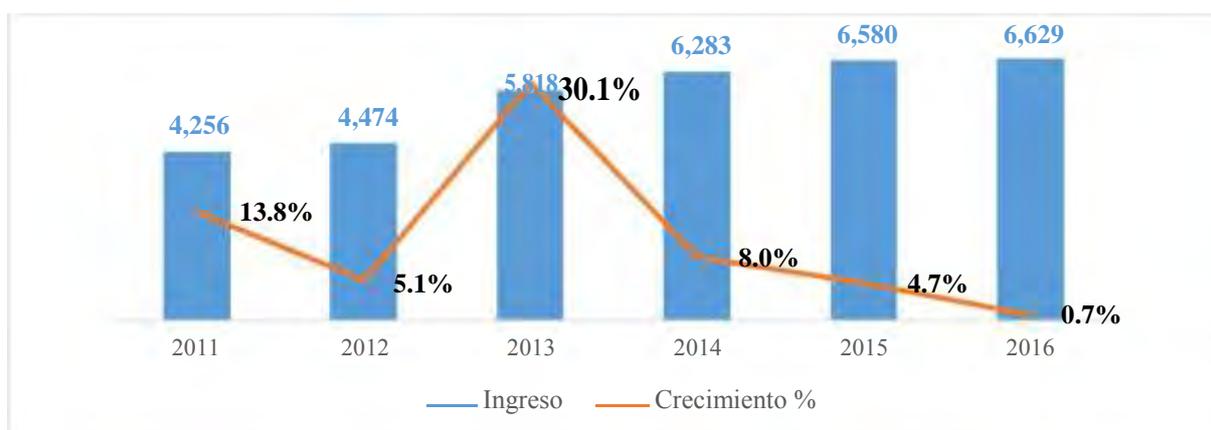
5. En la empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. se verificó un lento crecimiento en las ventas durante el periodo estudiado, razón por la cual la compañía no cuenta con un gerente de riesgo, lo que no permite la minimización de los riesgos que debe asumir ante financiamientos elevados, lo cual, a su vez, es originado por el desorden de las gestiones tesoreras y financieras de la compañía. Sin embargo, cabe mencionar que durante los años 2013 al 2015 la compañía incluyó un porcentaje de directores de género femenino, con lo que logró obtener una visión más concreta. Asimismo, para los años 2014 al 2016, se decidió que la sociedad de la compañía contara con una oficina de relaciones con inversionistas, pero aún no se ha establecido mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo. Esto es totalmente perjudicial para la compañía, pues, sin contar con una forma de aplicar bien las prácticas de gobierno corporativo, la empresa está sumergida en un desorden totalmente improductivo.

### **4.3 Análisis Financiero por Empresa, Sector Manufactura**

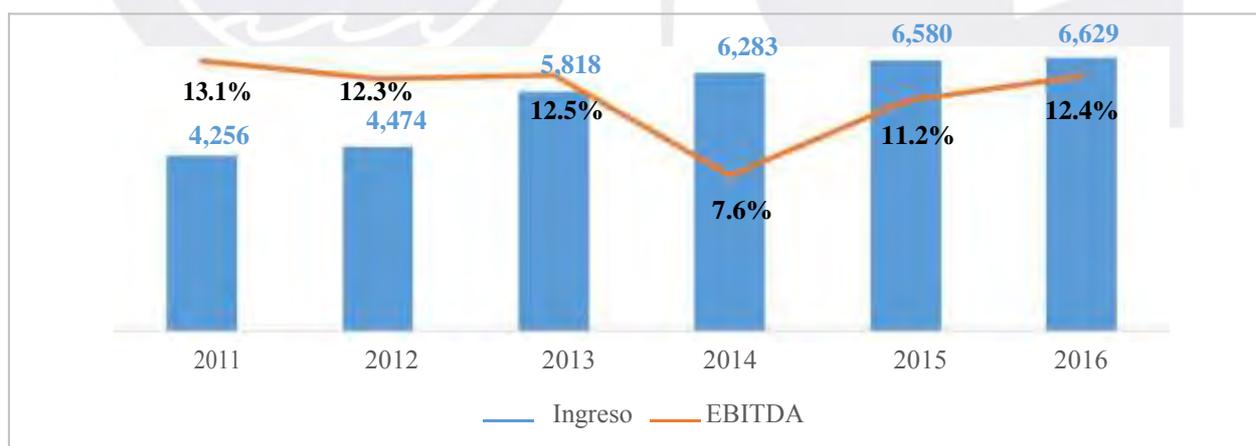
#### **4.3.1 Alicorp S. A. A.**

Alicorp S. A. A. participa en las siguientes categorías del mercado de consumo masivo: detergentes, jabón de lavar, aceites domésticos, fideos, galletas, harinas domésticas,

margarinas domésticas, mayonesa, ketchup, refrescos en polvo, gelatinas y mazamorras; la categoría de mayonesas es la que más cobertura tiene: llega al 90% del mercado. Durante el período comprendido entre 2011-2016, el crecimiento en las ventas muestra una tendencia heterogénea como se muestra en la Figura 9. El 2013 fue el año con mayor crecimiento, debido básicamente al incremento de las ventas internacionales en 82%, lo que representa el 36% de las ventas consolidadas.



*Figura 9.* Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual. Información tomada de la memoria anual de la empresa Alicorp S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).



*Figura 10.* Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. Alicorp S. A. A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Alicorp S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

A pesar de que el ingreso por ventas en el año 2011 es menor a los años siguientes, el EBITDA muestra su mayor margen en ese periodo, pero por una diferencia mínima con el EBITDA del 2012 y 2016. Por otro lado, el año 2014 muestra una pronunciada caída respecto al 2013, según muestra la Figura 10. Los gastos que influyeron para que el EBITDA cayera a 7.6% el 2014 fueron el incremento en los gastos de publicidad, acarreos, comisiones, sueldos, alquileres y consultorías.

Tabla 18.

*Márgenes Alicorp S. A. A.*

Márgenes	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Ganancia Bruta</b>	1175.74	1232.73	1583.99	1712.87	1870.52	2013.56
Margen Bruto %	27.6%	27.6%	27.2%	27.3%	28.4%	30.4%
<b>EBITDA</b>	559.00	549.51	725.90	475.32	736.12	823.51
Margen EBITDA %	13.1%	12.3%	12.5%	7.6%	11.2%	12.4%
<b>EBIT</b>	485.79	477.65	612.55	345.50	569.51	650.06
Margen EBIT%	11.4%	10.7%	10.5%	5.5%	8.7%	9.8%
<b>Ganancia Neta</b>	330.72	352.22	317.91	10.42	153.59	302.49
Margen Neto%	7.8%	7.9%	5.5%	0.2%	2.3%	4.6%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la empresa Alicorp S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El comportamiento de los márgenes (ver Tabla 18) muestra que el margen bruto tiene una tendencia lineal, debido a un adecuado control del costo de ventas. Sin embargo, el margen neto muestra un comportamiento heterogéneo, sobre todo en los años 2014 y 2015. El margen neto en el 2014 fue de 10.42 millones de soles debido al resultado de operaciones con derivados de materias primas que fueron registrados en ese periodo.

La caída de la utilidad operativa en el año 2014 impactó directamente en los indicadores de rentabilidad de la empresa, como se muestra en la Tabla 19. El año 2014 fue el de menor rentabilidad tanto en el ROA, ROE y ROIC. Sin embargo, es importante recalcar que, a partir del 2014, se muestra una tendencia ascendente de la rentabilidad.

Tabla 19.

*Rentabilidad Alicorp S. A. A.*

Rentabilidad	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	10%	8%	8%	3%	5%	7%
ROIC	13%	10%	10%	5%	8%	10%
ROE	17%	15%	12%	1%	7%	13%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la empresa Alicorp S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 20.

*Liquidez Alicorp S. A. A.*

Liquidez	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez corriente	2.1x	1.8x	1.8x	1.2x	1.2x	1.2x
Liquidez ácida	0.9x	1.1x	1.1x	0.6x	0.6x	0.8x
Liquidez severa	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0.5x	0.5x
Promedio días venta	36.5	48.4	53.2	55.9	54.5	54.0
Promedio días inventario	78.6	84.1	66.6	71.0	77.4	71.0
Promedio días pagar	45.9	55.5	51.8	64.4	89.3	107.0
Promedio ciclo de conversión	69.1	77.0	67.9	62.6	42.6	18.0

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la empresa Alicorp S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 21.

*Rotación de Activos Alicorp S. A. A.*

Rotación	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activos Totales	1.4x	1.2x	1.2x	1.0x	1.0x	1.1x
Activos Fijos	3.7x	3.6x	3.6x	3.2x	3.2x	3.3x
Cuentas por Cobrar	10.0x	7.6x	6.9x	6.5x	6.7x	6.8x
Inventario	4.6x	4.4x	5.5x	5.1x	4.7x	5.2x

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la empresa Alicorp S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

En términos de liquidez, la empresa muestra un ratio de liquidez corriente descendente durante el periodo 2011 al 2016, como se muestra en la Tabla 20; sin embargo,

el ratio de liquidez severa muestra una tendencia ascendente. Uno de los factores que ha influenciado este indicador, según muestra la Tabla 21, es la rotación de cuentas por cobrar que ha sufrido mayor variación en el periodo evaluado.

Tabla 22.

*Solvencia Alicorp S. A. A.*

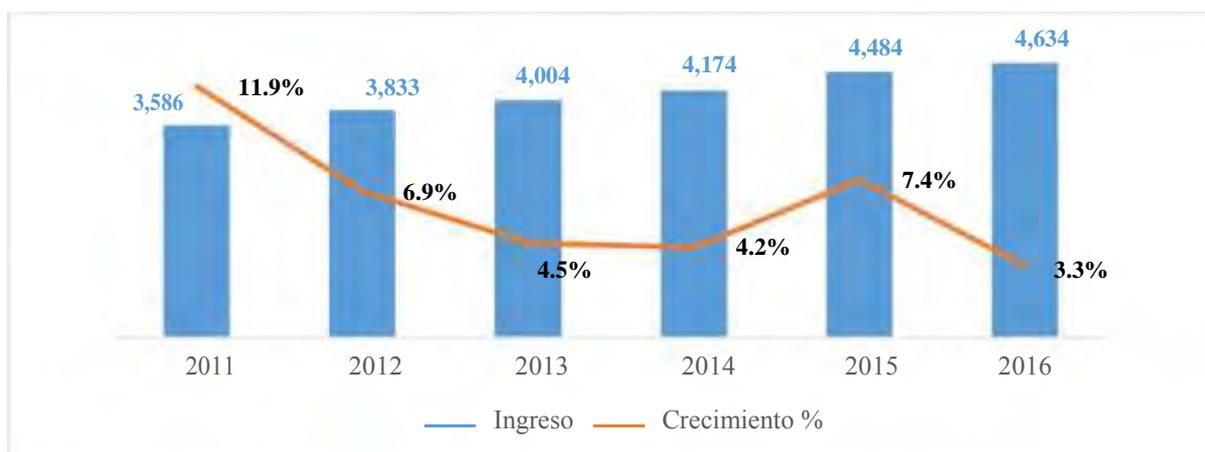
<b>Solvencia</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Total Deuda / Patrimonio	27%	61%	94%	132%	94%	63%
Total Deuda / Capital	21%	38%	48%	57%	48%	39%
Total Pasivo / Total Activo	40%	51%	61%	69%	64%	58%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la empresa Alicorp S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Adicionalmente, según Tabla 22, Alicorp S. A. A. muestra un importante apalancamiento en el año 2014, llegando a 132% en la relación deuda patrimonio. Las variaciones pronunciadas en este indicador muestran que no se dimensionaron a tiempo los requerimientos de financiamiento. A pesar de que las operaciones del año 2014 afectaron negativamente a todos los indicadores, en los años 2015 y 2016 se evidencia la capacidad de respuesta de la empresa, que realizó acciones correctivas, como, por ejemplo, la reestructuración de sus pasivos a corto plazo y la reducción de su exposición al riesgo cambiario.

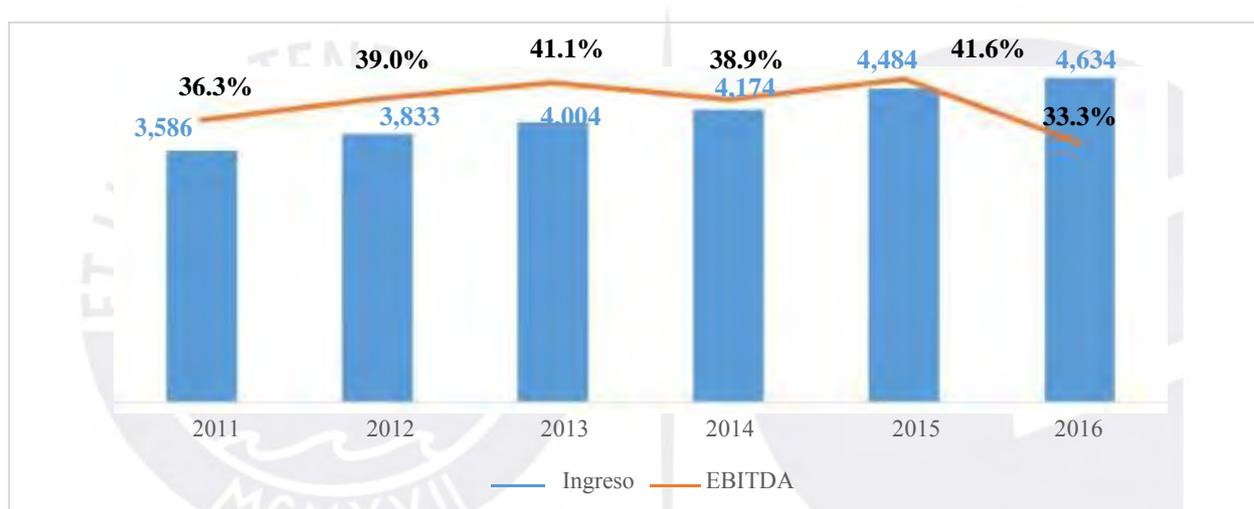
#### **4.3.2 UCP Backus y Johnston S. A. A.**

UCP Backus y Johnston S. A. A., como se observa en la Figura 11, muestra un leve crecimiento año a año en el concepto de ingresos por venta; sin embargo, la variación porcentual ha oscilado entre 11.9% y 3.3%. Más del 88% de sus ingresos proviene de la elaboración y distribución de cerveza. Adicionalmente, es preciso mencionar que la venta de bebidas no alcoholizadas está teniendo un repunte por el tema coyuntural del cuidado de la salud. Respecto al territorio donde se concretan las ventas, el 94% de estas se realizan en territorio nacional.



*Figura 11.* Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual. UCP Backus y Johnston S. A. A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa UCP Backus y Johnston S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).



*Figura 12.* Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. UCP Backus y Johnston S.A.A.

Información tomada de la memoria anual de la empresa UCP Backus y Johnston S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Pese a que la variación porcentual de los ingresos muestra una tendencia descendente del 2011 al 2014 (ver Figura 12), el EBITDA tiene un comportamiento más homogéneo entre los años 2011 al 2015, dibujando una caída casi 9% en el 2016. El 2015 fue el año en que los indicadores de rentabilidad llegaron a sus niveles más altos (ver Tabla 23). La empresa continúa teniendo altos márgenes, según muestra la Tabla 24, los cuales se encuentran entre los mejores de la industria. Un factor que influyó en este indicador es el hecho de que la

empresa registró un ingreso por S/183 millones de soles por su participación en el resultado de las subsidiarias.

Tabla 23.

*Rentabilidad UCP Backus y Johnston S. A. A.*

<b>Rentabilidad</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
ROA	20%	23%	25%	23%	26%	19%
ROIC	31%	38%	41%	38%	42%	33%
ROE	37%	46%	52%	51%	63%	41%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la empresa UCP Backus y Johnston S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Tabla 24.

*Márgenes UCP Backus y Johnston S. A. A.*

<b>Márgenes</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Ganancia Bruta</b>	2475.31	2738.33	2846.76	2960.16	3186.49	3311.25
Margen %	69.0%	71.4%	71.1%	70.9%	71.1%	71.5%
<b>EBITDA</b>	1301.80	1496.44	1645.62	1623.23	1864.65	1544.88
Margen %	36.3%	39.0%	41.1%	38.9%	41.6%	33.3%
<b>EBIT</b>	1096.86	1280.96	1416.14	1394.03	1624.83	1235.24
Margen %	30.6%	33.4%	35.4%	33.4%	36.2%	26.7%
<b>Ganancia Neta</b>	741.29	885.79	934.73	935.09	1179.48	746.79
Margen %	20.7%	23.1%	23.3%	22.4%	26.3%	16.1%

Tabla 25.

*Liquidez UCP Backus y Johnston S. A. A.*

<b>Liquidez</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez corriente	1.0x	0.6x	0.7x	0.6x	0.7x	0.6x
Liquidez ácida	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.5x	0.5x
Liquidez severa	1.1x	1.1x	1.0x	1.1x	1.1x	0.9x
Promedio días venta	28.9	26.6	29.0	27.3	23.6	20.3
Promedio días inventario	76.8	72.4	68.6	63.2	54.5	51.8
Promedio días pagar	101.2	111.7	116.6	126.7	138.4	150.4
Promedio ciclo de conversión	4.5	(12.8)	(19.1)	(36.2)	(60.3)	(78.2)

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la empresa UCP Backus y Johnston S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Respecto a los indicadores de liquidez, según muestra la Tabla 25, la tendencia del ratio de liquidez ácida muestra una leve tendencia ascendente, mientras que la liquidez severa muestra un sólido comportamiento durante el periodo evaluado; cabe mencionar que los saldos de caja y bancos están compuestos por tres tipos de monedas: sol, dólar y euro. La posición de las monedas extranjeras sirve para cumplir obligaciones en dichas monedas generadas en las operaciones productivas y comerciales. A pesar del comportamiento sólida de la liquidez severa, existen algunos eventos que pueden afectar este indicador como, por ejemplo, un recrudecimiento de la crisis financiera internacional, crecimiento en la participación de mercado de las empresas de la competencia, entre otros. Tabla 26.

*Rotación de Activos UCP Backus y Johnston S.A.A.*

<b>Rotación</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Activos Totales	1.0x	1.1x	1.1x	1.1x	1.1x	1.1x
Activos Fijos	1.9x	1.9x	1.8x	1.8x	1.8x	1.9x
Cuentas por Cobrar	12.6x	13.8x	12.6x	13.4x	15.4x	18.0x
Inventario	4.8x	5.1x	5.3x	5.8x	6.7x	7.1x

*Nota.* Información tomada de la manual de la empresa UCP Backus y Johnston S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Respecto a la rotación de activos, el ratio de activos totales muestra un comportamiento constante de 1.1x, según la Tabla 26, entre los años 2012 al 2016. El ratio que más ha tenido variación es el de rotación de cuentas por cobrar, llegando el 2016 a 18.0x, el mejor resultado del periodo evaluado.

Tabla 27.

*Solvencia UCP Backus y Johnston S.A.A.*

<b>Solvencia</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Total Deuda / Patrimonio	5%	14%	25%	26%	27%	23%
Total Deuda / Capital	5%	12%	20%	21%	21%	19%
Total Pasivo / Total Activo	41%	49%	51%	51%	53%	56%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la empresa UCP Backus y Johnston S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Finalmente, UCP Backus y Johnston S. A. A., según sus ratios de solvencia de los años 2011 al 2016, muestra un sólido perfil financiero, pues ha reducido endeudamiento y ha creado el contexto adecuado para una buena generación de flujos de efectivo (ver Tabla 27).

### 4.3.3 Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.

La Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. ofrece al mercado nacional e internacional productos de calidad para atender cuatro sectores económicos: construcción, industria, pesquería y minería. En el año 2011, según la Figura 13, la empresa logró su mayor incremento en ingresos debido al crecimiento de 25.7% en el mercado nacional. Sin embargo, en el año 2014 y 2015, presentó su mayor decrecimiento, ocasionado por el menor volumen de barras mineras y la disminución de los precios de los productos de acero nacional, acompañando de la caída de los precios internacionales.



*Figura 13.* Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. Información tomada de la memoria anual de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Respecto al EBITDA, según muestra la Figura 14, en el año 2012 la empresa obtuvo una ratio negativa de 4.8%, debido a variaciones en el precio de los productos siderúrgicos, pues los gastos de venta, distribución y administración representaron un 5.8% inferior al 6.9% registrado en el 2012. A partir del 2013, la tendencia de crecimiento dibuja una línea ascendente; en el año 2016 el ratio llegó a su expresión más alta, debido a la disminución de los gastos de distribución, ventas y administración en 14% respecto al año 2015.

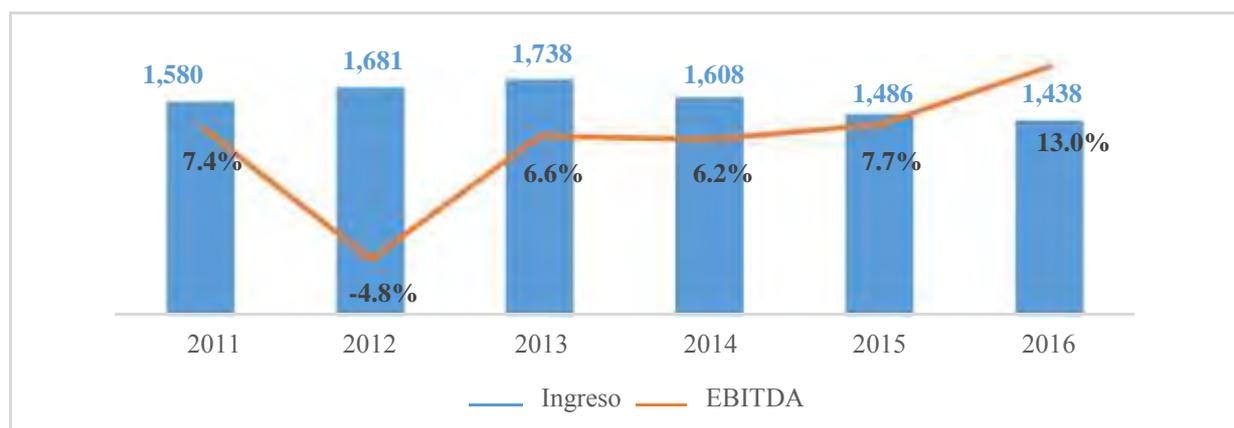


Figura 14. Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.

Información tomada de la memoria anual de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 28.

Márgenes Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.

Márgenes	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Ganancia Bruta</b>	172.28	-19.70	109.11	89.54	116.11	182.04
Margen %	10.9%	(1.2%)	6.3%	5.6%	7.8%	12.7%
<b>EBITDA</b>	116.32	-81.10	114.88	100.21	114.05	187.19
Margen %	7.4%	(4.8%)	6.6%	6.2%	7.7%	13.0%
<b>EBIT</b>	72.71	-134.60	53.32	40.78	56.60	128.72
Margen %	4.6%	(8.0%)	3.1%	2.5%	3.8%	9.0%
<b>Ganancia Neta</b>	54.75	-99.20	-1.90	-204.80	14.37	100.45
Margen %	3.5%	(5.9%)	(0.1%)	(12.7%)	1.0%	7.0%

Nota. Información tomada de la memoria anual de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Los márgenes muestran tendencias heterogéneas (ver Tabla 28). El margen bruto en el año 2012 fue negativo debido principalmente a la disminución de los precios de los productos siderúrgicos en el mercado y, en menor proporción, al efecto de la marcación de mercado de los inventarios.

Se muestra en la Tabla 29 que en los años 2012 y 2014 se muestra el indicador negativo en el ROE, debido a que, en el año 2012, se registró una variación en el precio de los productos siderúrgicos que la empresa comercializa y, en el 2014, la empresa dio de baja

activos y desvalorizó existencias que no utilizará en el futuro, por un valor aproximado de S/312 millones.

Tabla 29.

*Rentabilidad Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.*

<b>Rentabilidad</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
ROA	2%	-4%	2%	1%	2%	5%
ROIC	3%	-4%	2%	2%	2%	6%
ROE	5%	-10%	0%	-18%	1%	9%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A, Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 30.

*Liquidez Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.*

<b>Liquidez</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez corriente	1.8x	2.1x	2.6x	1.7x	5.0x	3.3x
Liquidez ácida	0.6x	0.8x	1.1x	0.9x	2.6x	1.5x
Liquidez severa	NM	NM	0.4x	0.4x	0.5x	1.5x
Promedio días venta	36.9	41.0	46.5	56.1	60.9	55.3
Promedio días inventario	172.7	142.6	137.8	124.6	108.5	110.9
Promedio días pagar	44.4	17.2	27.5	44.7	34.4	39.7
Promedio ciclo de conversión	165.1	166.3	156.8	135.9	135.1	126.6

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Respecto a la liquidez corriente, del 2011 al 2013 se observa una tendencia ascendente, esto se debe a una disminución del pasivo y aumento el activo corriente. El año 2015 la empresa realizó el refinanciamiento de su deuda a corto plazo y, de esta manera, los ratios de liquidez presentaron mayor rotación respecto a los años anteriores, según se muestra en la Tabla 30.

Así como la baja de las existencias en el 2014 afectó los ratios de liquidez y rentabilidad, la rotación de inventarios también fue afectada en el mismo año, como se observa en la Tabla 31. Respecto a la rotación de activos totales y activos fijos la tendencia

del 2011 al 2016 es ascendente, lo que muestra mayor eficiencia en el uso de los recursos.

Tabla 31.

*Rotación de Activos Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.*

<b>Rotación</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Activos Totales	0.8x	0.8x	0.8x	0.9x	0.9x	1.0x
Activos Fijos	1.7x	1.8x	1.8x	2.0x	2.2x	2.3x
Cuentas por Cobrar	9.9x	8.9x	7.8x	6.5x	6.0x	6.6x
Inventario	2.1x	2.6x	2.6x	2.9x	3.4x	3.3x

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 32.

*Solvencia Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.*

<b>Solvencia</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Total Deuda / Patrimonio	84%	100%	43%	43%	34%	NA
Total Deuda / Capital	46%	50%	30%	30%	25%	NA
Total Pasivo / Total Activo	51%	53%	38%	37%	32%	15%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

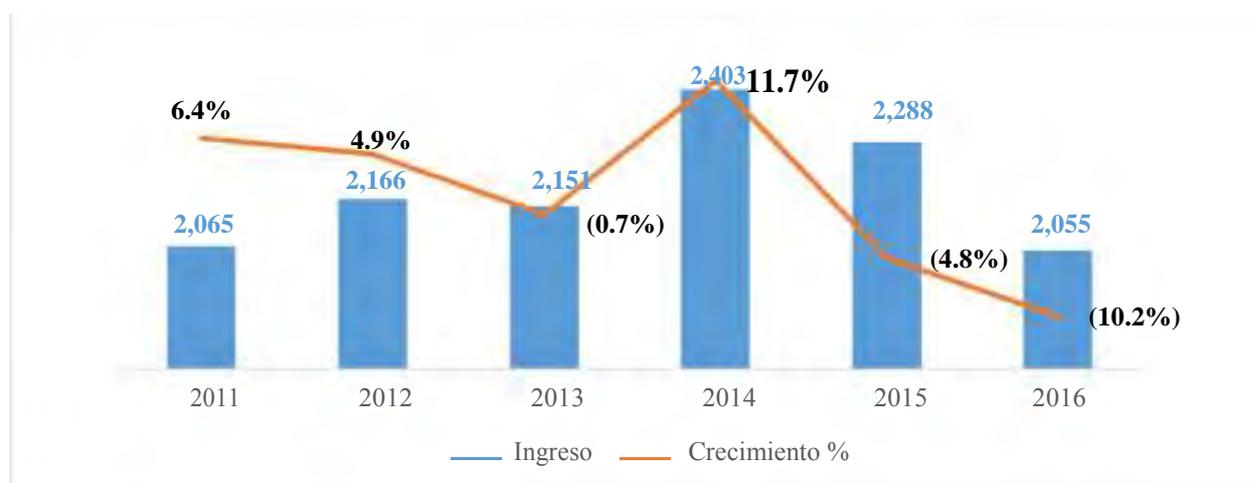
Respecto a los ratios de solvencia, la relación total deuda / patrimonio, del 2012 al 2015 muestran una tendencia descendente, llegando el 2015 a 34%, debido a los menores pasivos y menores obligaciones financieras, según muestra la Tabla 32.

#### **4.3.4 Corporación Aceros Arequipa S. A. A.**

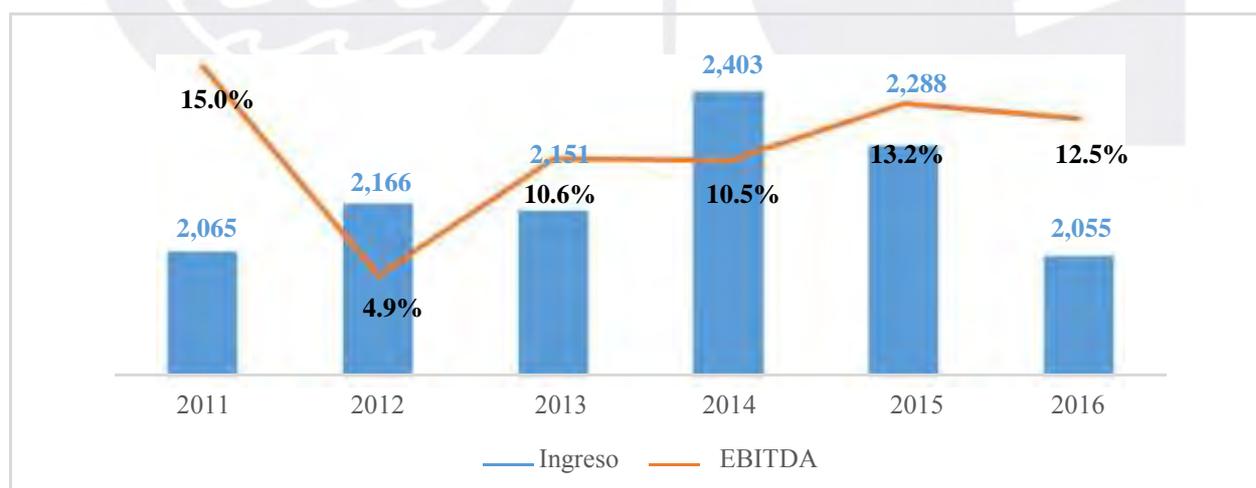
Corporación Aceros Arequipa S. A. A. tiene como principales productos las barras de construcción, alambrón, perfiles, barras lisas, planchas, bobinas y otros que los comercializa tanto en territorio peruano como en el extranjero. El año 2014, según se muestra en la Figura 15, la empresa logra su mayor facturación, principalmente por el crecimiento de las exportaciones en un 38%, los mayores crecimientos se dieron por exportaciones a Estados Unidos y Colombia; sin embargo, Bolivia sigue siendo el principal destino. Por otro lado, respecto a la capacidad mundial de producción de acero, en el 2014, se observó una tendencia

creciente en 3% respecto al año anterior. Así mismo, el año 2014 la empresa cumplió 50 años atendiendo al mercado siderúrgico tanto nacional como extranjero.

A pesar de que el año 2014 la empresa logró su mayor facturación, el año 2011 es destacado por su mejor EBITDA, como se muestra en la Figura 16, llegando a 15%. Este 15% se logró debido a una mejora margen bruto, así como a ciertos ajustes efectuados en concordancia a las NIIFs.



*Figura 15.* Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual. Corporación Aceros Arequipa S. A. A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Corporación Aceros Arequipa S. A. A. Bolsa de Valores de Lima (BVL).



*Figura 16.* Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. Corporación Aceros Arequipa S. A. A. Información tomada de la memoria anual de la empresa Corporación Aceros Arequipa S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Como se mencionó, en el año 2011 la empresa logró los mejores márgenes y rentabilidad del periodo evaluado, según se muestra en la Tabla 33 y Tabla 34, debido a que los objetivos centrales de la Corporación Aceros Arequipa S. A. A. están alineados a lograrlos: aumento de la productividad, reducción de costos y control del medio ambiente. Respecto al margen EBITDA, en el año 2013, se observa una variación positiva respecto al año 2012 en más de 5% debido a la mejora del margen bruto, que se explica por la paulatina recuperación de los precios internos, así como la subida del tipo de cambio. Tabla 33.

*Márgenes Corporación Aceros Arequipa S. A. A.*

<b>Márgenes</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Ganancia Bruta</b>	466.67	277.70	397.98	426.53	417.40	344.21
Margen %	22.6%	12.8%	18.5%	17.7%	18.2%	16.7%
<b>EBITDA</b>	310.28	106.77	227.42	251.38	303.00	256.64
Margen %	15.0%	4.9%	10.6%	10.5%	13.2%	12.5%
<b>EBIT</b>	263.65	58.52	156.34	175.00	215.36	168.95
Margen %	12.8%	2.7%	7.3%	7.3%	9.4%	8.2%
<b>Ganancia Neta</b>	199.29	59.09	19.04	68.23	85.74	98.42
Margen %	9.7%	2.7%	0.9%	2.8%	3.7%	4.8%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Aceros Arequipa S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tabla 34.

*Rentabilidad Corporación Aceros Arequipa S. A. A.*

<b>Rentabilidad</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
ROA	7%	1%	3%	3%	4%	4%
ROIC	8%	2%	4%	4%	5%	4%
ROE	16%	4%	1%	4%	5%	6%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Aceros Arequipa S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

A pesar de que el resultado de los indicadores de rentabilidad de los años 2013 y 2014, ROA y ROIC, son similares, el ROE muestra una variación de 3% debido a que, en el año 2013, el resultado obtenido incorpora el registro contable de la pérdida por diferencia de cambio por S/92.6 millones. En el año 2016, el ROE llega a 6% debido principalmente a la

menor pérdida por diferencia de cambio. Otro factor es la disminución de gastos operativos y un mayor ingreso por las empresas vinculadas, consecuencia de las mayores utilidades obtenidas por la empresa donde Corporación Aceros Arequipa S. A. A. tiene participación accionaria.

Tabla 35.

*Liquidez Corporación Aceros Arequipa S.A.A.*

<b>Liquidez</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez corriente	1.7x	1.4x	1.5x	1.7x	2.3x	2.3x
Liquidez ácida	0.4x	0.5x	0.6x	0.6x	1.1x	0.9x
Liquidez severa	0.1x	0.3x	0.1x	0.6x	0.9x	0.4x
Promedio días venta	22.1	27.6	30.9	29.3	37.1	40.8
Promedio días inventario	239.8	197.0	184.8	151.0	131.2	134.3
Promedio días pagar	46.2	44.0	35.0	32.0	41.8	43.8
Promedio ciclo de conversión	215.7	180.6	180.7	148.3	126.5	131.3

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Aceros Arequipa S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Según muestra la Tabla 35, respecto al manejo de tesorería, la empresa tiene una postura conservadora y no especulativa. Respecto a la liquidez corriente, se observa una tendencia ascendente a partir del año 2012. Ello se debe a un mejor proceso en la generación de efectivo, a los ingresos diversos por dividendos, a la cobranza por la venta de activos y a una reducción de inventarios.

Tabla 36.

*Rotación de Activos Corporación Aceros Arequipa S. A. A.*

<b>Rotación</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Activos Totales	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x	0.8x	0.7x
Activos Fijos	2.4x	2.1x	1.5x	1.5x	1.4x	1.4x
Cuentas por Cobrar	16.5x	13.3x	11.8x	12.5x	9.8x	9.0x
Inventario	1.5x	1.9x	2.0x	2.4x	2.8x	2.7x

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Aceros Arequipa S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Respecto a la rotación de activo fijo, se observa en la Tabla 36 que, a partir del 2013 al 2016, resultados constantes, pero inferiores a los alcanzados en los años 2011 y 2012. Esto se debe a la mayor inversión realizada: nuevo tren de laminación, nuevos almacenes en Pisco,

centro de distribución en Lima, proyecto SAP-ERP, entre otras de menor envergadura.

Finalmente, respecto a la solvencia de la empresa, el total deuda / patrimonio muestra una tendencia descendente (ver Tabla 37) debido a la reducción de la deuda financiera y el aumento del patrimonio en línea.

Tabla 37.

*Rotación de Solvencia Aceros Arequipa S. A. A.*

<b>Solvencia</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Total Deuda / Patrimonio	70%	75%	78%	59%	41%	37%
Total Deuda / Capital	41%	43%	44%	37%	29%	27%
Total Pasivo / Total Activo	49%	51%	50%	46%	40%	40%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Aceros Arequipa S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL).

#### **4.3.5 Cementos Pacasmayo S. A. A.**

La empresa Cementos Pacasmayo S. A. A. tiene en la cartera de productos que ofrece al mercado nacional cementos, concreto, bloques, suministros para la construcción, cal entre otros. En el país existen siete fábricas de cemento, los costos de producción entre estas no varían sustancialmente; sin embargo, en los costos de transporte es en donde estas empresas compiten. Respecto al ingreso, como se muestra en la Figura 17, a partir del año 2012 la caída en el crecimiento de este rubro es notoria: llega en su resultado más bajo a -0.9%, debido a una menor demanda por parte del sector público durante los primeros ocho meses del periodo mencionado.

A pesar de que el crecimiento en el ingreso dibujó una tendencia descendente en los años 2011 al 2016, sucedió lo contrario con el EBITDA de la empresa (ver Figura 18); llegó a 31.8% en el 2015, principalmente por la reducción de costos operativos, gastos administrativos y a la política de optimización del personal. Así mismo, según la Tabla 38, el margen neto del 2015 llegó hasta 17.5% principalmente por una mayor utilidad operativa, así como un resultado favorable por diferencia cambiaria, lo que muestra una administración adecuada del riesgo de tipo de cambio en moneda extranjera.

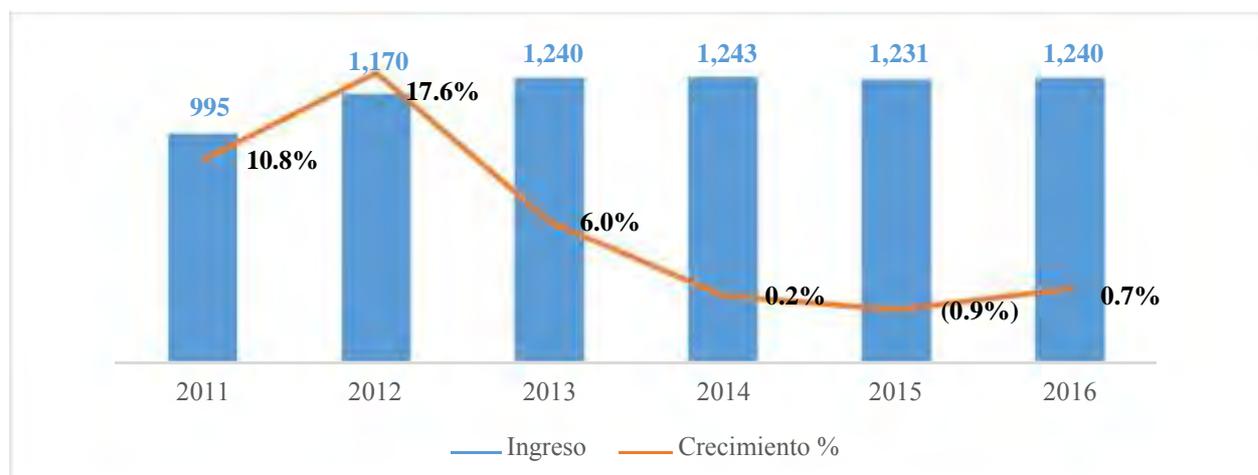


Figura 17. Ingreso por ventas (en millones de soles) y variación porcentual.

Cementos Pacasmayo S.A.A.

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

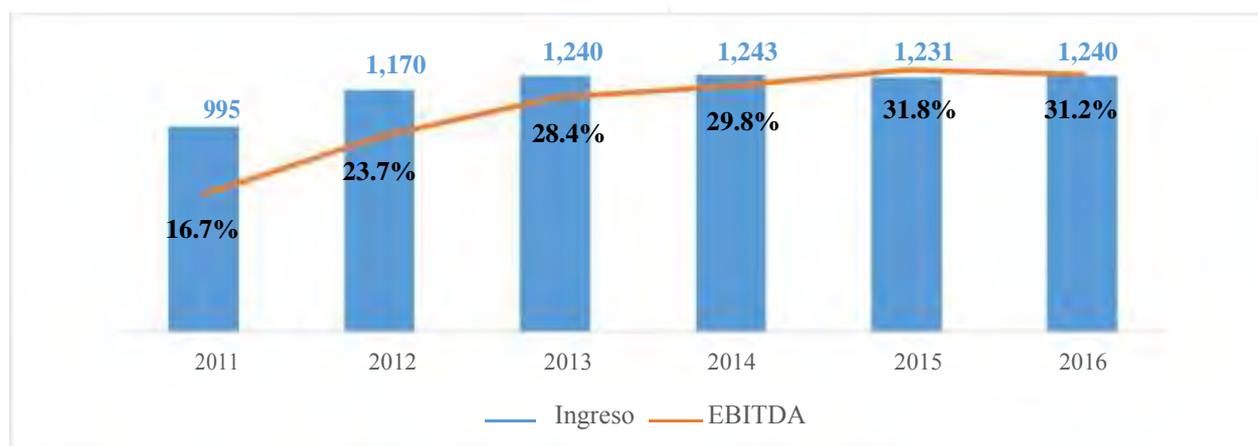


Figura 18. Ingreso por ventas (en millones de soles) y EBITDA. Cementos Pacasmayo S. A. A.

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

Respecto a los ratios de rentabilidad, según Tabla 39, el ROE es el que muestra resultados con mayor variación respecto a los otros indicadores, el ROA muestra una leve disminución en los periodos 2014 al 2016, debido a una mayor inversión durante esos años.

Tabla 38.

*Márgenes Cementos Pacasmayo S. A. A.*

Márgenes	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Ganancia Bruta</b>	425.46	456.75	523.45	518.43	525.92	503.64
Margen %	42.8%	39.0%	42.2%	41.7%	42.7%	40.6%
<b>EBITDA</b>	166.22	276.88	351.86	370.08	391.14	387.20
Margen %	16.7%	23.7%	28.4%	29.8%	31.8%	31.2%
<b>EBIT</b>	118.59	226.48	295.99	305.32	320.33	275.93
Margen %	11.9%	19.4%	23.9%	24.6%	26.0%	22.2%
<b>Ganancia Neta</b>	67.69	159.01	155.63	192.83	215.53	116.17
Margen %	6.8%	13.6%	12.6%	15.5%	17.5%	9.4%

Tabla 39.

*Rentabilidad Cementos Pacasmayo S. A. A.*

Rentabilidad	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	4%	7%	7%	6%	6%	5%
ROIC	5%	8%	7%	7%	7%	6%
ROE	6%	10%	8%	10%	11%	6%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Cementos Pacasmayo S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)  
Tabla 40.

*Liquidez Cementos Pacasmayo S. A. A.*

Liquidez	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez corriente	2.1x	4.7x	9.0x	5.2x	3.1x	5.0x
Liquidez ácida	1.4x	3.0x	6.6x	3.4x	1.3x	0.9x
Liquidez severa	0.4x	0.6x	1.2x	1.2x	1.4x	1.3x
Promedio días venta	13.7	13.1	13.7	16.3	19.6	20.9
Promedio días inventario	117.4	124.3	156.1	166.0	163.5	162.5
Promedio días pagar	39.4	38.6	33.9	34.2	41.6	35.4
Promedio ciclo de conversión	91.7	98.7	135.9	148.1	141.5	147.9

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Cementos Pacasmayo S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Los ratios de rotación, según Tabla 41, muestran bajos resultados en activos totales y activos fijos durante los periodos 2011 al 2016, debido al incremento de inversión de activos fijos, principalmente en maquinarias. Respecto a la rotación de cuentas por cobrar, obtuvo el mayor resultado de todas las empresas de la muestra. Tabla 41.

*Rotación de Activos Cementos Pacasmayo S.A.A.*

Rotación	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activos Totales	0.6x	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x
Activos Fijos	0.8x	0.9x	0.8x	0.7x	0.5x	0.5x
Cuentas por Cobrar	26.7x	28.0x	26.6x	22.3x	18.6x	17.5x
Inventario	3.1x	2.9x	2.3x	2.2x	2.2x	2.3x

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Cementos Pacasmayo S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Tabla 42.

*Solvencia de Activos Cementos Pacasmayo S.A.A.*

Solvencia	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total Deuda / Patrimonio	55%	11%	41%	43%	49%	50%
Total Deuda / Capital	35%	10%	29%	30%	33%	34%
Total Pasivo / Total Activo	45%	21%	35%	36%	40%	40%

*Nota.* Información tomada de la memoria anual de Cementos Pacasmayo S. A. A., Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Finalmente, los ratios de solvencia muestran, según la Tabla 42, que en el año 2012, el ratio de deuda / capital llegó a 10% debido al incremento en el capital por la emisión de nuevas acciones. Por otro lado, en los años del 2011 al 2016, el resultado del pasivo / total de activos es inferior a 50%, lo que permite afirmar que la empresa no tiene dependencia financiera; por el contrario, pertenece en más del 50% a los accionistas.

#### 4.4 Resultados Financieros de las Empresas del Sector Manufactura

Tabla 43.

*Flujo de Caja, obtenidos de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016*

Empresas	Flujo de Caja						Promedio	Puntaje
	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
UCP Backus y Johnston S.A.A.	-87.2	-23.4	13.0	-5.1	214.8	219.4	55.2	30
Alicorp S.A.A.	-48.4	394.3	-405.3	6.6	13.0	161.0	20.2	24
Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	24.5	21.2	58.8	-39.7	9.3	11.7	14.3	18
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	-70.1	0.4	48.0	75.5	-30.1	-63.3	-6.6	12
Cementos Pacasmayo S.A.A.	208.8	-293.4	907.1	-396.5	-422.5	-77.8	-12.4	6
Índice Promedio del Sector (Muestra)	5.5	19.8	124.3	-71.8	-43.1	50.2		
Desviación Estándar (Muestra)	121.3	245.2	478.5	186.3	232.7	133.8		

Tabla 44.

*Índice de Lucratividad, obtenidos de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016*

Empresas	Índice de Lucratividad						Promedio	Puntaje
	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
UCP Backus y Johnston S.A.A.	95.46	265.96	81.88	93.13	111.29	135.55	130.54	25
Alicorp S.A.A.	95.24	138.33	103.17	78.13	81.58	126.96	103.90	20
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	44.06	41.11	84.62	62.86	43.18	347.37	103.87	15
Cementos Pacasmayo S.A.A.	76.82	118.26	94.78	83.46	96.15	125.25	99.12	10
Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	68.55	52.79	73.98	85.56	69.57	130.43	80.15	5
Índice Promedio del Sector (Muestra)	76.03	123.29	87.68	80.63	80.35	173.11		

Tabla 45.

*ROE, obtenidos de las empresas del sector manufactura en los periodos 2011-2016*

Empresas	ROE							Promedio	Puntaje
	2011	2012	2013	2014	2015	2016			
UCP Backus y Johnston S.A.A.	37%	46%	52%	51%	63%	41%	48%	15	
Alicorp S.A.A.	17%	15%	12%	1%	7%	13%	11%	12	
Cementos Pacasmayo S.A.A.	6%	10%	8%	2%	4%	4%	6%	9	
Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	16%	4%	1%	4%	5%	6%	6%	6	
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	7%	5%	-10%	0%	-18%	1%	-2%	3	
Índice Promedio del Sector (Muestra)	17%	16%	13%	11%	12%	13%			

Tabla 46.

*EVA, obtenidos de las empresas del sector manufactura en los periodos 2011-2016*

Empresas	EVA							Promedio	Puntaje
	2011	2012	2013	2014	2015	2016			
UCP Backus y Johnston S.A.A.	529.89	590.52	666.58	669.32	772.65	296.71	587.61	20	
Alicorp S.A.A.	120.53	17.27	-2.68	-118.26	-169.96	-66.43	-36.59	16	
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	-31.81	-61.28	-75.83	-70.31	-36.10	-44.26	-53.27	12	
Cementos Pacasmayo S.A.A.	-31.45	-80.85	-88.79	-44.95	-102.64	-177.82	-87.75	8	
Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	-29.00	-174.72	-195.04	-137.32	-120.89	-146.98	-133.99	4	
Índice Promedio del Sector (Muestra)	111.63	58.19	60.85	59.70	68.61	-27.76			

Tabla 47.

*Q de Tobin, obtenidos de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016*

Empresas	Q de Tobin						Promedio	Puntaje
	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
UCP Backus y Johnston S.A.A.	1.34	2.67	1.76	1.33	1.58	2.17	1.81	10
Alicorp S.A.A.	1.58	1.64	1.36	0.88	0.79	1.01	1.21	8
Cementos Pacasmayo S.A.A.	1.25	1.52	1.08	0.87	0.78	1.01	1.08	6
Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	0.57	0.39	0.26	0.23	0.15	0.19	0.30	4
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	0.38	0.17	0.20	0.16	0.07	0.29	0.21	2
Índice Promedio del Sector (Muestra)	1.03	1.28	0.93	0.69	0.68	0.93		

Tabla 48.

*ROA, obtenidos de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016*

Empresas	ROA						Promedio	Puntaje
	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
UCP Backus y Johnston S.A.A.	20%	23%	25%	23%	26%	19%	23%	5
Alicorp S.A.A.	10%	8%	8%	3%	5%	7%	7%	4
Cementos Pacasmayo S.A.A.	4%	7%	7%	6%	6%	5%	6%	3
Corporación Aceros Arequipa S.A.A.	7%	1%	3%	3%	4%	4%	4%	2
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	4%	2%	-4%	2%	1%	2%	1%	1
Índice Promedio del Sector (Muestra)	9%	8%	8%	8%	9%	7%		

#### 4.4 Análisis de la Relación entre el Buen Gobierno Corporativo y la Creación de Valor Financiero

##### 4.4.1 Alicorp S. A. A.

En la Figura 19, se muestra el IBGC alcanzado por Alicorp S. A. A. año a año

comparado con el promedio del sector. Durante los años 2011 al 2013, la empresa logró estar dentro del nivel “Regular” según segmentación expuesta en la Tabla 8; desde 2014 al 2016, logró alcanzar el nivel “Bueno”, lo que confirma que la empresa realiza buenas prácticas de buen corporativo. Esta mejora en el indicador se debe a haber logrado cumplir seis ítems adicionales a los cumplidos en los años del 2011 al 2013. La Figura 19 muestra que el promedio del IBGC de Alicorp S.A.A. es inferior al promedio del sector.

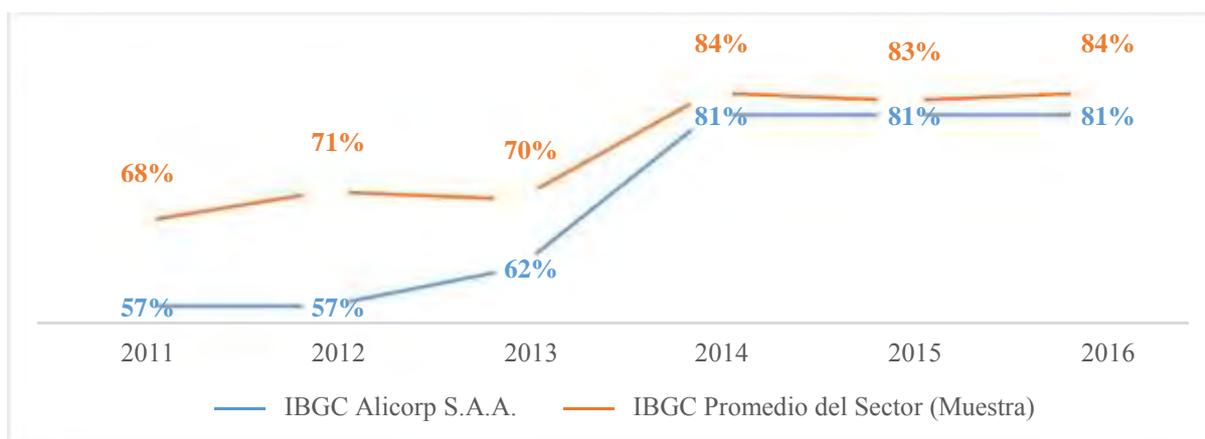


Figura 19. IBGC – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016

La Figura 20 muestra el resultado del IBGC de Alicorp durante el año 2011 al 2016 comparado con el resultado del flujo de caja en el mismo periodo. En el año 2012, Alicorp S. A. A. logra su mayor resultado en este indicador a pesar de que su resultado del IBGC es el menor de los seis años. Por otro lado, durante los años 2014 al 2016, el IBGC se mantiene en 81%; sin embargo, el flujo de caja muestra una tendencia ascendente.

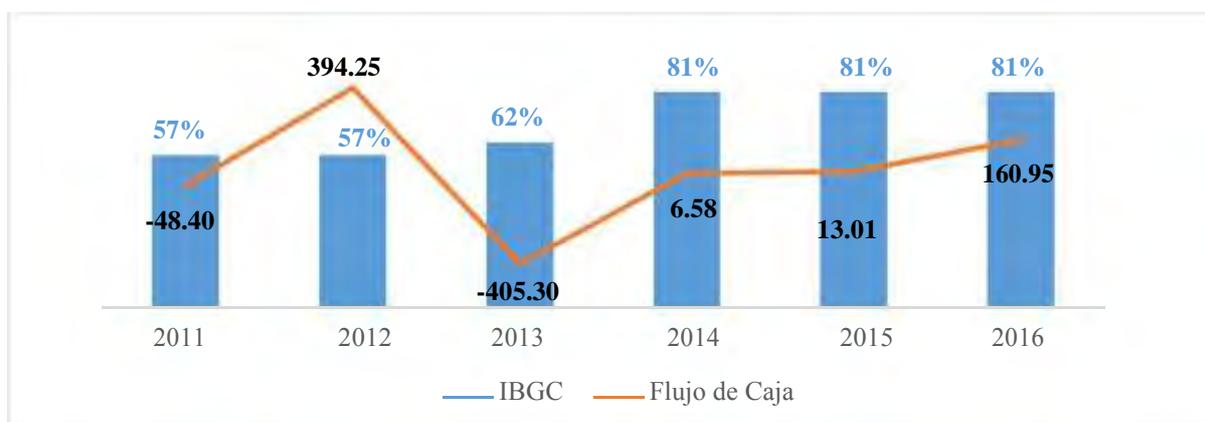


Figura 20. IBGC y Flujo de Caja – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 21 muestra el resultado del IBGC de Alicorp durante el año 2011 al 2016 comparado con el resultado índice de lucratividad en el mismo periodo. El año 2012 fue el año en el que Alicorp S. A. A. logró su mejor resultado. Del año 2013 al 2016, el índice dibuja una tendencia ascendente que no guarda relación con el resultado del cumplimiento del buen gobierno corporativo.

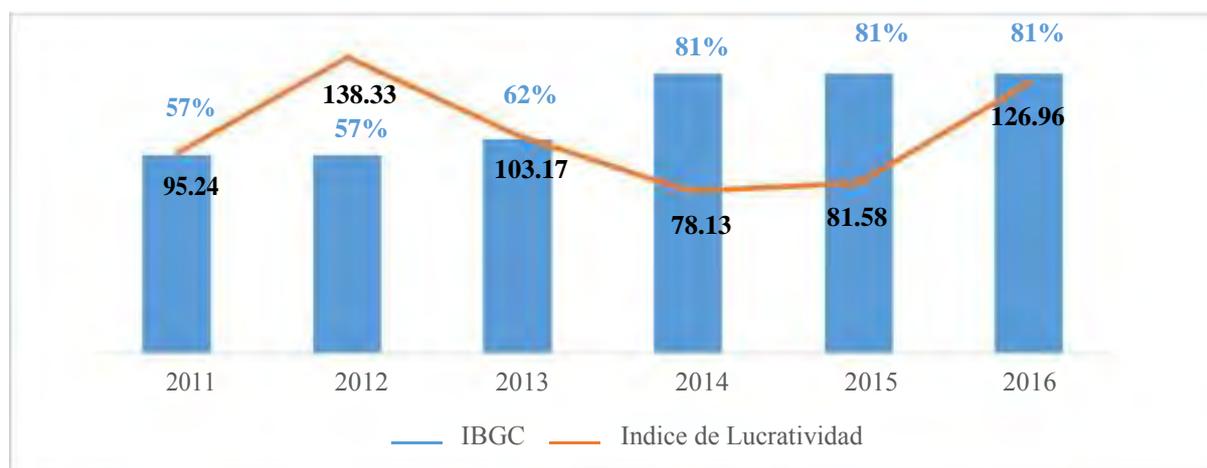


Figura 21. IBGC e índice de lucratividad – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 22 muestra el resultado del IBGC de Alicorp durante el año 2011 al 2016 comparado con el resultado del ROE. Entre los años 2011 al 2013, el IBGC dibuja una tendencia ascendente y el ROE, una tendencia contraria. Sin embargo, a diferencia del año 2014 al 2016, el IBGC se mantiene en 81%; el ROE tiene una tendencia ascendente con una inclinación pronunciada.

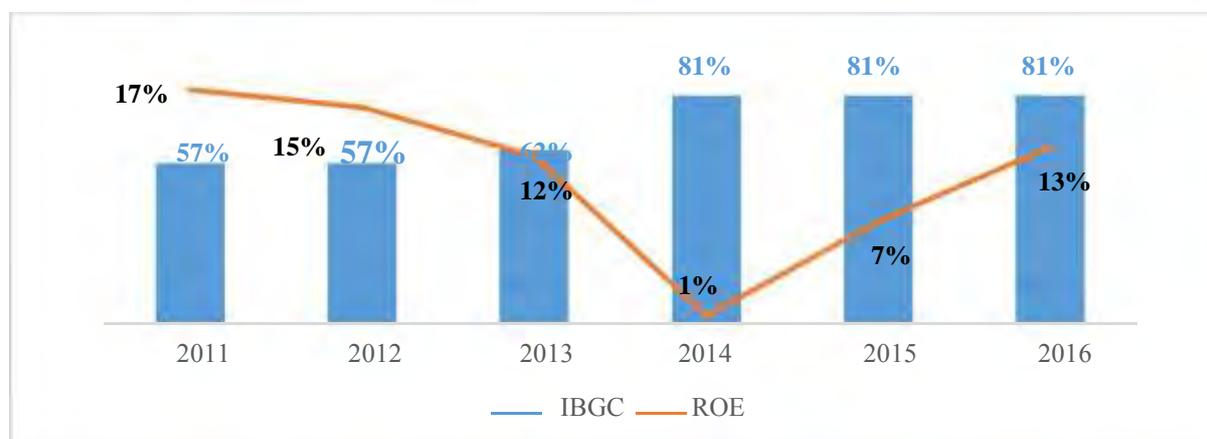


Figura 22. IBGC y ROE – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 22 muestra el resultado del IBGC de Alicorp durante el año 2011 al 2016 comparado con el resultado del EVA. Mantiene la misma relación expuesta en el párrafo anterior; la diferencia en esta comparación es que la inclinación de la tendencia del indicador financiero es menor pronunciada, lo que permite afirmar que el IBGC no tiene impacto en el EVA.

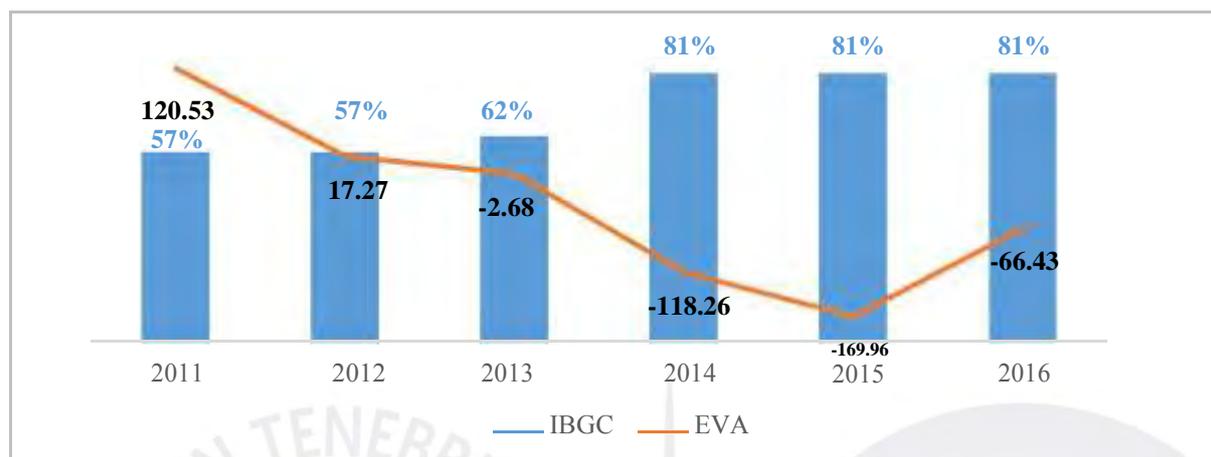


Figura 23. IBGC y EVA – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 24 muestra el resultado del IBGC de Alicorp durante el año 2011 al 2016 comparado con el resultado de la Q de Tobin. La tendencia del IBGC y la tendencia de la Q de Tobin muestra una simetría opuesta. Mientras que el IBGC se incrementa, la Q de Tobin disminuye y viceversa, lo que permite afirmar que, en el caso de la empresa Alicorp S. A. A., la práctica del buen gobierno corporativo no tiene relación con la Q de Tobin.

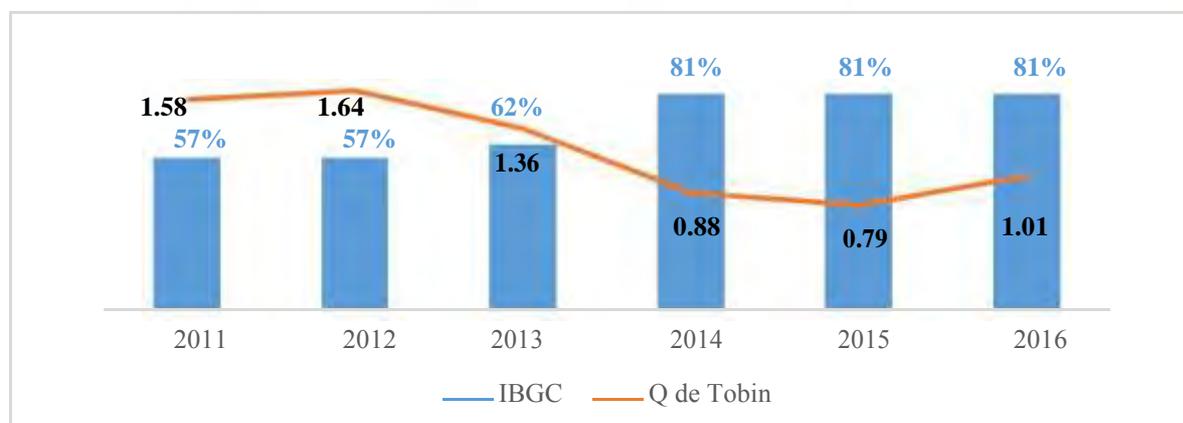


Figura 24. IBGC y Q de Tobin – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 25 muestra el resultado del IBGC de Alicorp durante el año 2011 al 2016 comparado con el resultado del ROA. Muestra que el cumplimiento del buen gobierno corporativo no tiene impacto en el ROA.

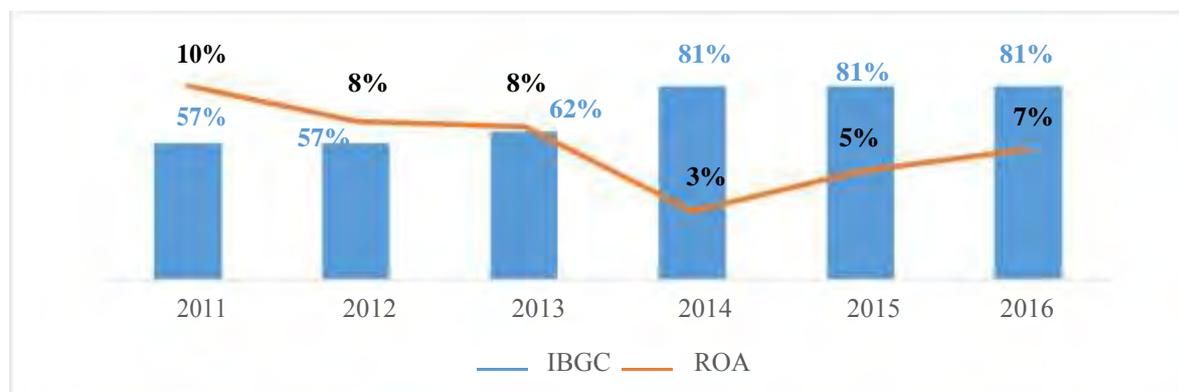


Figura 25. IBGC y ROA – Alicorp S. A. A., periodo 2011-2016

#### 4.4.2 UPC Backus y Johnston S. A. A.

La Figura 26, muestra el IBGC alcanzado por UPC Backus y Johnston S. A. A. año a año comparado con el promedio del sector. La empresa, en los seis años del periodo evaluado, logra el nivel “Bueno”, según segmentación mostrada en la Tabla 8, lo que permite afirmar que IBGC Backus y Johnston S. A. A. cumple las buenas prácticas de buen gobierno corporativo. El incremento en el indicador entre el 2013 al 2014 se debe a que se cumplió tres ítems del IBGC, y la caída en el 2016 se debe a que el crecimiento de ventas no fue superior al 4%. En todos los años el IBGC de la empresa es superior al del sector.

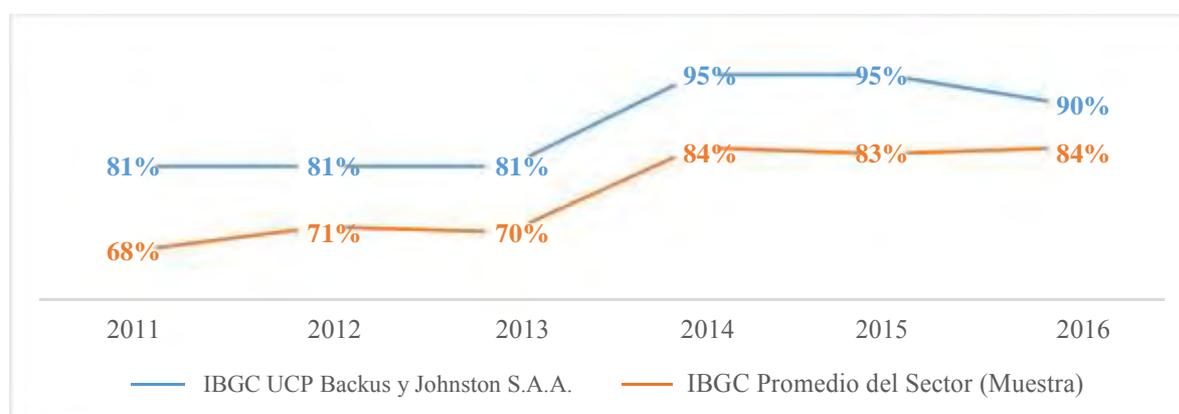


Figura 26. IBGC – UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 27 muestra el resultado del IBGC de UPC Backus y Johnston S. A. A. durante el año 2011 al 2016 comparado con el resultado del flujo de caja en el mismo periodo. El IBC del 2011 al 2013 se mantiene estable en 81%, mientras que la tendencia del flujo de caja es ascendente. En los años 2014 al 2016, se muestra una leve caída en el IBC y se mantiene la tendencia ascendente en flujo de caja

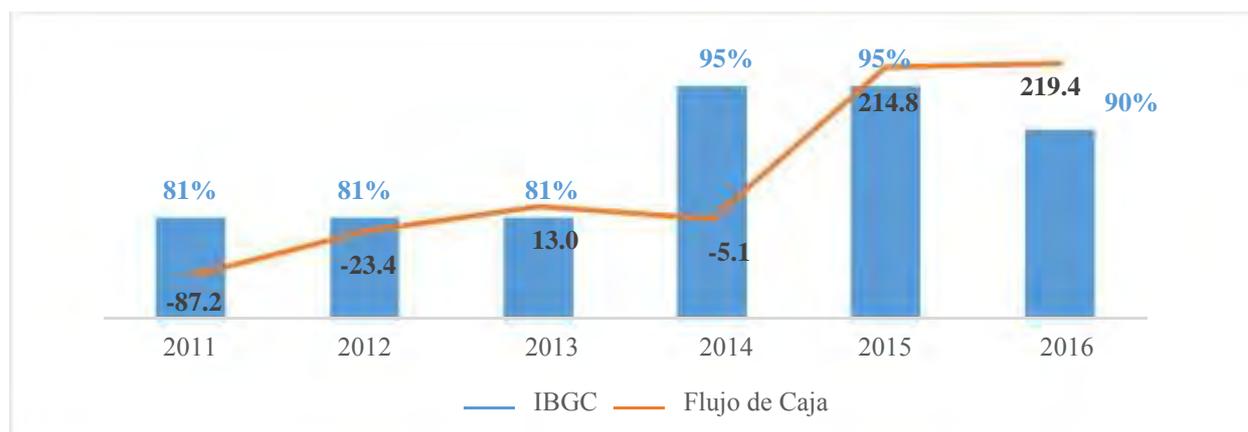


Figura 27. IBGC y Flujo de caja– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 28 muestra el resultado del IBGC de UPC Backus y Johnston S. A. A. durante el año 2011 al 2016 comparado con el resultado del índice de lucratividad en el mismo periodo. En el año 2012, la empresa logra su mayor indicador; sin embargo, el IBGC en ese año es similar al 2011 y 2013; durante los años 2014 al 2016, las tendencias del IBGC y el índice de lucratividad son inversas.

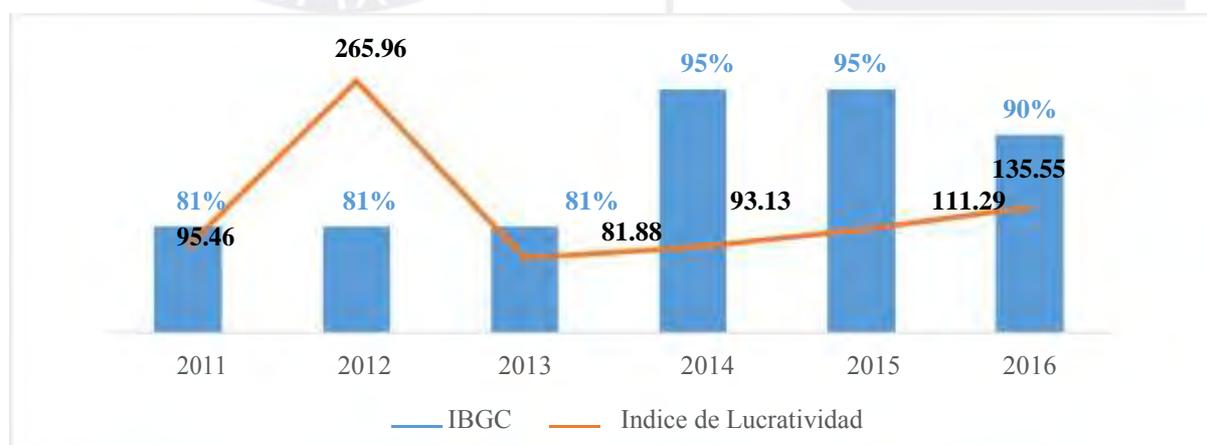


Figura 28. IBGC e índice de lucratividad– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 29 muestra el resultado del IBGC de UPC Backus y Johnston S. A. A. durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROE en el mismo periodo. Entre el año 2011 y el 2013 el IBGC se mantiene en 81%; sin embargo, el ROE varía de 37% a 52%. En ese mismo periodo, la variación del 2015 al 2016 tanto el IBGC y el ROE dibujan una caída, lo que muestra en ese periodo que el IBGC impacta en el indicador financiero, ROE.



Figura 29. IBGC y ROE– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 30 muestra el resultado del IBGC de UPC Backus y Johnston S. A. A. durante el año 2011 al 2016 comparado con el EVA. A pesar de que el IBGC se mantiene entre el 2011 al 2013, el EVA varía desde 529.89 hasta 666.58. En los años 2014 y 2015, el IBGC se mantienen en 95%, pero el EVA varía entre 669.32 a 772.65; finalmente, en el año 2016, ambos indicadores caen.

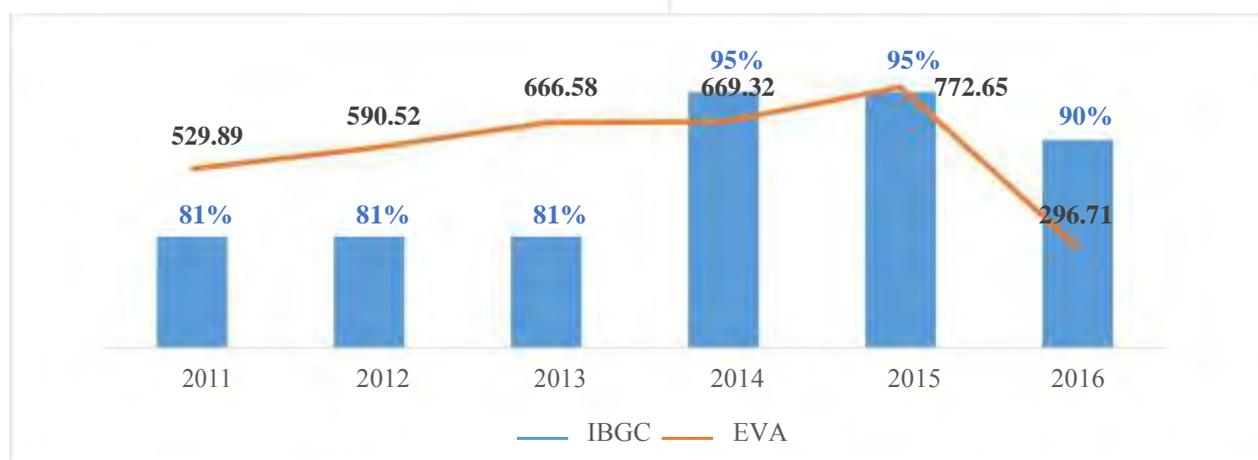


Figura 30. IBGC y EVA– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 31 muestra el resultado del IBGC de UPC Backus y Johnston S. A. A. durante el año 2011 al 2016 comparado con la Q de Tobin. A pesar de que el IBGC se mantiene entre el 2011 al 2013, la Q de Tobin logra el 2012 su mejor resultado y, luego, en el año 2013, desciende hasta 1,76. Desde el año 2014 al 2016, la tendencia de ambos indicadores se dibuja en sentidos opuestos.



Figura 31. IBGC y Q de Tobin– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 32 muestra el resultado del IBGC de UPC Backus y Johnston S. A. A. durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROA. Desde el 2011 al 2013, el IBGC se mantiene en 81% y el ROA varía desde 20% en el 2011 hasta llegar a 25% el 2013. Durante los años 2014 y 2015, el IBGC se mantiene en 95%, pero el ROA varía de 23% a 26% en el mismo periodo.

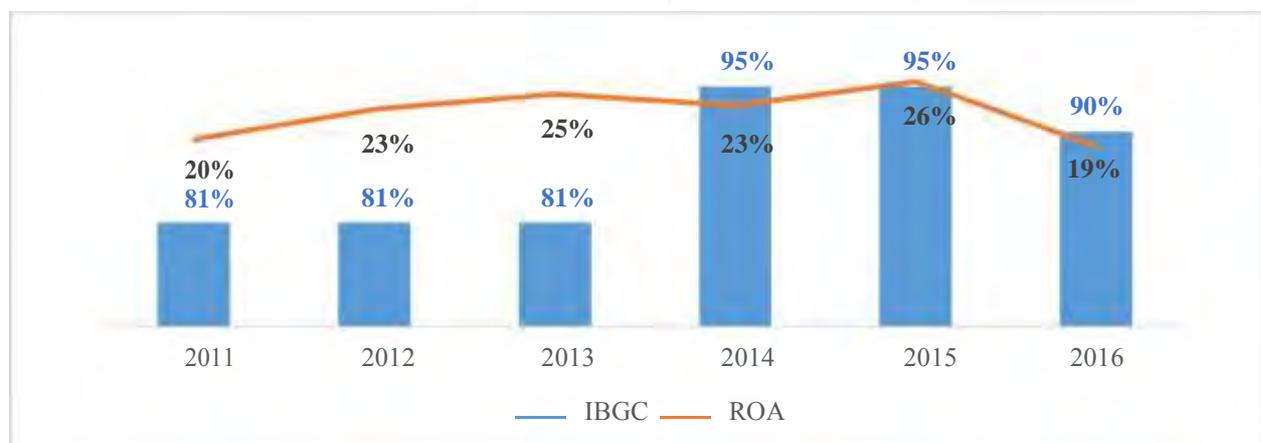


Figura 32. IBGC y ROA– UPC Backus y Johnston S. A. A., periodo 2011-2016.

#### 4.4.3 Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.

En la Figura 33, se muestra el IBGC alcanzado por la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. año a año comparado con el promedio del sector. La empresa en los seis años del periodo evaluado logra el nivel “Bueno” según segmentación mostrada en la Tabla 8, lo que permite afirmar que la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. cumple las buenas prácticas de buen gobierno corporativo. El leve crecimiento mostrado en los años 2014 al 2016 se debe al cumplimiento de tres ítems: porcentaje de directores que son mujeres, transparencia y divulgación información según ficha, y contar con una oficina de relación con inversionistas.

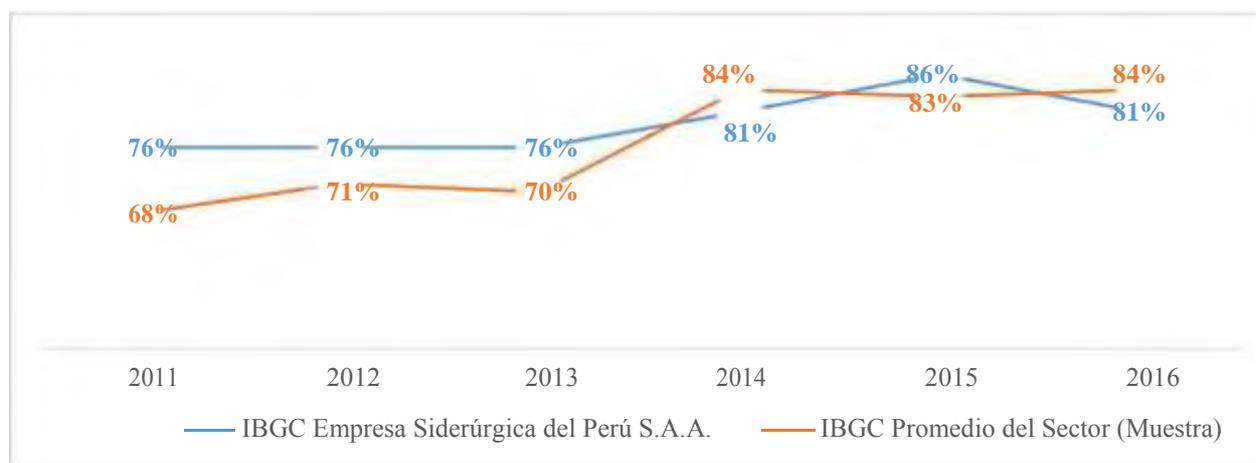


Figura 33. IBGC – Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 34 muestra el resultado del IBGC de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. desde el año 2011 al 2016 comparado con el flujo de caja del mismo periodo. El IBGC se mantiene durante el 2011 al 2013 en 76%, mientras el flujo de caja varía desde -70.1 hasta 47.95 durante el mismo periodo, llegando en el 2014 a 75.54. Durante el 2015 al 2016 la tendencia de ambos indicadores es descendente, mostrando relación directa.

La Figura 35 muestra el resultado del IBGC de la Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A. durante el año 2011 al 2016 comparado con el flujo de caja del mismo periodo. El IBGC se mantiene durante el 2011 al 2013 en 76%, mientras el índice de lucratividad muestra una ligera mejora siendo en el 2011 44.06 y llegando en el 2013 a 84.62. El 2014 el IBGC llega a

61% y el índice de lucratividad cae a 62.80, dibujando una variación inversa, el 2015 sigue cayendo el índice de lucratividad hasta llegar a 43.18 y el IBGC llegó a 86%; finalmente el 2016 el índice de lucratividad se eleva logrando alcanzar la cifra de 347.37, por el contrario el IBGC cae a 81%.

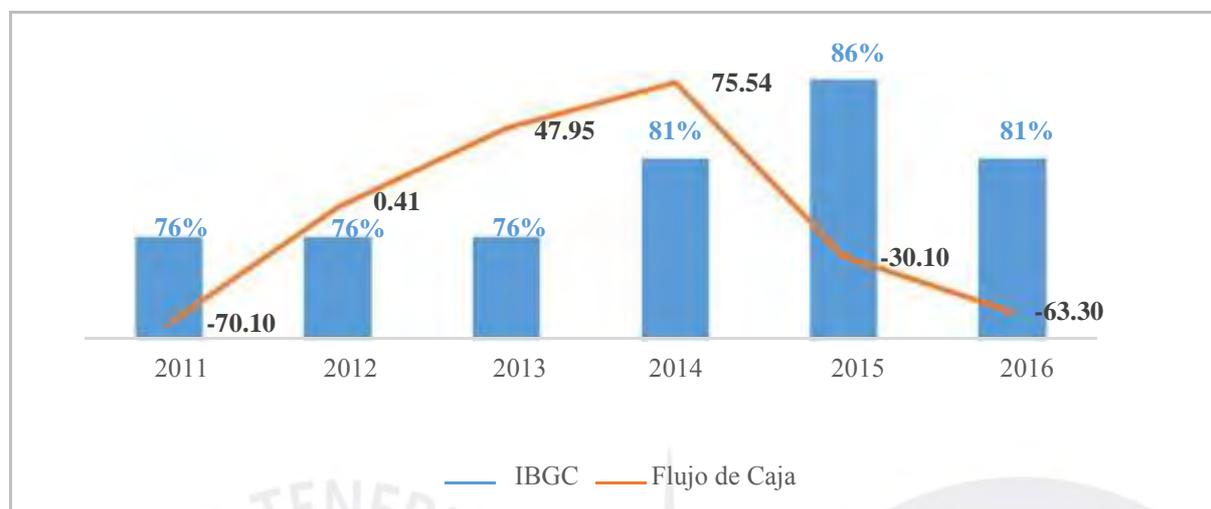


Figura 34. IBGC y Flujo de caja – Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A. Periodo 2011-2016.

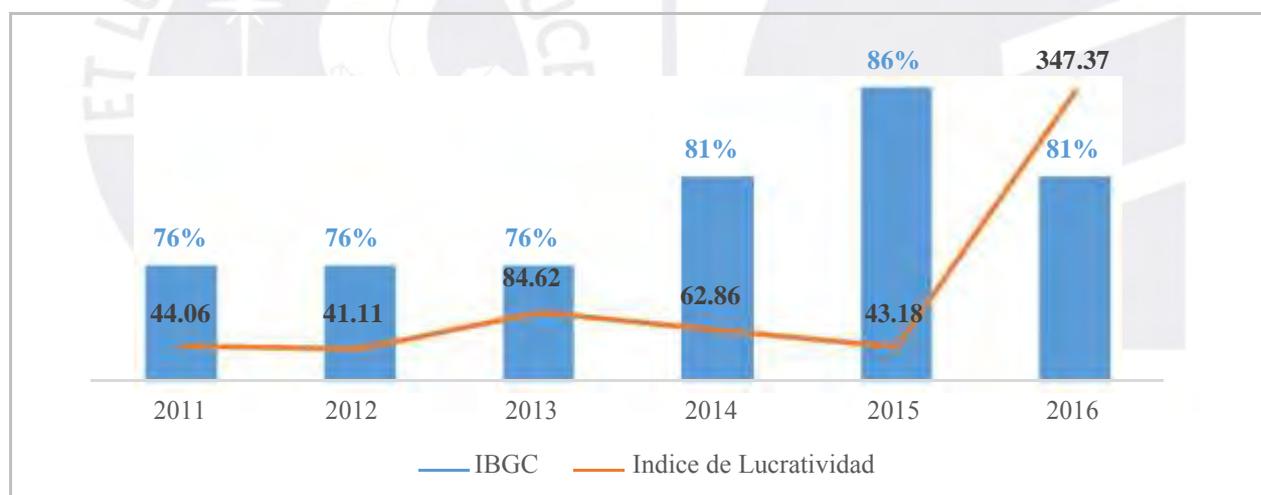


Figura 35. IBGC e índice de lucratividad – Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A. Periodo 2011-2016.

La Figura 36 muestra el resultado del IBGC de la Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROE del mismo periodo. El IBGC se mantiene durante el 2011 al 2013 en 76%, mientras que el ROE dibuja una tendencia descendente desde 7% en el 2011 hasta -10% en el 2013, en el 2014 tanto el IBGC como el

ROE se incrementan. El 2015 el IBGC se incrementa en 5% respecto al 2014, sin embargo el ROE cae 18% y finalmente el 2016 el IBGC cae 5%, pero el ROE se incrementa 19%.

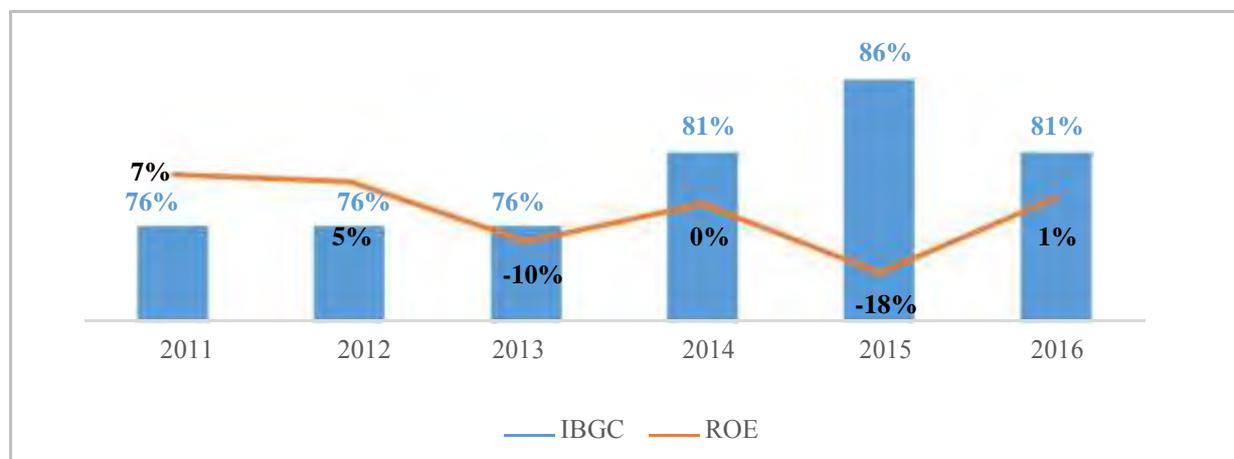


Figura 36. IBGC y ROE – Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 37 muestra el resultado del IBGC de la Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el EVA del mismo periodo. El IBGC se mantiene durante el 2011 al 2013 en 76%, mientras que el EVA cae desde -31.81 en el 2011 hasta llegar a -75.83 en el 2013; en el 2014 y 2015 ambos indicadores se incrementan, mostrando una relación directa. Finalmente el 2016 ambos indicadores disminuyen llegan el IBGC a 81% y el EVA a -44.26.



Figura 37. IBGC y EVA – Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 38 muestra el resultado del IBGC de la Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el EVA del mismo periodo. El IBGC se mantiene durante el 2011 al 2013 en 76% y luego dibuja un incremento llegando en el 2015 a 86%; sin embargo, la Q de Tobin muestra una tendencia descendente, empezando en el 2011 con 0.38 y llegando en el 2015 a 0.07. Finalmente en el 2016, el IBGC disminuye 5% y la Q de Tobin se incrementa 0.22.

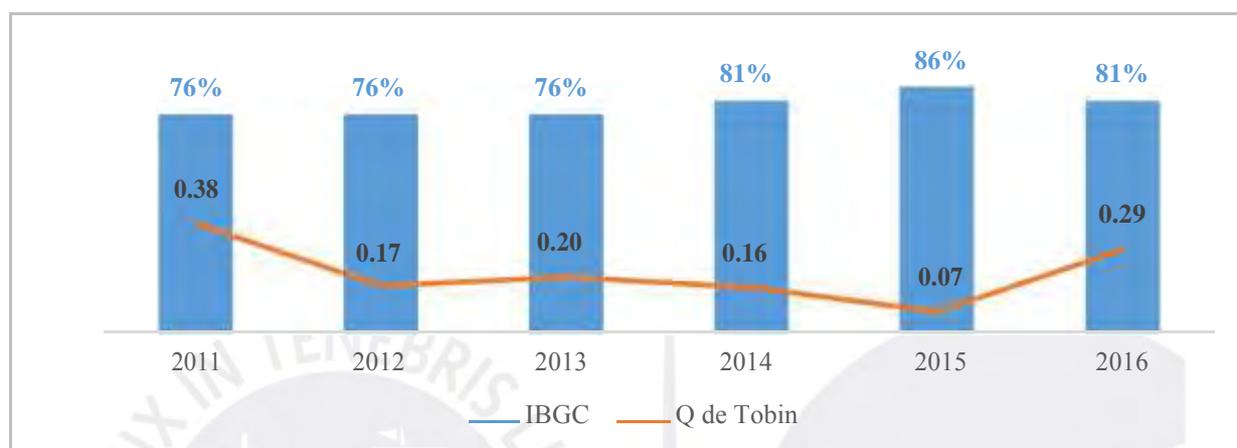


Figura 38. IBGC y Q de Tobin– Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016.

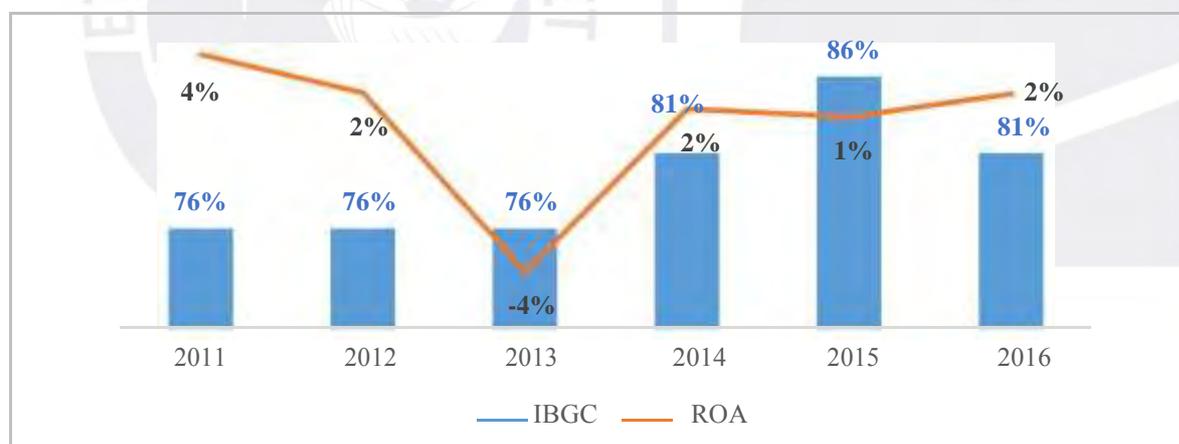


Figura 39. IBGC y ROA– Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 39 muestra el resultado del IBGC de la Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROA del mismo periodo. El IBGC se mantiene durante el 2011 al 2013 en 76% mientras que el ROA dibuja una pronunciada caída pasando desde 4% en el 2011 y llegando -4% en el 2013. En el 2014 ambos indicadores

mejoran, mostrando una relación directa; sin embargo en el 2016 sucede lo contrario, el IBGC cae llegando a 81% y el ROA se incrementa llegando a 2%

#### 4.4.4 Corporación Aceros Arequipa S.A.A.

En la Figura 40 se muestra el IBGC alcanzado por la Corporación Aceros Arequipa S. A. A. año a año comparado con el promedio del sector. La empresa en los años 2011 al 2014 muestra un IBGC ubicado en el nivel “Regular” (ver Tabla 8), lo que muestra que en ese periodo la empresa se esfuerza para ejecutar las buenas prácticas del buen gobierno corporativo. En los años 2015 al 2016 la empresa logra ubicar su IBGC dentro del nivel “Bueno”, lo que muestra que cumple con las prácticas del buen gobierno corporativo. El incremento en el IBGC se debe al cumplimiento de los siguientes ítems: reglamento de directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad, plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de las funciones, y mecanismo de difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.

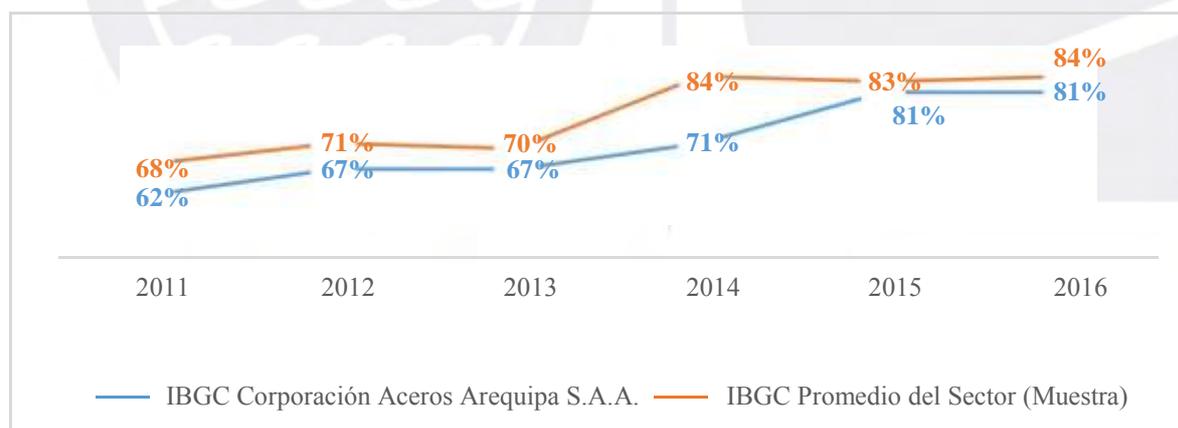


Figura 40. IBGC – Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 41 muestra el resultado del IBGC de la empresa Corporación Aceros Arequipa S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el flujo de caja del mismo periodo. El IBGC muestra una tendencia ascendente durante el 2011 al 2016, siendo 62% el

IBGC del 2011 y llegando a 81% en el 2016. Por otro lado el flujo de caja en el 2011 fue 24.52, disminuyó en el 2012 y en el 2013 logró su mejor resultado, 58.78. En el 2014 el resultado de flujo de caja cae a -39.70 y a partir de allí dibuja recién una tendencia ascendente hasta llegar a 11.66 en el 2016.

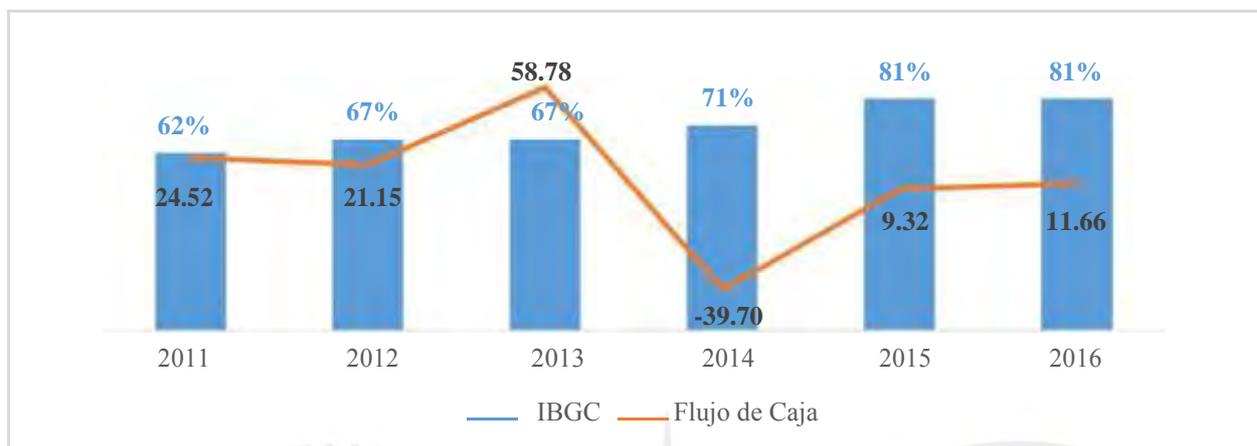


Figura 41. IBGC y Flujo de caja – Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016.

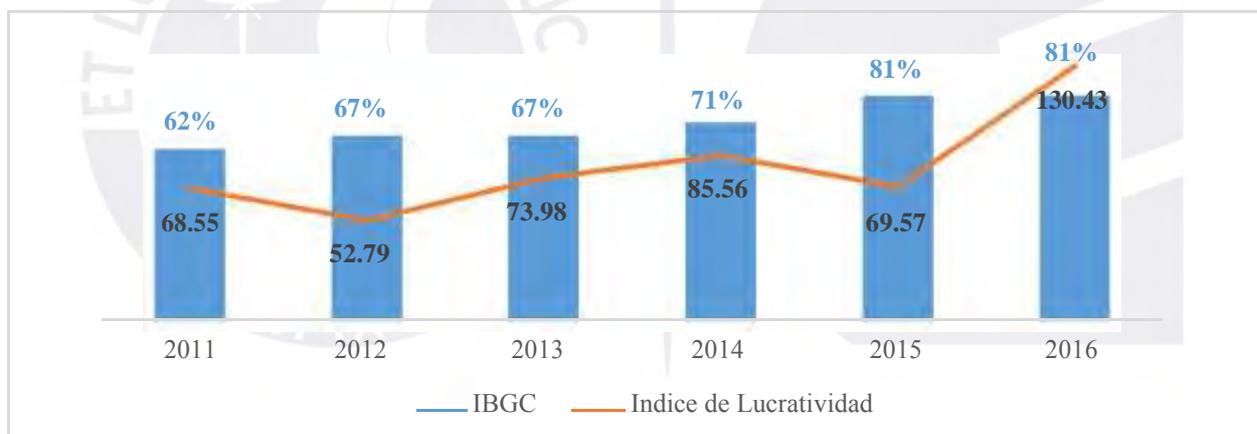


Figura 42. IBGC e índice de lucratividad– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 42 muestra el resultado del IBGC de la empresa Corporación Aceros Arequipa S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el índice de lucratividad del mismo periodo. El IBGC muestra una tendencia ascendente durante el 2011 al 2016, siendo 62% el IBGC del 2011 y llegando a 81% en el 2016. Por otro lado, empieza el 2011 con 68.55 y cae a 52.79 el 2012 luego recién dibuja una tendencia ascendente hasta el 2014,

mostrando relación directa con el IBGC. En el 2015 ambos indicadores siguen direcciones opuestas, el IBGC sigue manteniendo su tendencia alcista y el índice de lucratividad cae a 69.57. Finalmente, en el 2016 el IBGC se mantiene con el resultado del 2015, pero el índice de lucratividad se incrementa hasta llegar a 130.43

La Figura 43 muestra el resultado del IBGC de la empresa Corporación Aceros Arequipa S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROE del mismo periodo. El IBGC muestra una tendencia ascendente durante el 2011 al 2016, siendo 62% el IBGC del 2011 y llegando a 81% mientras que el ROE dibuja una tendencia descendente en los años 2011 al 2013. El 2014 ambos indicadores se incrementan el IBGC en 10% y el ROE en 1%; finalmente, el 2016 el IBGC se mantiene, pero el ROE se incrementa en 1%.

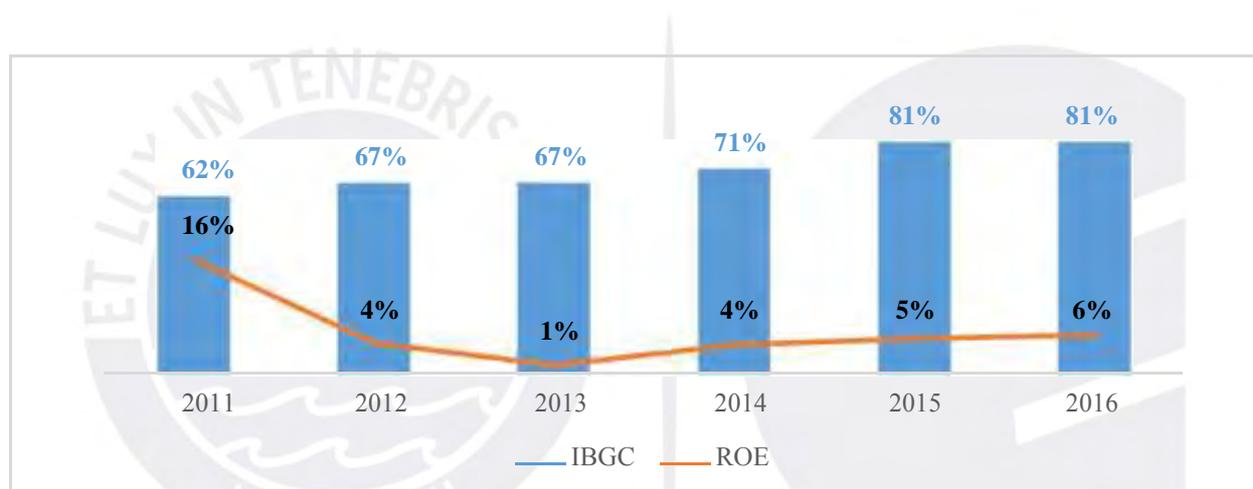


Figura 43. IBGC y ROE– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 44 muestra el resultado del IBGC de la empresa Corporación Aceros Arequipa S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el EVA del mismo periodo. El IBGC muestra una tendencia ascendente durante el 2011 al 2016, siendo 62% el IBGC del 2011 y llegando a 81% mientras que el EVA muestra una pronunciada caída descendente empezando en el 2011 con -29 y terminando el 2013 con -195.04; luego ambos indicadores muestran incremento hasta el 2015. Finalmente, en el 2016, el IBGC se mantiene en 81% pero el EVA cae a -146.98.

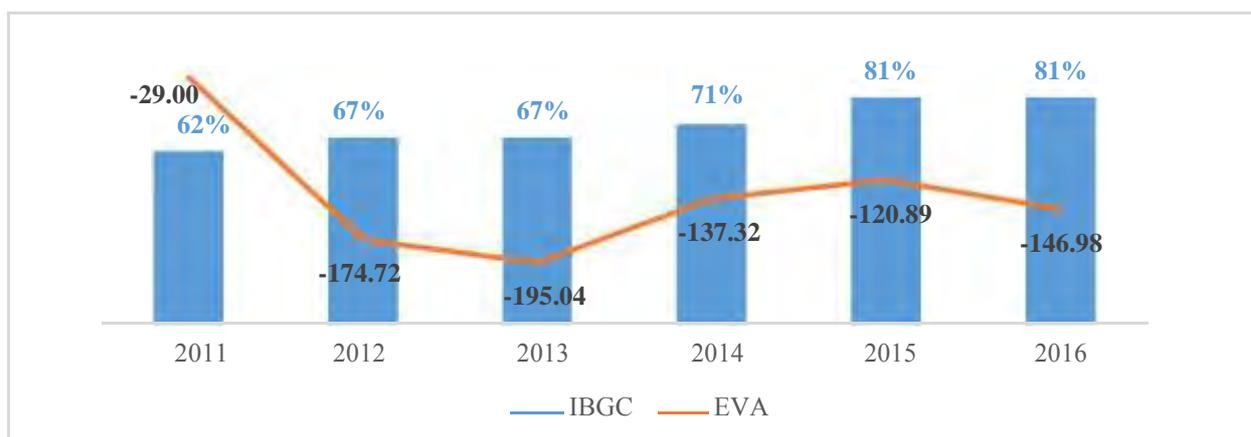


Figura 44. IBGC y EVA– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 45 muestra el resultado del IBGC de la empresa Corporación Aceros Arequipa S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con la Q de Tobin del mismo periodo. El IBGC muestra una tendencia ascendente durante el 2011 al 2016, siendo 62% el IBGC del 2011 y llegando a 81% mientras que la Q de Tobin muestra una tendencia descendente desde el 2011 hasta el 2015, siendo 0.57 en el 2011 y 0.15 en el 2015. Finalmente, en el 2016 el IBGC se mantiene en 81% mientras que la Q de Tobin se incrementa en 0.04.

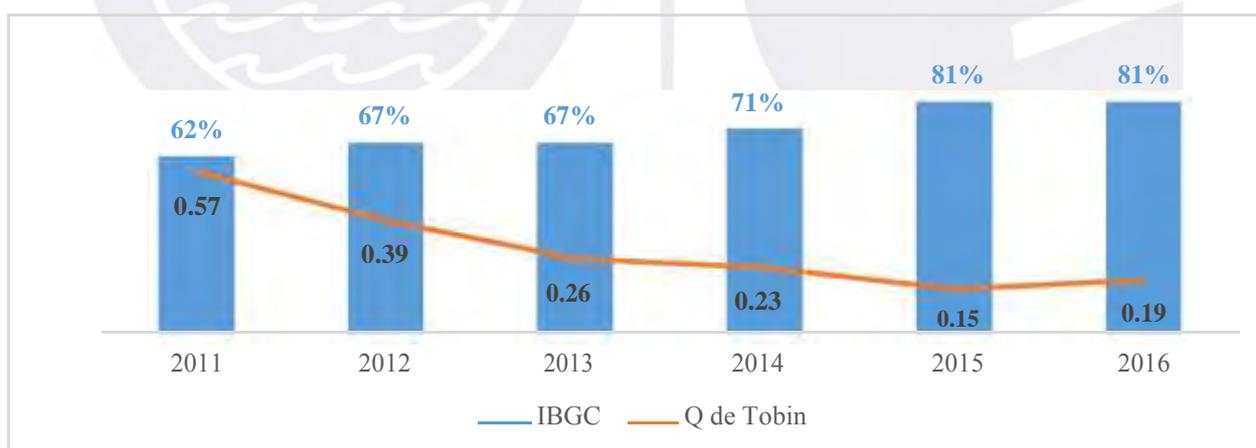


Figura 45. IBGC y Q de Tobin– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 46 muestra el resultado del IBGC de la empresa Corporación Aceros Arequipa S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROA del mismo periodo. El IBGC muestra una tendencia ascendente durante el 2011 al 2016, siendo 62% el IBGC del

2011 y llegando a 81% mientras que le ROA cae del 2011 al 2012 en 6% y a partir de ese año muestra una tendencia ascendente hasta el 2016, mostrando en ese último periodo mencionado relación directa con IBGC.

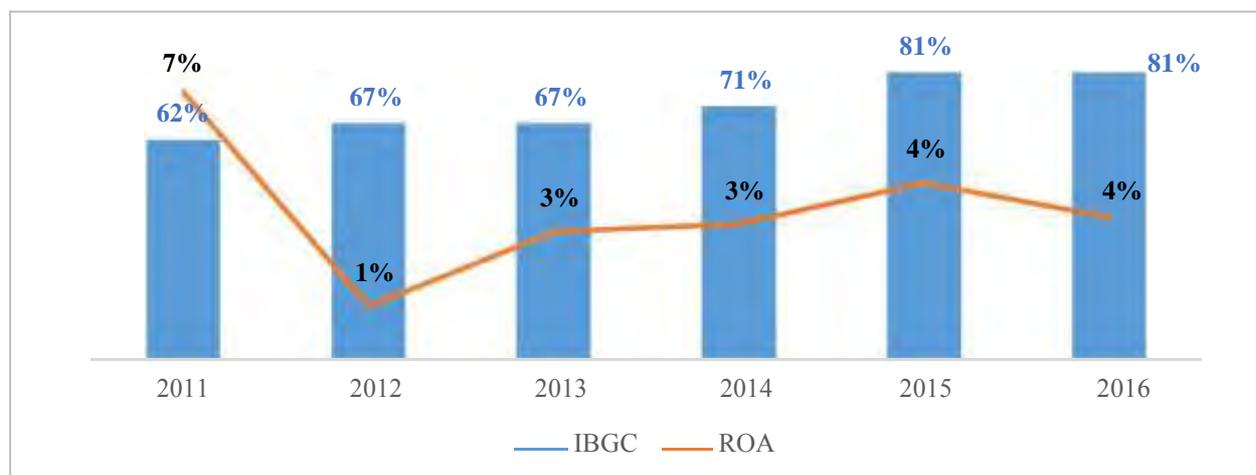


Figura 46. IBGC y Q de Tobin– Corporación Aceros Arequipa S. A. A., periodo 2011-2016.

#### 4.4.5 Cementos Pacasmayo S. A. A.

La Figura 47, muestra el IBGC alcanzado por la Cementos Pacasmayo S. A. A. año a año comparado con el promedio del sector. La empresa en los años 2011 al 2013 y 2015 muestra un IBGC ubicado en el nivel “Regular” según lo establecido en la Tabla 8, mostrando que en ese periodo la empresa se esfuerza para ejecutar las buenas prácticas del buen gobierno corporativo. En los años 2014 al 2016 la empresa logra ubicar su IBGC dentro del nivel “Bueno” mostrando que cumple con las prácticas del buen gobierno corporativo, el incremento en el IBGC se debe cumplimiento de los siguientes ítems: % de mujeres en el directorio, capacitación para el cumplimiento del Código de Ética, auditoría externa anual y mecanismos para la difusión interna y externa de las prácticas de gobierno corporativo.

La Figura 48 muestra el resultado del IBGC de la empresa Cementos Pacasmayo S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el flujo de caja del mismo periodo. Para el año 2012 el IBGC se incrementa en 14% mientras que el flujo de caja cae notoriamente, el 2013 el IBGC cae 9% y el flujo de caja se incrementa logrando su mejor resultado del

periodo evaluado, 907.12. El año 2014 el IBGC se incrementa 23% y el flujo de caja cae hasta -396.5. Finalmente, el año 2016 ambos indicadores muestran una mejora, llegando el IBGC a 86% y el flujo de caja a -77.80.

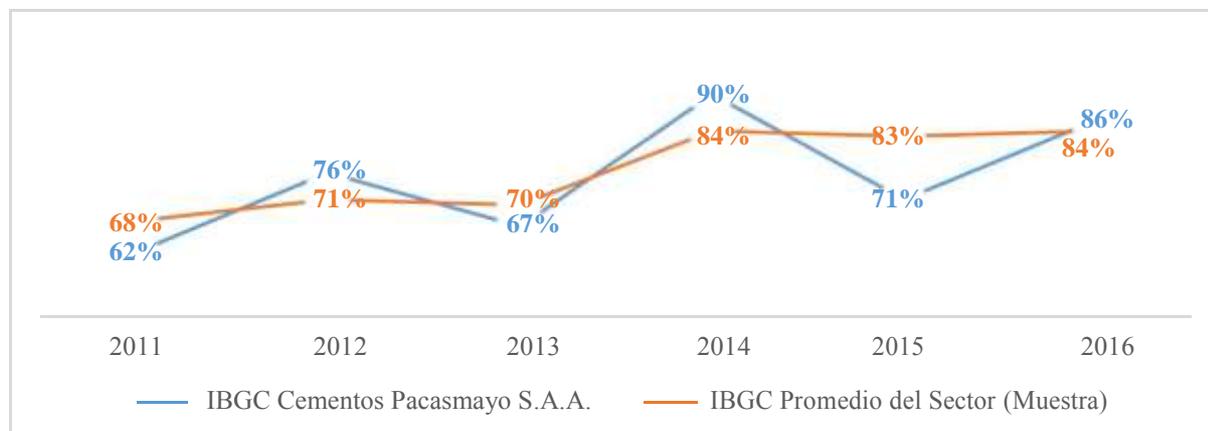


Figura 47. IBGC– Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 49 muestra el resultado del IBGC de la empresa Cementos Pacasmayo S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el índice de lucratividad del mismo periodo. Para el año 2012 el IBGC se incrementa en 14% y el índice de lucratividad también se incrementó en 41.4, el año 2013 ambos indicadores cae; mostrando en los dos años mencionados una relación directa. Surge lo contrario en el 2014, el IBGC se incrementa en un 23% a diferencia que el índice de lucratividad cae 11.3, a partir del 2014 al 2016 ambos indicadores muestran una tendencia alcista llegando el IBGC a 86% y el índice de lucratividad a 125.15.

La Figura 50 muestra el resultado del IBGC de la empresa Cementos Pacasmayo S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROE del mismo periodo. Para el año 2012 el IBGC se incrementa en 14% y el ROE 4%, en el año 2013 el ROE cae 2% hasta llegar el 2014 a 2%; sin embargo, el IBGC cae 9% del 2012 al 2013 pero se incrementa para el 2014 en 23%. Del 2014 al 2016 el ROE dibuja una tendencia ascendente a diferencia que el IBGC disminuye del 2014 al 2015 en 19% y se incrementa para el 2016 en 15%.

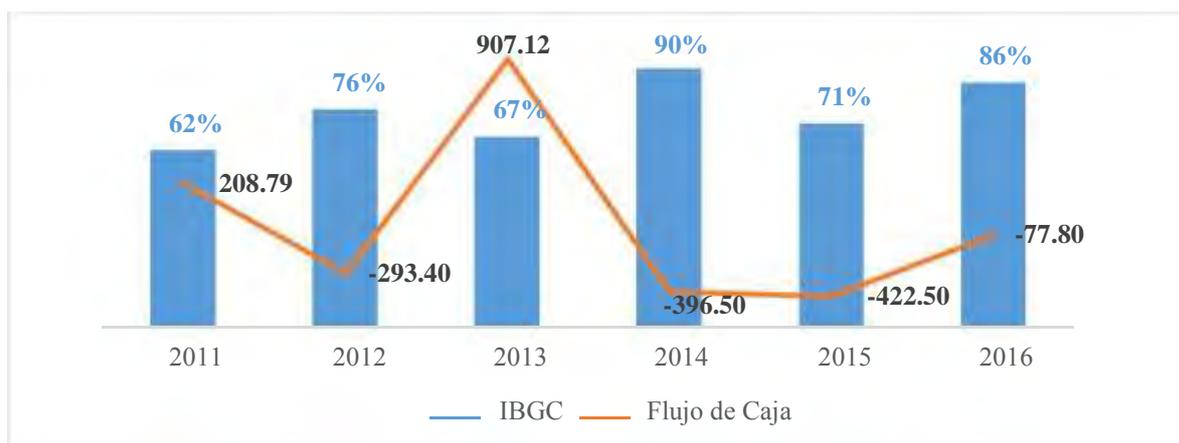


Figura 48. IBGC y Flujo de caja– Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016.

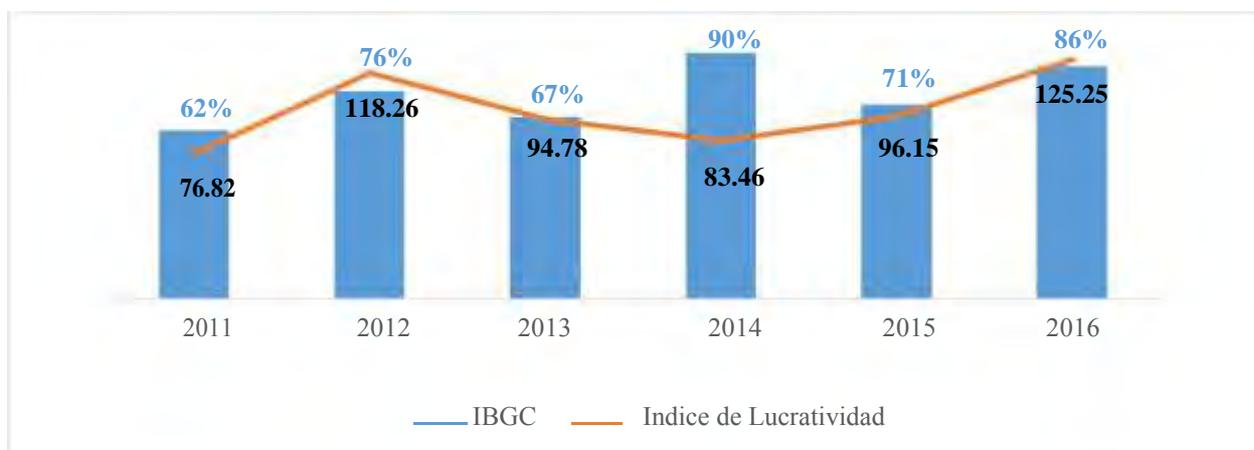


Figura 49. IBGC e índice de lucratividad– Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016 .

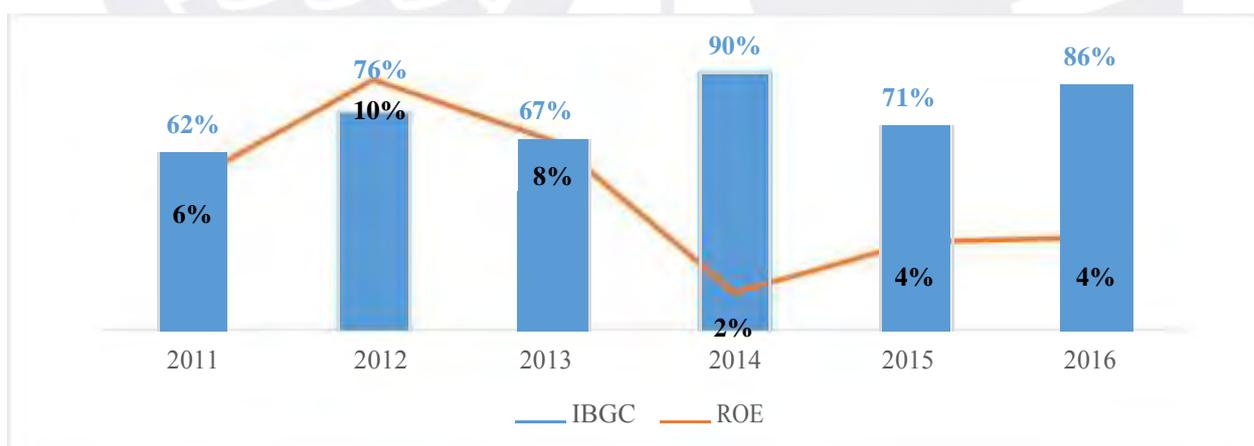


Figura 50. IBGC y ROE– Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 51 muestra el resultado del IBGC de la empresa Cementos Pacasmayo S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el EVA del mismo periodo. Para el año

2012 el IBGC se incrementa en 14% y el EVA cae en 49.4; a partir del 2013 al 2015 ambos indicadores mantienen el mismo comportamiento, mostrando una relación directa.

Finalmente, el 2016 el EVA cae hasta -177.82 y el IBGC se incrementa hasta llegar a 86%.



Figura 51. IBGC y EVA – Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016.

La Figura 52 muestra el resultado del IBGC de la empresa Cementos Pacasmayo S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con la Q de Tobin del mismo periodo. Durante el 2011 al 2013 ambos indicadores muestran comportamientos similares en sus resultados, en el año 2014; sin embargo, el IBGC se incrementa en 23% pero la Q de Tobin disminuye en 0.21. En el año 2015 ambos indicadores caen y finalmente en el año 2016 ambos incrementan llegando a 1.01 en la Q de Tobin y el IBGC a 86%.

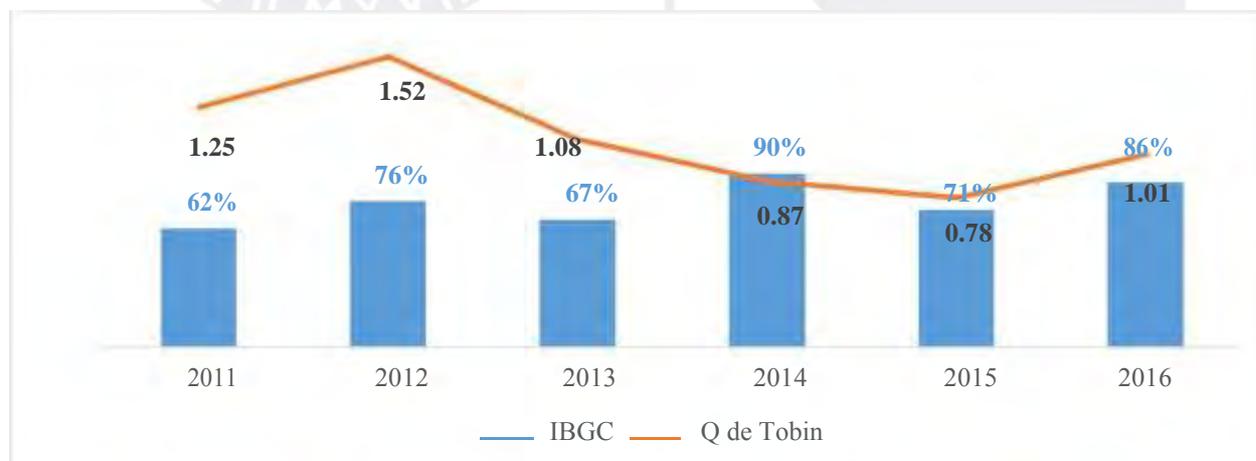


Figura 52. IBGC y Q de Tobin – Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016

La Figura 53, muestra el resultado del IBGC de la empresa Cementos Pacasmayo S.A.A durante el año 2011 al 2016 comparado con el ROA del mismo periodo. Durante el 2011 al 2013 el IBGC ha variado de 62% a 67% y el ROA varía desde 4% en el 2011 hasta llegar a 7% el 2013. Durante los años 2014 y 2015 el IBGC ha caído ligeramente de 90% a 71% pero el ROA se mantiene en 6% en el mismo periodo.

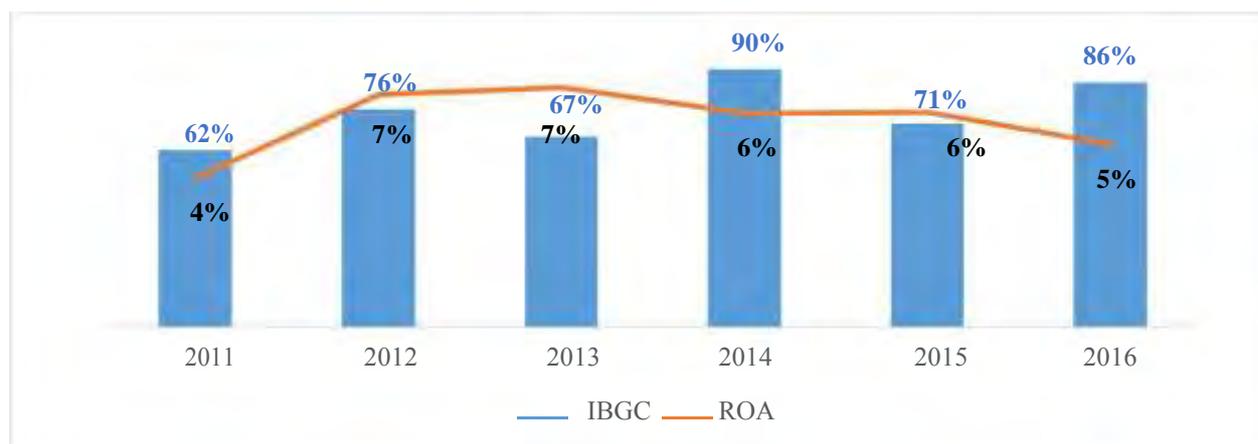


Figura 53. IBGC y ROA – Cementos Pacasmayo S. A. A., periodo 2011-2016.

## Capítulo V. Conclusiones y Recomendaciones

Después de haber realizado el análisis financiero de las empresas peruanas del sector manufactura en el Capítulo IV, se ha procedido a verificar que existen diversos métodos que brindan información para generar valor financiero como los principios del buen gobierno corporativo establecidos por la OCDE.

En ese sentido, en el presente apartado se presentarán las conclusiones que responderán a las preguntas de investigación.

### 5.1 Conclusiones

Al iniciar esta investigación, se plantearon preguntas que en este capítulo se responderán. Las preguntas de la investigación se clasificaron en dos tipos: la pregunta principal y las secundarias. La pregunta principal de investigación es: ¿cuál es el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas de sector manufactura durante los periodos 2011-2016? Y las preguntas secundarias planteadas son dos: (a) ¿cuáles son las empresas del sector manufactura que cumplen con las buenas prácticas de buen gobierno corporativo durante los años 2011-2016? y (b) ¿cuáles son las empresas del sector manufactura que generaron valor financiero durante el periodo 2011-2016?

Respecto a la primera pregunta secundaria *¿cuáles son las empresas del sector manufactura que cumplen con las buenas prácticas de buen gobierno corporativos durante los años 2011- 2016?*, se concluye, según la segmentación mostrada en la Tabla 8, que de las cinco empresas de la muestra tres de ellas tienen un cumplimiento “bueno” de las prácticas del buen gobierno corporativo y dos de ellas realizan esfuerzos para ejecutar las buenas prácticas del buen gobierno corporativo, según se muestra en la Tabla 49.

Tabla 49.

*Ponderación Índice de Buen Gobierno Corporativo en las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016*

<b>Empresas</b>	<b>IBGC</b>	<b>Nivel IBGC</b>
UCP Backus y Johnston S. A. A.	87%	Bueno
Empresa Siderúrgica del Perú S. A. A.	79%	Bueno
Cementos Pacasmayo S. A. A.	75%	Bueno
Corporación Aceros Arequipa S. A. A.	71%	Regular
Alicorp S. A. A.	70%	Regular

Respecto a la segunda pregunta secundaria *¿cuáles son las empresas del sector manufactura que generaron valor financiero durante el periodo 2011-2016?*, se concluye que todas las empresas generan valor financiero a partir de sus operaciones comerciales, según la Tabla 50. La empresa UCP Backus y Johnston S. A. A. es la que tiene el mejor resultado según la aplicación de las ponderaciones a los resultados de sus indicadores financieros, expuestos en la Tabla 6 y en la Tabla 7.

Tabla 50.

*Calificación Financiera de las Empresas del Sector Manufactura en los Periodos 2011-2016*

<b>Empresas</b>	<b>Calificación Financiera</b>
UCP BACKUS Y JOHNSTON SAA	105
ALICORP SAA	84
EMPRESA SIDERURGICA DEL PERU SAA	45
CEMENTOS PACASMAYO SAA	42
CORPORACION ACEROS AREQUIPA SAA	39

Finalmente, para dar respuesta a la pregunta principal de investigación *¿cuál es el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas de sector manufactura durante los periodos 2011-2016?*, se realizó el cruce del resultado de las dos variables de investigación: IBGC vs. Calificación financiera. Se logró el resultado expuesto en la Figura 54, que indica que la empresa UCP

Backus y Johnston S. A. A. es la única de la muestra en la que se cumple que las buenas prácticas de buen gobierno corporativo generan valor financiero. Sucede lo inverso con la empresa Alicorp S. A. A., que, a pesar de tener el menor promedio de índice de buen gobierno corporativo, logra el segundo lugar a nivel de creación de valor financiero. Lo expuesto permite afirmar que el cumplimiento de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo no siempre genera valor financiero en las empresas que lo practican.

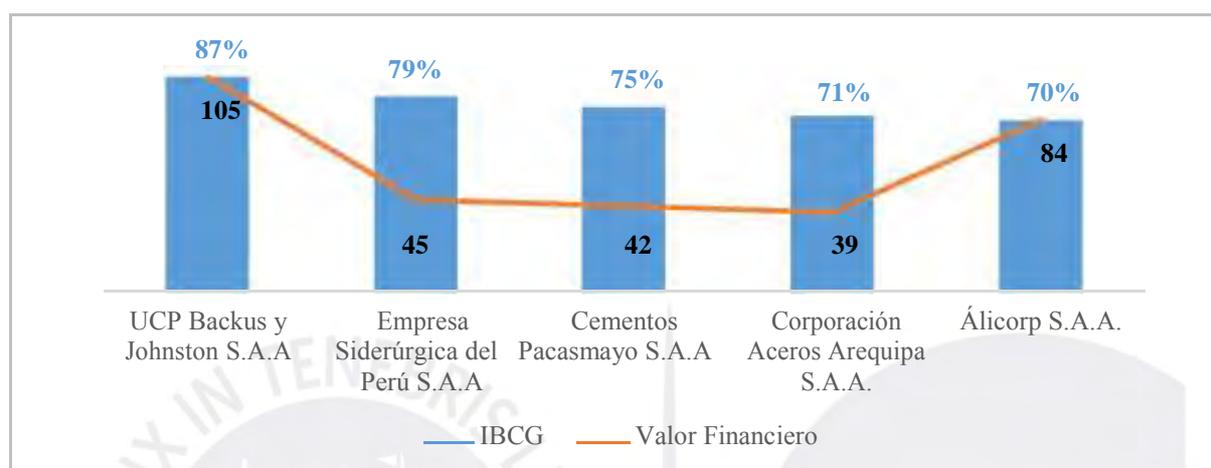


Figura 54. IBGC y ROA – Cementos Pacasmayo S.A.A. Periodo 2011-2016

## 5.2 Recomendaciones

La finalidad del buen gobierno corporativo es incrementar valor financiero en las compañías logrando optimizar la efectividad de las gestiones que realizan, así como también contar con directores y trabajadores competentes que mejoran sus actividades, y, ante los imprevistos que surjan, poder otorgar una oportunidad de mejorar la relación laboral con los colaboradores de las diversas áreas de una empresa, lo cual permite tener una perspectiva optimista para los inversionistas. Sin embargo, cuesta mucho trabajo implementar y mantener este contexto ideal de las prácticas del buen gobierno corporativo en el ámbito empresarial peruano.

La gran importancia de las compañías peruanas es incrementar sus ingresos; no obstante, para ello, recurren a estrategias que no cumplen en lo absoluto con los principios

del buen gobierno corporativo. Se desarrollan estrategias en el directorio para maximizar los beneficios en la compañía y se les da directamente la responsabilidad a los puestos de alta gerencia de realizar estrategias para una dirección de la empresa óptima. Es por ello que los colaboradores deben identificar proyectos de inversión, realizar evaluaciones y tomar decisiones de gestiones considerando aquellos factores que podrían ser perjudiciales en un futuro, sin dejar de lado el aseguramiento de la generación de valor para la empresa.

### **5.3 Limitaciones y Sugerencias para Futuras Investigaciones**

En el presente trabajo de investigación han existido limitaciones para su desarrollo, uno de ellos ha sido la selección de muestra que se obtuvo según los criterios que se estableció para determinarla. Si bien es cierto los criterios fueron: (a) considerar aquellas empresas peruanas que realizaban sus operaciones en la bolsa de valores de lima del sector manufactura, así como también (b) a las empresas que tengan mayor transacciones operativas, considerando a aquellas (c) empresas que tengan acciones de tipo común, (d) llegando a delimitar a las empresas que sus acciones de tipo común presenten mayor transacciones de volumen, (d) para finalmente seleccionar a aquellas que empresas que tengan un calificación mayor o igual al 50% según la Tabla 8 de calificación de los indicadores del buen gobierno corporativo. Logrando obtener una muestra reducida de cinco empresas peruanas del sector manufactura que cotizan en la bolsa de valores de lima, recalcando que la población del sector manufactura está conformada por 41 empresas peruanas.

Adicionalmente, se tuvo la limitación con los análisis documentarios, puesto que la información obtenida no brindaba una información muchas más detallada con respecto a las razones de las fluctuaciones de sus variaciones anuales, tanto en sus ingresos como en sus egresos, pero aun así se pudo determinar la generación de valor de las empresas que fueron materia de estudio.

Los resultados que se logró obtener ante el desarrollo del presente trabajo de investigación servirán de base para algunas otras investigaciones futuras, para lo cual se recomienda ampliar el tamaño de la muestra, así como los periodos de estudio, considerando que obtendrán una mejor visión de los resultados, asimismo se recomienda realizar estudios de los comportamientos de las empresas en periodos de crisis.

#### **5.4 Contribuciones Teóricas**

Las contribuciones teóricas desarrolladas en el Capítulo II que sirvieron para la elaboración del presente trabajo de investigación fueron muy importantes, puesto que permitieron conocer las definiciones del buen gobierno corporativo y la generación de valor, así como de los indicadores financieros.

Al haberse desarrollado el origen y la definición del buen gobierno corporativo, se pudo verificar las funciones que deben implementarse en aquellas empresas que desean incrementar valor según las actividades que realizan. Es así que se logró conocer que el origen del buen gobierno corporativo tuvo inicios desde tiempos muy remotos, pero se dio mayor énfasis desde el año 1932, y llegó a ser establecido por la OCDE en el año 2002 como un manual de los principios del buen gobierno corporativo que las empresas deberían establecer para la generación de valor de las actividades que desarrollan. En dicho manual, se dieron a conocer los derechos de los accionistas: la paridad de trato, la participación de los accionistas, la no dilución en la participación en el capital social, la información y comunicación a los accionistas, la participación en dividendos de la sociedad, entre otros. Asimismo, se verificó todo aquello que concierne a la junta general de accionistas: el mecanismo de convocatoria, el reglamento de la junta general de accionistas, los procedimientos para el ejercicio al voto, la delegación del voto, entre otros; no dejando de lado el directorio y la alta gerencia, los cuales deben conocer sobre sus funciones, su conformación, sus deberes y derechos, así como también la operatividad del directorio, entre

otros.

Adicionalmente, se conoció que las empresas deben implementar el riesgo y el cumplimiento de los principios del buen gobierno corporativo los cuales son establecer una auditoría interna y externa, adicional al establecimiento de un entorno del sistema de gestión de riesgo. Finalmente, toda información debe ser transparente y, para ello, se deben considerar políticas de información, estados financieros y memorias anuales, información sobre la estructura accionaria e informe de gobierno corporativo.

Asimismo, se consideraron las investigaciones anteriores desarrolladas en el tema del gobierno corporativo. A esto se suma la información relevante de cada empresa, como son sus datos generales, su historia, su composición accionaria, la mención de los productos que elaboran y su evolución. Cabe precisar que el propósito de la información recolectada fue realizar un análisis a fin de comprender la aplicación de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo.

En suma, el estudio desarrollado en el presente trabajo de investigación contribuye al análisis de la aplicación de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo considerando los principios del buen gobierno corporativo que la OCDE estableció para la generación de valor de las empresas, a fin de lograr maximizar sus beneficios y el fortalecimiento de sus relaciones con los grupos de interés.

## **5.5 Contribuciones Prácticas**

Al haber establecido los indicadores financieros en los capítulos anteriores, se precisa que fueron contribuciones prácticas para la elaboración del estudio de investigación. Por ello, su aplicación se encuentra desarrollada en el Capítulo IV, en el que se verificaron las implicancias de los indicadores financieros con respecto a la aplicación de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo y la creación de la generación de valor que influyeron cada uno de ellos. Los indicadores que se establecieron fueron el EVA, ROA,

ROE, Q de Tobin, índice de lucratividad y el flujo de caja, los cuales cumplieron con el propósito de analizar el comportamiento financiero de cada empresa. Así, se logró verificar si se obtuvo o no la generación de valor durante un periodo determinado, que para el caso del presente estudio, fue de 2011 al 2016.

Asimismo, se realizó el análisis del comportamiento de las ventas de cada empresa con el propósito de detallar el crecimiento de sus ingresos. Para ello se utilizó los indicadores de la liquidez, solvencia, EBITDA, EBIT, las rentabilidades expresadas en el ROA, ROE, ROIC y WACC, los cuales permitieron conocer el EVA de cada compañía año tras año. Así, se consiguió estructurar tablas comparativas con los resultados de los principales indicadores financieros.



## Referencias

- Alicorp S.A.A. (2016). *Memoria Anual*. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa21400\\_QUxJQ09SQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa21400_QUxJQ09SQzE.html)
- Alonso, C., & Bentolila, S. (1991). La relación entre la inversión y la q de Tobin en las empresas industriales españolas. *Documento de Trabajo, 9203*.
- Angeles, M., Mendez, H., & Espinoza, P. (2013). Interacción entre Stakeholders y la Generación de Valor en Empresas Azucareras Peruanas. *Sinergia e Innovación*. Recuperado de <http://repositorioacademico.upc.edu.pe/upc/bitstream/10757/337042/1/172-643-2-PB.pdf>
- Arão, I. (2010). *Planeación estratégica: Fundamentos y aplicación* (2nd ed., pp. 82-84). México D.F.: Mc Graw Hill.
- Barbosa, D. H., Piñeros, R., & Noguera, A. (2013). Gobierno corporativo y creación de valor. *Retos actuales del gobierno corporativo en torno a la creación de valor*, 187 – 204. Recuperado de <http://www.unilibre.edu.co/CriterioLibre/images/revistas/19/Criterio-Libre-19-art08.pdf>
- Behar, D. (2008). *Metodología de la Investigación, introducción a la Metodología de la Investigación*. Editorial Shalom; México DF.
- Benavides, J. (2005). *Historia del gobierno corporativo*. Recuperado de [http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20\(14\).pdf](http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20(14).pdf)

- Bernal, A., Oneto, A., Penfold, M., Schneider, L., & Wilcox, J. (2012). N° 6. Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las empresas de propiedad estatal.
- Bueno, E. (1998). *El capital intangible como clave estratégica de la competencia actual*. Boletín de Estudios Económicos, (164), pp. 207-229.
- Burneo, K., & Lizarzaburu, E. (2016). Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes: Impacto en la Bolsa de Valores de Lima - BVL. *GCG: Revista De Globalización, Competitividad & Gobernabilidad*, 10(3), 57-115. doi: <http://10.3232/GCG.2016.V10.N3.03>
- Brown y Caylor (2004). Data and Methodology. *Corporate Governance and Firm Performance*. 10-13. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.586423>
- Caballero, B. (Setiembre, 2009). Definición y aplicación de los Ratios Financieros en las empresas. *Revista De Asesoría Especializada*, (-), E1-E3.
- Cadbury, A. (1992). *The financial aspects of corporate governance*, 9-13. Recuperado de <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>
- Cali: Prensa Moderna Impresores S.A. Recuperado de <http://www.oscarleongarcia>.
- Calori, R., Lubatkin, M., & Very, P. (1994). Control mechanisms in cross-border acquisitions: an international comparison. *Organization Studies*, Vol. 15, Num. 3, p. 361-379.
- Calvo, C., & Osma, G. (2014). Algunas reflexiones sobre los métodos de valoración de empresas: Un modelo de valoración basado en la creación de valor. *Revista Española De Capital Riesgo*, (4), 3-14.
- Canals, J. (2004). *Pautas de buen gobierno en los consejos de administración*, 18 - 27. Recuperado de <http://www.redalyc.org/html/433/43300102/>
- Cárdenas, G. ¿Existe aún la industria manufacturera en el Perú? *Pensamiento Crítico*, 11, 11-32.

- Cardona, J., Martínez, A., Velásquez, S., & López, Y. (2015). Análisis de indicadores financieros del sector manufacturero del cuero y marroquinería: un estudio sobre las empresas colombianas. *Informador Técnico*, 79(2), 156-168.
- Carrillo, C., & Niño, J. (2006). *Información contenida en el EVA: interpretación y evidencia empírica en Chile*. Recuperado de <http://revistaacademia.uniandes.edu.co/index.php/Cladea/article/view/52/52>.
- Castellanos-Sánchez, H. (2015). Medición de activos no financieros. Un análisis de los elementos que intervienen en la decisión de la gerencia al optar por el modelo del valor razonable. *Cuadernos De Contabilidad*, 16(40), 41-71. doi: <http://10.11144/Javeriana.cc16-40.manf>.
- Cementos Pacasmayo S.A.A. (2016). Memoria Anual. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa23950\\_Q1BBQ0FTQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa23950_Q1BBQ0FTQzE.html)
- Corporación Aceros Arequipa S.A. (2016). Memoria Anual. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa20601\\_Q09SQVJFQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa20601_Q09SQVJFQzE.html)
- Chu, M. (2011). La creación de valor en las finanzas (1st ed., pp. 15-39, 73-75). Lima: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas S.A.C.
- Olivencia, M. (1998). *El gobierno de las sociedades cotizadas*, 6-7. Recuperado de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>
- Deloitte (mayo, 2015). Análisis Económico y de Industrias Latinoamericana – La hora de las reformas estructurales. 7(24).
- Dolz, C., & Iborra, M. (2014). ¿Cómo pueden crear valor las empresas adquirida y adquirente en un proceso de integración aprendiendo del socio o con el socio?. *GCG: Revista De Globalización, Competitividad & Gobernabilidad*, 8(3), 96-112. doi <https://10.3232/GCG.2014.V8.N3.06>
- Dumrauf, G. (2013). *Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano* (3rd ed., pp. 52-

- 82). Bogotá: Alfaomega Grupo Editor Argentino.
- Ernst & Young, Bolsa de Valores de Lima. (2015). La Voz del Mercado Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/ipgc/La\\_Voz\\_del\\_Mercado\\_EY\\_BVL.pdf](http://www.bvl.com.pe/ipgc/La_Voz_del_Mercado_EY_BVL.pdf)
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., & Moffett, M. H. (2007). *Multinational business finance*. Frenchs Forest, 11 edición, N.S.W: Pearson Education Australia.
- El Comercio. (2017). SNI: Manufactura crecerá 2,5% en el 2017, pp. Recuperado de <http://elcomercio.pe/economia/peru/sni-manufactura-crecera-2-5-2017-403990>.
- Escobar-Váquiro, N., Beavides-Franco, J., & Perafán-Peña, H. (2016). *Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica*, 203 – 254. doi: <http://dx.doi.org/10.11144/Javeriana.cc17-43.gcdf>
- Esquivel, M., & Alfonso, A. (2010). Nuevos Indicadores Financieros para la evaluación y análisis del Working Capital. *Partida Doble*, 21(225), 86-90.
- Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. Pricewaterhouse Coopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid: IESE Business School.
- Fernández, G. (2014). Definición y criterios de generación. *Metodología de la Investigación*, 7-8. Recuperado de <https://es.scribd.com/document/308659285/Metodologia-Investigacion>
- Gasco, C., Segurado, J., & Quintana, J. (2005). *Guía: buen gobierno corporativo de la empresa*, 25 -27. Madrid: Instituto de la Empresa Familiar.
- García, Óscar León (2003). Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA.
- Guerrero-Baena, M. D., Gómez-Limón, J. A., & Fruet Cardozo, J. V. (2013). La valoración de inversiones productivas: Una aproximación metodológica basada en la creación de valor financiero e intelectual. *Intangible Capital*, 9(4), 1145-1169. doi:10.3926/ic.426

- Gómez, D. R., & Roquette, J. V. (2001). *Metodología de la investigación*. Cataluña: Universitat Oberta de Catalunya
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, 678-689. doi: <http://dx.doi.org/10.2307/2235027>
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2003). *Metodología de la investigación*. México: McGraw-Hill.
- Hill, C., & Jones, G. (2011). *Administración Estratégica: Un enfoque integral* (9th ed., pp. 345-351). México D.F.: Cengage Learning Editores.
- Hitt, M., Ireland, D., & Hoskisson, R. (2008). *Administración Estratégica* (1st ed., pp. 302-311). México D.F.: Cengage Learning Editores.
- Homburg, C., & Bucerius, M. (2005). A Marketing Perspective on Mergers and Acquisitions: How Marketing Integration Affects Post-Merger Performance. *Journal of Marketing*, 69, pp. 95-113.
- Indacochea, A. (2000). *Una propuesta para mejorar las prácticas de gobierno corporativo en el Perú*, 1-25. Recuperado de <https://indacocheanoticias.files.wordpress.com/2013/01/gobierno-corporativo-cladea-03.pdf>
- Langebaek, A., & Ortiz, J. E. (2007). Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa (No. 003960). Banco de la República.
- Lira, P. (2014). *Evaluación de Proyectos de Inversión*. Lima: Ediciones de la U.
- López, F. y Pereira, L. (2006). Análisis internacional de los códigos de buen gobierno. *Universia Business Review* (11), 10-21.
- Méndez-Beltrán, J. A., & Peralta-Borray, D. A. (2014). Reflexiones respecto a la responsabilidad social empresarial y la creación de valor económico desde la perspectiva de los proveedores. *Cuadernos De Contabilidad*, 15(38), 625-645. doi:

<http://10.11144/Javeriana.cc15-38.rrrs>

- Méndez-Beltrán, J., & Rivera-Rodríguez, H. (2015). Relación entre gobierno corporativo y posicionamiento organizacional: instituciones de educación superior en América Latina. *Educación y Educadores*, 435-455. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=83443150004>
- Mesén, V. (2012). Capital Intelectual: Su valoración en el contexto empresarial. *TEC Empresarial*, 6(3), 25-31.
- Miralles-Marcelo, J. L., del Mar Miralles-Quirós, M., & Daza-Izquierdo, J. (2014). Reputación corporativa y creación de valor para el accionista. *Universia Business Review*, (44), 16-33.
- Miranda, J. (2005). Gestión de proyectos: identificación, formulación, evaluación financiera-económica-social-ambiental. MM Editores. 202.
- Montoro, C., & Navarro, A. (2010). Estimación de la Q de Tobin para la economía Peruana. *Revista Estudios Económicos*, 19(1), 33-45.
- Morck, R. (2014). The social value of shareholder value. *Corporate Governance: An International Review*, 22 (3), 185-193. doi: 10.1111/corg.12063
- Niño, V. (2011). ¿Cómo se entiende la investigación. *Metodología de la investigación*, 34-40. Bogotá: De la U.
- Noussan, G. (2012). ¿Cuánto vale mi empresa?. *IEEM Revista De Negocios*, 26-33.
- Olcese, A. (2005). La novedad del gobierno corporativo. *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*, 10-12. Recuperado de [http://www.aldoolcese.es/sites/default/files/aldo\\_olcese\\_-\\_teoria\\_y\\_practica\\_del\\_buen\\_gobierno\\_cooperativo.pdf](http://www.aldoolcese.es/sites/default/files/aldo_olcese_-_teoria_y_practica_del_buen_gobierno_cooperativo.pdf)
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (2004). *Principios de Gobierno Corporativo*. Recuperado de

<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

OCDE (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Éditions OCDE, Paris. Recuperado de

<http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

ONUDI (2015). El rol de la tecnología y la innovación en el desarrollo industrial inclusivo y sostenible. Informe de desarrollo industrial 2016

Ortiz, J. (2014). *Gobierno corporativo en el Perú: contribución para re-enfocar el concepto*.

doi: <http://dx.doi.org/10.21678/0252-1865>

Palomo González, M. (2003). La evaluación de activos intangibles: parte II, implantación. *Ingenierías*, 6(21), 13-17.

Papadakis, V.M; Thanos, I.C. (2010), "Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria". *British Journal of Management*, Vol. 21, pp. 859-873.

Parada, J. (2004). Valor económico agregado (EVA) óptimo. *Revista Alta Dirección*.

Recuperado de

<http://www2.udec.cl/~rparada/Publicacionesrevistas/ValorEconomicoAgregadoPDF.pdf>

Parra Barrios, A. (2013). Valoración de Empresas: métodos de valoración. Contexto:

*Revista De La Facultad De Ciencias Económicas Administrativas y Contables*, 2(1), 84-100.

Pérez-Carballo, J. (2007). *¿Qué es crear valor para el accionista?: manual para no financieros*. Madrid : ESIC, 2007.

Pindado, J. (2012). *Finanzas Empresariales* (1st ed., pp. 30-49). Madrid:

Ediciones Paraninfo.

Porter, M., & Kramer, M. (2006). Estrategia y sociedad. *Harvard Business Review*, 84(12),

42-56.

- Ramírez, E., & Romero, M. C. (2014). Emprendedores frente a la reorganización y valoración de empresas en crisis. *Revista Española De Capital Riesgo*, (4), 41-54.
- Ramírez, C., Carbal, A., & Zambrano M. (2012). La Creación de valor en las empresas: El Valor Económico Agregado - EVA y el Valor de Mercado Agregado - MVA en una empresa metalmecánica de la ciudad de Cartagena. *Saber, Ciencia y Libertad*, 7(1), 157-169.
- Rappaport, A. (2006). *La creación de valor para el accionista* (2nd ed., pp. 19-22). Bogotá: Planeta Colombiana S.A.
- Real Academia Española. (2014). *Diccionario de la lengua española* (23 ed.). Madrid: España–Calpe.
- Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina (2012). Gobierno Corporativo en América Latina. Recuperado de [http://www.ibgc.org.br/images/noticias/Newsletter\\_IGCLA\\_2012\\_nov.pdf](http://www.ibgc.org.br/images/noticias/Newsletter_IGCLA_2012_nov.pdf)
- Reyes, D. (2014). Gobierno Corporativo: las empresas deben pensar más allá del cortísimo plazo. *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/135061-buen-gobierno-corporativo-las-empresas-deben-pensar-mas-alla-del-cortisimo-plazo/>
- Ricra, M. (2013). *Ratios bursátiles*. Actualidad Empresarial. Segunda edición. Lima. II-
- 1 Rodríguez, A. (2005). *El valor financiero en economía*. España – Barcelona.
- Rojas, V. M. N. (2011). *Metodología de la Investigación*. Bogotá: Ediciones de la U, 2011.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2012). *Finanzas Corporativas* (9th ed., pp. 44-63). México D.F.: Mc Graw Hill.
- Ruiz, J. B., & Gómez, A. O. (1995). *Presupuestos*. MC Graw Hill . Recuperado de <http://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/43395862/burbano-presupuestos->

[enfoque-de-  
gestic3b3n.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=14966  
14808&Signature=1WfER6EIywa78ka5aGOOkBOY4Vk%3D&response-content-  
disposition=inline%3B%20filename%3DPRESUPUESTOS\\_Enfoque\\_de\\_gestion\\_pla  
neaci.pdf](#)

Santibáñez, J., Gómez-Bezares, F., & Goicoechea, E. (2016). Valoración de empresas con la técnica de descuento de flujos de caja: un caso práctico. *Revista Española De Capital Riesgo*, (1), 51-69.

Santonja, A. O., & Borges, A. M. (2005). *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*. Marcial Pons.

Sampieri, R. H., Collado, C. F., Lucio, P. B., & Pérez, M. D. L. L. C. (1998). *Metodología de la investigación*. México: Mcgraw-hill.

Siderúrgica del Perú S.A.A. (2016). Memoria Anual. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa53100\\_U0IERVJDMQ.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa53100_U0IERVJDMQ.html)

Stefanescu, C. (2014). Transparency and disclosure requirements - an analysis of corporate governace codes. *Atlantic Economic Journal*, 42 (1), 113-114.

Stickney, C. P., Avolio Alecchi, B., Weil, R. L., Schipper, K., & Francis, J. (2012). *Contabilidad financiera: una introducción a conceptos, métodos y usos*. Buenos Aires: Cengage Learning Argentina : CENTRUM Católica, 2012.

Sosa Mora, E. (2014). El Modelo de valor razonable: La aproximación de las cifras contables a los valores de mercado. *TEC Empresarial*, 8(3), 41-49.

Superintendencia de Mercado de Valores. (2012). Reglamento de inscripción y exclusión de Valores Mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores y en la Rueda de Bolsa. Resolución de Superintendencia N°00031-2012. Lima – Perú.

Vasquez-Carrazana, X., Rech, J., Da Motta, R., Tavares, M., & Miranda, G. (2017). EVA:

Orientador de la creación de valor económico en empresas de agronegocios. *Espacios*, 38(17), 2-17.

Terra, P. M. (2008). Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales. Documento de trabajo Nro, 41.

Tricker, R. B. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*. Oxford: Oxford University Press.

Unión de Cervecerías Backus y Jhonston S.A.A. (2016). Memoria Anual. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa20601\\_Q09SQVJFQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa20601_Q09SQVJFQzE.html)

Vizcaíno, M. & Chousa, J.P. (2016). Analyzing the influence of the funds' support on Tobin's q using SEM and fsQCA. *Journal of Business Research*. 2118-2124.

Zollo, M., & Meier, H. (2008). What is M&A Performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 78-87.

