

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD  
CATÓLICA DEL PERÚ**

**FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES**



Impacto del Gobierno Corporativo sobre la solvencia financiera en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima entre 2009 y 2022

Tesis para obtener el título profesional de Licenciada en Economía presentado por:

Ramirez Castillo, Maria Claudia  
Velapatiño Flores, Liliana del Rosario

Asesor:  
Villavicencio Vásquez, Julio Alberto

Lima, 2024

## Informe de Similitud

Yo, Villavicencio Vásquez, Julio Alberto docente de la Facultad de Ciencias Sociales de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asesor(a) de la tesis/el trabajo de investigación titulado Impacto del Gobierno Corporativo sobre la solvencia financiera en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima entre 2009 y 2022 del/de la autor (a)/ de los(as) autores(as) Velapatiño Flores, Liliana del Rosario y Ramirez Castillo, Maria Claudia dejo constancia de lo siguiente:

- El mencionado documento tiene un índice de puntuación de similitud de 23%. Así lo consigna el reporte de similitud emitido por el software *Turnitin* el 17/06/2024.
- He revisado con detalle dicho reporte y la Tesis o Trabajo de Suficiencia Profesional, y no se advierte indicios de plagio.
- Las citas a otros autores y sus respectivas referencias cumplen con las pautas académicas.

Lugar y fecha: Lima, 18 de junio del 2024

Apellidos y nombres del asesor / de la asesora: <u>Villavicencio Vásquez, Julio Alberto</u>	
DNI: 40124748	Firma 
ORCID: 0000-0002-0357-3475	

## Resumen:

El Buen Gobierno Corporativo (BGC) se centra en la toma de decisiones adecuadas por parte del directorio y la gerencia de una empresa, incluyendo la gestión eficaz del riesgo y la implementación de mejores controles internos para identificar riesgos financieros. También busca una mayor transparencia en la divulgación de información y una mejor alineación de intereses entre la gerencia y el directorio para reducir problemas de agencia. El BGC puede mejorar la dirección empresarial y disminuir la probabilidad de quiebra. Esta investigación evalúa el impacto del BGC en la solvencia financiera de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima entre 2009 y 2022, utilizando variables como la diversidad de género en el directorio, el número de directores independientes y la presencia de comités especiales. La solvencia se mide con el puntaje Z de Altman, identificando compañías con mayor deterioro financiero. Debido a la endogeneidad entre variables, se utiliza un modelo de Métodos de Mínimos Cuadrados en Dos Etapas. Los resultados muestran que la participación de directores independientes puede aumentar la insolvencia financiera, ya que su inclusión es mayormente por obligación legal. En contraste, cuando los directores poseen acciones, sus intereses se alinean mejor con los de la empresa, reduciendo la probabilidad de quiebra. La diversidad de género y la existencia de comités especiales no resultan significativas.

Palabras clave: Gobierno corporativo, solvencia financiera, Z Altman.



## Índice de contenido

1. Introducción .....	1
2. Marco teórico .....	5
2.1. Buen gobierno corporativo .....	5
2.2. Teorías que estudian el Gobierno Corporativo .....	9
2.2.1. Teoría de la agencia .....	9
2.2.2. Teoría de los stakeholders .....	11
2.2.3. Teoría de la dependencia de los recursos .....	12
2.2.4. Diferencia de género en aversión al riesgo .....	14
2.2.5. Relación entre gobierno corporativo y probabilidad de quiebra .....	15
2.3. Definición de solvencia Z-altman y su relación con el estrés financiero .....	17
2.3.1. Empresas que cotizan en bolsa .....	18
2.3.2. Empresa que no cotizan en bolsa .....	18
3. Revisión de literatura .....	20
4. Pregunta económica e Hipótesis .....	31
4.1. Pregunta de investigación .....	31
4.2. Hipótesis .....	31
5. Metodología .....	36
5.1. Diseño de investigación .....	36
5.2. Muestra .....	36
5.2.1. Selección de la muestra .....	36
5.2.1. Generación de indicador Z de Altman .....	37
5.2.2. Generación de variables de Buen Gobierno Corporativo .....	37
5.3. Modelo .....	40
6. Resultados .....	41
6.1. Análisis estadístico .....	41
6.2. Resultados econométricos .....	42
6.2.1. Efectos fijos .....	43
6.2.2. Efectos fijos utilizando variables rezagadas .....	44
6.2.3. Efectos fijos para empresas mineras .....	46
6.2.4. Efectos fijos para empresas no mineras .....	46
6.2.5. Endogeneidad .....	47
7. Conclusiones .....	55
8. Referencias bibliográficas .....	57
9. Anexos .....	69

## Índice de tablas

Tabla 1 Interpretación del Z score .....	19
Tabla 2 Empresas de la muestra .....	37
Tabla 3 Variables dependiente e independientes .....	39
Tabla 4 Estadísticas descriptivas .....	41
Tabla 5 Tabla de correlaciones de Pearson .....	42
Tabla 6 Efectos fijos corrigiendo heterocedasticidad .....	44
Tabla 7 Efectos fijos con variables rezagadas .....	45
Tabla 8 Efectos fijos para empresas mineras .....	46
Tabla 9 Efectos fijos para empresas no mineras .....	47
Tabla 10 Mínimos Cuadrados en Dos Etapas (MC2E) .....	49



## Índice de cuadros

Cuadro 1 Dinámica del Promedio Z de Altman.....	3
Cuadro 2 Test Breusch - Pagan .....	42
Cuadro 3 Test de Hausman.....	43
Cuadro 4 Test de Wald.....	43
Cuadro 5 Test de Staiger-Stock y Hansen - Modelo MC2E 1.....	53
Cuadro 6 Test de Staiger-Stock y Hansen - Modelo MC2E 2.....	53
Cuadro 7 Test de Staiger-Stock y Hansen - Modelo MC2E 3.....	53
Cuadro 8 Test de Staiger-Stock y Hansen - Modelo MC2E 4.....	54



## 1. Introducción

En los últimos años, el gobierno corporativo, referido al conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura, el funcionamiento y las relaciones de los órganos de gobierno de una empresa (directorio, accionistas y el resto de partes interesadas) (Deloitte, 2016) ha cobrado mayor relevancia frente a las crisis y escándalos financieros que han afectado a las empresas a nivel internacional. Instituciones internacionales como la Reserva Federal de Nueva York, Banco Central Europeo y Corporación Andina de Fomento (CAF) enfatizan que el gobierno corporativo resulta imprescindible para las compañías, debido a que les permite tener una estructura clara, líneas de responsabilidad definidas y procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de riesgos (CAF, 2017). En consecuencia, el tomar en cuenta los principios del gobierno corporativo permitirá aumentar la confianza de los stakeholders (inversionistas, clientes, acreedores, entre otros), a la vez que aumentará la rentabilidad de las empresas, mejorará su solvencia, permitirá la creación de valor y consolidará su crecimiento de largo plazo.

En el escenario de que una compañía no tome en cuenta los lineamientos del gobierno corporativo podría traer consigo consecuencias negativas para las mismas. Tal es el caso de lo acontecido con el banco Credit Suisse. En los últimos meses, se ha comentado que la crisis de este banco tuvo como una de las causas principales a su incapaz gobierno corporativo. Estuvo inmerso en errores y escándalos, como en el 2021 y 2022, cuando el banco informó sobre sus deficiencias en la evaluación efectiva de riesgos con inversiones en empresas que lavaban dinero y algunas Start-up riesgosas, lo que tuvo como consecuencia problemas en la identificación de errores en sus informes financieros (Miller, 2023).

Esto trajo como consecuencia la desconfianza por parte de sus stakeholders e inversionistas, quienes decidieron retirar su capital de la empresa, reduciendo la solvencia financiera de la compañía. Así también, los clientes que Credit Suisse otorgaba los servicios de asesoría financiera decidieron deslindarse y retiraron su dinero, provocando el colapso de esta compañía.

Pero, ¿cómo un pobre gobierno corporativo puede provocar dificultades financieras a una empresa? En general, existen factores tanto externos como internos que afectan negativamente el desempeño de una compañía. Por un lado, dentro de

los factores internos, existen causas financieras, como la excesiva toma de deuda, la proximidad de las obligaciones de corto plazo que superan a los activos corrientes o la demora en el cobro de las cuentas por cobrar (Rayendra, 2007, como se cita en Pramudena, 2017, p.48)

Por otro lado, las causas externas o no financieras se refieren a la mala conducta de los accionistas, por ejemplo, en la selección de directivos, mala planificación de productos y marketing, expansión y crecimiento injustificados, mala estructura organizativa, elección incorrecta del presidente e incompetencia de los directivos (Rayendra, 2007, como se cita en Pramudena, 2017, p. 48). En consecuencia, las empresas pueden empezar a presentar dificultades financieras, y acercarse a un riesgo de bancarrota, como consecuencia de una gestión deficiente, que provoca errores costosos para la compañía (Wruck, 1990; Ballester et al., 2020; Whitaker, 1999).

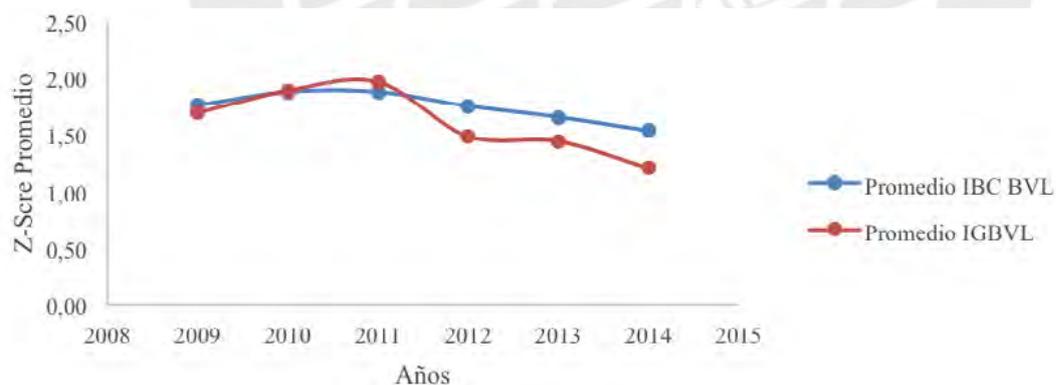
A pesar de que no existe una única definición de solvencia financiera, uno de los modelos más empleados en la literatura para medir la probabilidad de quiebra de las empresas es el propuesto por Edward Altman con el modelo Z de Altman. La ventaja de este modelo es que otorga una interpretación de qué tan riesgosa es una empresa a partir del “distress zone” (zona de riesgo) que señala una alta probabilidad de quiebra, describiendo así a una empresa insolvente.

Asimismo, han surgido diversas teorías que sirven para explicar la importancia del gobierno corporativo en una firma. Tal es el caso de la teoría de la agencia. Bajo esta teoría, se explica que existe un conflicto inherente entre el principal (accionistas) y el agente (directorio y gerencia) (Jensen y Meckling, 1976). Este conflicto ocurre porque ambas partes buscan maximizar su utilidad, pero pueden no compartir los mismos intereses; por lo que los agentes pueden no trabajar en el mejor interés de los principales y, por ende, toman decisiones o cometen errores que tendrían consecuencias negativas y costosas para la empresa. A partir de esta teoría, surgen diferentes trabajos empíricos, para países desarrollados y emergentes, que buscan explicar la relación entre el gobierno corporativo y la probabilidad de quiebra de las empresas, dando énfasis a variables que involucran a la alta gerencia, el directorio, la diversidad de género, la independencia y los comités especiales.

En la última década, las Buenas Prácticas del Gobierno Corporativo (BPGC) también están siendo abordadas en mercados como el de América Latina, principalmente en México, Colombia, Chile y Argentina. Los estudios para dichos países también abarcan variables relacionadas al directorio, la alta gerencia, también la diversidad de género en ambos grupos. De acuerdo a Oliveira et al. (2015), entre las BPGC incentivadas en Iberoamérica se encuentran “alcanzar una mayor transparencia en la información y fortalecer la protección de los inversionistas” (p.85). Ambos son relevantes y necesarios para mantener mejores indicadores de confianza y, con ello, una mejor solvencia financiera de acuerdo a los propósitos de la presente investigación.

Para el caso peruano, se han realizado investigaciones, como la de Cisneros et al. (2019); Lizarzaburu y Burneo (2016) que buscan estudiar la asociación entre la solvencia financiera de una organización con mejores al aplicar los principios del Buen Gobierno Corporativo, utilizando como una de estas medidas el Z de Altman. En sus resultados, encuentran que las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, al llevar a cabo la práctica común de los Principios del Buen Gobierno Corporativo, tienen una mejor solvencia financiera (Gráfico 1).

Cuadro 1 Dinámica del Promedio Z de Altman



Fuente: Lizarzaburu et al. (2016)

Para los autores, es importante el estudio del buen gobierno corporativo sobre la probabilidad de que una empresa sufra dificultades financieras, debido a que tiene un impacto positivo en la forma de dirigir la empresa, lo que permite mejorar la gestión de las empresas peruanas.

A diferencia de las investigaciones realizadas en Latinoamérica, cuyo método más popular para medir la posible relación lineal entre un índice de BPGC y el puntaje

Z Altman es el Coeficiente de Correlación de Pearson, la presente investigación trasciende más allá de una relación entre dos variables. En este trabajo, el aporte es encontrar la relación entre múltiples variables del Gobierno Corporativo a través de un análisis de regresión panel. Además, las variables del gobierno corporativo se obtienen de manera objetiva y son independientes de una autoevaluación (posiblemente sesgada) de la compañía frente a los inversionistas y miembros externos a la empresa.

De esta manera, la investigación tiene como objetivo estudiar la relación de las variables del Buen Gobierno Corporativo, representadas objetivamente por la diversidad de género en el directorio y gerencia; el porcentaje de directores independientes; comité de auditoría y otros comités especiales; dualidad del CEO y Presidente del Directorio; y porcentaje de acciones poseídas por los directores, sobre el puntaje Z de Altman que representa el riesgo de quiebra en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima entre 2009 y 2022.



## 2. Marco teórico

### 2.1. Buen gobierno corporativo

A partir de lo anterior, es necesario contextualizar la definición del Gobierno Corporativo (GC). A inicios de los años noventa, se presentaba como el encargado de dirigir y controlar una compañía, garantizando que los recursos de los inversionistas sean administrados para lograr rentabilidad y eficiencia (Claessens, 2003). A través de este punto de partida, desde 1999, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) lo define como el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas; además, implanta los derechos y responsabilidades; define la estrategia para los objetivos de la empresa, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño (como se cita en Alfaro, 2008, p.97).

Para la OCDE (2016), “el objetivo de gobierno corporativo es facilitar la creación de un ambiente de confianza, transparencia y rendición de cuentas necesario para favorecer las inversiones a largo plazo, la estabilidad financiera y la integridad en los negocios. Todo ello contribuirá a un crecimiento más sólido y al desarrollo de sociedades más inclusivas” (p. 7). Como parte de ello, abarca una interrelación entre las partes interesadas, como el directorio de una compañía, accionistas, gerencia, entre otros.

De acuerdo con los puntos de OCDE, sintetizados por Hidalgo (2020) en el artículo “Gobierno Corporativo: ¿Por qué es un pilar fundamental para el crecimiento y la gestión de riesgos en una organización”, los principios que definen el Gobierno Corporativo deben estar basados en lo siguiente:

- Proteger los derechos de accionistas.
- Asegurar el tratamiento equitativo para todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros.
- Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener una efectiva reparación de los daños por la violación de sus derechos.

- Reconocer los derechos de terceras partes interesadas y promover una cooperación activa entre ellas y las sociedades en la creación de riqueza, generación de empleos y logro de empresas financieras sustentables.
- Asegurar que haya una revelación adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño, la tenencia accionaria y su administración.
- Asegurar la guía estratégica de la organización, el monitoreo efectivo del equipo de dirección por el consejo de administración y las responsabilidades del Consejo de Administración con sus accionistas.

En Perú, el Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas propuesto por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) se sustenta en que:

“i) Favorece la generación de valor, solidez y eficiencia; ii) logra una más conveniente administración de los riesgos a los cuales se encuentran expuestas; iii) predispone el acceso al mercado financiero nacional e internacional. Esto influye en la reducción del costo de capital y en propiciar un mayor y mejor acceso a fuentes de financiamiento a largo plazo, entre otros beneficios económicos.” (SMV, 2013)

En esta línea, la SMV enfatiza el rol de la Junta General de Accionistas, el Directorio y la Alta Gerencia como los principales órganos del gobierno corporativo dentro de una empresa, así como en la adecuada gestión de riesgos.

Así, dentro de los principales individuos que participan en el gobierno corporativo, cabe mencionar sus funciones y responsabilidades para poder entender su rol en garantizar la solvencia de una empresa.

a. Accionistas (“Shareholders”)

Son aquellas personas que invierten en la empresa de manera recurrente a medida que lo necesite para mantener su operativa y, a la vez, la solvencia financiera. A través del capital que aportan a las firmas y sus posibles subsidiarias, se financian las operaciones, inversiones y las obligaciones financieras. Así, los accionistas deben

asegurar de que la firma obtenga recursos para cumplir con sus obligaciones financieras y mantener la solvencia financiera (Brandt y Georgiou, 2016).

Conforme al artículo “¿Cuál es el rol de los accionistas en una sociedad anónima? ¿Cuáles son sus derechos y obligaciones?”, un derecho relevante relacionado a la solvencia es el derecho de fiscalización, ya que refiere a que todos los propietarios tienen la facultad de hacer el seguimiento al desarrollo del negocio, por ejemplo, inspeccionando la contabilidad, administración y gestión de la empresa (Conexión Esan, 2021). Esto con el propósito de observar el desarrollo financiero de la empresa, tanto su rentabilidad como una solvencia que garantice la continuidad del negocio.

Así también, los accionistas tienen la obligación de asumir las pérdidas financieras que se fijan en el estatuto de la compañía (Conexión Esan, 2021). En este sentido, para muchos acreedores esto se asemeja a una garantía o una señal de confianza para los prestamistas, ya que estos son los que tienen más en juego. Esta “garantía” que ofrece le permite un acceso a financiamiento con condiciones más atractivas y reforzar la solvencia de la compañía.

#### b. Directorios empresariales

Particularmente, el directorio de una compañía está conformado por un grupo de individuos que representan a los intereses de los accionistas y cuyas principales tareas son la supervisión de las actividades de la firma y la evaluación de su desempeño. Entre las principales tareas se encuentra la de asegurar la suficiencia y buena administración de los recursos a su disposición, mientras desarrolla las metas y responsabilidades de los equipos de trabajo (Corporate Governance Institute, 2023).

En general, el rol principal de un director es establecer la “cultura corporativa” a través de valores, misión, visión y la esencia de la compañía (Pérez, 2019). Por lo que, si tenemos en cuenta que el periodo de gobernanza en el Perú es mayor a 1 año, se encarga también de dirigir la prospectiva de largo plazo, entre ellas las metas financieras frente a todas las partes interesadas (stakeholders).

En el Perú, la Ley General de Sociedades (Congreso de la República del Perú, 1997, Ley 26887) regula el funcionamiento de los órganos corporativos dentro de las sociedades que se desarrollen dentro del territorio peruano. A partir de ello, las

responsabilidades y funciones del directorio que se relacionan directamente a la solvencia son:

- Responden, ilimitada y solidariamente, ante la sociedad por sus decisiones. Al ser los responsables de establecer los objetivos financieros a largo plazo, deben asegurar que las actividades sean congruentes con sus capacidades y recursos financieros.
- Supervisan el cumplimiento de los acuerdos de la junta general, salvo que ésta disponga algo distinto para determinados casos particulares.
- Ser responsables ante la sociedad y terceros acreedores por los créditos, préstamos o garantías acordadas.
- Revisan la información financiera de la empresa, analizando los resultados y situación financiera para monitorear el cumplimiento de los compromisos financieros e identificar posibles riesgos.
- Aprueban las decisiones relacionadas al capital de la empresa, como la política de dividendos y captación de capital.
- Se relacionan con las demás partes interesadas para prevenir y conciliar posibles conflictos de interés.

Así, es responsable de supervisar la gestión financiera de la empresa (estados financieros, presupuestos y proyecciones), así como asegurar de que las prácticas financieras de la empresa se ajusten a las leyes y normas contables, y de que existan controles internos adecuados para salvaguardar los activos de la empresa y garantizar su solvencia.

Ante ello, es importante que el talento del directorio implique un alto nivel de liderazgo acompañado de propuestas que generen valor a la empresa y supervisión de las actividades de toda la compañía.

#### c. Gerencia

A partir de lo anterior, la gerencia se encarga de establecer estrategias e iniciativas para cumplir con los objetivos del directorio, ya sea en el cumplimiento de la gestión de riesgos, preparar los estados e informes financieros, gestionar eficazmente los recursos de capital (Lipton et al., 2018).

Asimismo, proporciona informes periódicos sobre el desempeño financiero y el estado de solvencia al directorio y otras partes interesadas. Es decir, ejecuta las tareas encomendadas por el directorio y teniendo en cuenta los intereses de los accionistas, por lo que están constantemente conectados para mantener la buena salud financiera de la empresa.

## 2.2. Teorías que estudian el Gobierno Corporativo

### 2.2.1. Teoría de la agencia

El problema de la agencia fue presentado en la ciencia económica en 1776, cuando Adam Smith comentaba que los administradores de un patrimonio no se esmeran tanto como los que son dirigidos por su propio dueño. Así, Berle y Means (1932) manifestaron que se debe distinguir la relación de propiedad y la de control dentro de una organización, junto a las consecuencias que conlleva dicha separación como las distintas preferencias entre directores, gerentes e inversionistas (como se cita en Garzón, 2021, p. 162).

Por lo que apareció un interés de presentar una teoría que explique esta relación. Según Jensen y Meckling (1976), la teoría de la agencia es explicada si se tiene en cuenta que dentro de una organización existen conflictos de intereses entre los principales contratantes, estos son los stakeholders, gerentes, prestatarios, entre otros. Frente a ello, la relación de agencia ocurre a través de un contrato entre un principal, quien compromete a un agente a otorgarle un servicio y, a la vez, la autoridad de tomar decisiones. En este escenario ocurre una problemática entre el principal y la imperfección de las acciones del agente, ya que puede haber ocasiones en las que estas últimas contraponen el bienestar del principal y los intereses del agente.

Frente a ello, Holmström (1979) resalta el rol del riesgo moral, dada la información asimétrica presente cuando las decisiones del agente no son observables perfectamente por el principal. Ante esta situación, existen costos económicos que no son captados necesariamente en los mercados financieros y son reflejados en la pérdida de valor de las acciones, producto del conflicto entre accionistas y los gerentes (McColgan, 2001). De tal manera, para Jensen y Meckling (1976), los costos de agencia son el conjunto de los costos de monitoreo, de adherencia y residuales.

Respecto a los costos de monitoreo, se incurren cuando los dueños de la compañía (shareholders) tienen que incurrir en mecanismos para vigilar y controlar las acciones de los agentes. Entre las estrategias para lograr que se alineen a los intereses del principal se encuentran las auditorías, compensaciones y el despido de agentes (Zogning, 2017). Tal como lo sustenta el economista Mirrlees (1976), el diseñar una estructura salarial óptima puede ser capaz de fomentar un mejor desempeño de los agentes en su trabajo.

Por otro lado, los costos de adherencia son aquellos en los que el agente incurre para compensar al principal y redireccionar su comportamiento en favor de los intereses del accionista. De acuerdo Milgrom y Roberts (1992), catedráticos de la Universidad de Stanford, afirmaban los beneficios de incentivar ante un escenario de selección adversa y el riesgo moral. Por ejemplo, el establecer objetivos en las entrevistas laborales e incentivos para alinear los intereses del agente en sus tareas diarias. La compensación no es necesariamente financiera y puede incluir cláusulas en los miembros del directorio/ gerencia no pueden participar en otras empresas o tener otros empleos (Strategic CFO, 2013). Así, al momento de deliberar y decidir, se pueda obtener un mayor beneficio a los accionistas.

Por último, los costos residuales también son asumidos por el principal cuando se presenta una situación en la que los agentes actúan hacia su propio interés y se materializan en una menor utilidad para el principal ex post, además que no pueden ser capturados en los dos anteriores costos. Tal es el caso del fracaso de los mecanismos de monitoreo y adherencia al no mitigar el problema de agencia, por lo que suelen ser asumidos de manera silenciosa y son principalmente producto de la asimetría de la información (Thomas y Oladipupo, 2018).

Estos costes son minimizados cuando los miembros del directorio o la gerencia tienen derecho de propiedad sobre la empresa, a través de acciones, ya que se alinean los intereses. Los costos asumidos por la empresa son cubiertos con efectivo y recursos de la empresa, por lo que reduce la liquidez de la misma.

La importancia del GC, entonces, se fundamenta en ser el encargado de crear estrategias para reducir estos costos y conflictos dentro de la compañía que pueden afectar a la rentabilidad, solvencia, reputación, etc. Ante un escenario de no alineamiento de intereses, contratos incompletos y costos de transacción, las buenas

prácticas del GC pueden ofrecer incentivos a los agentes (directorio, gerencia, etc.), recompensas, mantener una estructura de capital deuda concentrada en deuda de largo plazo y así incrementar la solvencia de una empresa, por ejemplo (Jensen y Meckling, 1976).

### 2.2.2. Teoría de los stakeholders

La presente teoría también relaciona la solvencia de una empresa y la forma en que se desarrolla el gobierno corporativo, ya que toma una perspectiva más amplia de los intereses de la empresa y no solo la limita a los accionistas. En este caso, Freeman (1984) sostiene que las empresas y organizaciones no solo deben tomar en cuenta a los accionistas y propietarios al momento de tomar decisiones en la empresa y llevar a cabo operaciones, sino que también se debe tomar en cuenta a todos los stakeholders. De acuerdo con Freeman (2010), los stakeholders son cualquier individuo o grupo que podría verse afectado o afectar por el logro de los objetivos de la empresa.

La teoría de los stakeholders sostiene que, al considerar los intereses de todos los stakeholders, la empresa u organización puede tomar decisiones que maximicen el valor para todos los implicados, en lugar de centrarse únicamente en el beneficio de los accionistas o propietarios (Hill y Jones, 1992). Además, se argumenta que considerar los intereses de los stakeholders puede ayudar a las empresas a desarrollar relaciones más sólidas y duraderas con sus trabajadores, clientes, proveedores y demás participantes de la sociedad.

Esta teoría ha tenido un impacto significativo en la gestión empresarial. Muchas empresas han adoptado esta teoría y la han utilizado como guía para tomar decisiones y desarrollar políticas que consideren los intereses de todos los stakeholders.

Respecto a la relación con la solvencia se puede señalar que, si una compañía tiene en cuenta los intereses de los stakeholders, disminuye la probabilidad de conflictos y tensiones que pueden repercutir en el desempeño financiero de la empresa. Un ejemplo de esta problemática ocurre cuando los empleados y clientes no se sienten considerados en la toma de decisiones de la compañía, por lo que pueden crear mayores problemas de productividad, comerciales e incluso reputaciones. Estos son capaces de configurar un deterioro financiero de una empresa y que, en un extremo, puede llevar a quebrar a una empresa.

Por otro lado, esta teoría también es conocida como la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) de Edward Freeman en contraposición a la Teoría del Accionista de Milton Friedman más vinculado a la Teoría de la Agencia, permite entender la importancia de la Gobernabilidad de una empresa en la solvencia dentro del marco de los criterios ambientales, sociales y de gobierno (ESG por sus siglas en inglés). Estos criterios son parte de la sostenibilidad corporativa que ha brindado a muchos inversionistas institucionales la confianza para tomar decisiones financieras (Martins, 2022).

Teniendo en cuenta la solvencia financiera como la capacidad de una empresa de contar con una adecuada salud financiera en el largo plazo, las prácticas sostenibles han demostrado beneficiar “en términos de rentabilidad financiera, ganancia de reputación y recaudación de fondos más ventajosa” (Orsato et al., 2015, como se cita en Meneses et al., 2022, p. 95). Estos autores sustentan el impacto positivo y significativo de las prácticas de sostenibilidad en el desempeño financiero de largo plazo, debido a que crean un modelo organizacional colaborativo, transparente del estado de la empresa, promueve la responsabilidad, mitiga los riesgos, es capaz de reducir los costos operativos, es más eficiente y genera estrategias y políticas de largo plazo con mayores beneficios (Meneses et al., 2022).

En la actualidad, en el mercado peruano este es un tema relevante y dinámico en las empresas que cotizan en la BVL. Tan es así que encontramos rankings anuales de las empresas más importantes de la BVL como el Ranking de MERCOSUR (2012) o los Reportes de Sostenibilidad Corporativa de la SMV (2015), los cuales se han implementado recientemente. Por lo que, en comparación a países emergentes latinoamericanos como México y Brasil, aún son incipientes. A pesar de ello, se valora que los reportes de gobernabilidad (la letra G de ESG) de la SMV en el Perú han sido reportados desde el 2002 (actualizados en el 2013), por lo que en la presente investigación se trabaja con dicha información disponible.

### 2.2.3. Teoría de la dependencia de los recursos

En línea con la propuesta de Freeman (1984), la teoría de la dependencia de los recursos complementa la postura de que las prácticas del gobierno corporativo como la diversidad del directorio y la presencia de entes externos a la compañía son relevantes para la solvencia financiera de una empresa. Esta teoría de Jeffrey Pfeffer

y Gerald Salancik (1978) propone que las organizaciones se desenvuelven en un contexto donde los recursos son escasos y no puede substituir sin relacionarse con el exterior. Por lo tanto, tienen que relacionarse con otras empresas e individuos para obtener una ventaja competitiva respecto al mercado (Meneses et al., 2021).

En el caso del directorio, al ser individuos seleccionados en función de sus habilidades, experiencias, motivaciones, conocimientos de los recursos externos como clientes, proveedores y financiadores, son un nexo entre lo externo e interno. Incluso, los directores independientes se exponen como atractivos al ser un capital humano del exterior (Li et al., 2014).

De esta forma, las empresas deben elegir los recursos necesarios para sobrevivir, a través de miembros con una diversidad de características (en género, por ejemplo) y que son externos a las compañías para obtener un rendimiento superior. En Perú, dada la baja participación femenina y de miembros independientes en los directorios, las empresas pueden generar más valor, ganancias y comprensión del mercado al adquirir una mayor diversidad de perspectivas del exterior de la compañía.

Como argumentan Hillman et al. (2007), la diversidad de género en los directorios es beneficioso porque genera un intercambio de ideas más holístico y genera un mejor conocimiento del mercado. Incluso, los clientes pueden “sentir que sus necesidades y preocupaciones se manejan mejor por alguien con quien identificarse, dada alguna característica compartida como el género” (Bilimoria y Wheeler, 2000, como se cita en Flores y Samamé, 2012, p. 23). En vista de que las decisiones en la junta no suelen estar prefijadas, se crea un espacio con participación de directores externos (independientes) para una mejor evaluación del riesgo y las implicancias de cada acuerdo.

En esta línea, si bien las empresas buscan maximizar sus ganancias, estas serán posibles en cuanto se las vincule a una mayor preparación, habilidades y conocimiento práctico de sus miembros, generando un incremento de la productividad y mejor desempeño en la compañía (Becker, 1964). De hecho, en el meta análisis de Wang et al. (2018) realizado para empresas europeas, coinciden que las mujeres en el directorio cuentan con un mayor capital humano que los hombres, medido a través de habilidades de liderazgo y preparación para una reunión.

Además, a partir de la investigación de Singh et al. (2008), se encuentra que más del 25% de mujeres directivas de empresas de la Bolsa de Valores de Londres tenían una importante experiencia previa en sectores como el financiero, público y voluntariados. Al mismo tiempo, encuentra que las mujeres tienen más probabilidad de tener un título MBA y certificación internacional.

#### 2.2.4. Diferencia de género en aversión al riesgo

De acuerdo a Catherine Eckela y Philip Grossmanb (2002), es largamente documentado la diferencia en la percepción de riesgo y la tolerancia al riesgo entre hombres y mujeres. De hecho, existe una tendencia de las mujeres a ser más adversas al riesgo y a las potenciales pérdidas. El meta análisis de Byrnes et al. (1999), Eckela y Grossman (2002; 2008), Lo et al. (2020) sostiene que existe un patrón de actitud al riesgo en el que las mujeres son más probables que los hombres a elegir productos sin riesgos. Por ejemplo, Eckela y Grossman (2008) en su estudio plantean que las mujeres que son madres pueden ser más sensibles a la posibilidad de pérdida y son más adversas a las situaciones financieras en las que se implique recibir flujos negativos. Este sistema consiste en que los hijos dependientes son más vulnerables ante las fluctuaciones de los ingresos de los padres y son más probables de morir debido a una escasez de alimentos temporal. Así, las mujeres velarán por una mayor estabilidad para sus hijos que los hombres.

En el caso de países latinoamericanos, la doctora en economía Arlette Beltrán (2018) realizó múltiples experimentos asociados a situaciones de riesgo e incertidumbre en Colombia, Argentina, Perú, Costa Rica, Uruguay y Venezuela para poder comprobar si existe una mayor aversión al riesgo por parte de las participantes mujeres en comparación a los hombres. Los resultados señalan que las mujeres presentan un mayor nivel de aversión al riesgo y que existe un diferencial significativo entre ambos grupos y la aversión al riesgo medido a través de la técnica Blinder Oaxaca.

Ante este escenario, las mujeres que ocupen posiciones decisivas para la gobernabilidad de una empresa tendrán un rol relevante en la solvencia económica. Esto es, si estas tienen una mayor aversión al riesgo, esto las llevará a tomar decisiones y ejecutar acciones de manera más prudente, por lo que se priorizará más

la solvencia y la seguridad de sus inversiones antes que una mayor rentabilidad relacionada a un mayor riesgo.

#### 2.2.5. Relación entre gobierno corporativo y probabilidad de quiebra

Como punto de partida, autores como Wruck (1990) afirman que una gobernanza débil genera decisiones de gestión deficientes, las cuales pueden provocar dificultades financieras en el largo plazo. Las buenas prácticas del gobierno corporativo están alineadas a los principios propuestos por la OCDE, por lo que están estrechamente relacionadas a la adecuada toma de decisiones. De esta manera, si se presenta un débil gobierno corporativo, desde el directorio, por ejemplo, podría afectar la toma de decisiones en la empresa, lo que crearía un escenario más riesgoso en términos financieros.

Así, por ejemplo, una de las decisiones más importantes que se discuten dentro de los ámbitos del gobierno corporativo es el apetito de riesgo. Este será adecuado teniendo en consideración la rentabilidad que desea recibir. De acuerdo con Barfield (s.f), articular el apetito de riesgo es una tarea compleja que requiere equilibrar muchas perspectivas, es decir de los stakeholders. Cuando la empresa defina claramente su apetito al riesgo, podrá tener claridad sobre los riesgos que la organización desea asumir; una base para una comunicación consistente con diferentes partes interesadas; y articulación explícita de las actitudes hacia el riesgo de la alta dirección (Barfield, s.f).

En consecuencia, una disminución de los riesgos facilitará un mayor dinamismo en la captación de capital, una mejor selección de directivos que dirigirán la compañía en búsqueda de la creación de valor, y elección de inversiones justificadas en la necesaria expansión y mayor crecimiento de la empresa.

Además, las buenas prácticas de gobierno corporativo, como la gestión eficaz del riesgo, la transparencia de los informes financieros y la solidez de los controles internos, pueden ayudar a identificar y mitigar los riesgos financieros antes de que se conviertan en una crisis para la empresa.

Por otro lado, un buen Gobierno Corporativo ayuda a fortalecer el control interno de la empresa, al difundir información financiera de la empresa, lo que reduce los problemas relacionados a la información asimétrica (Lorenzo et al., 2009). Por

ejemplo, escándalos como de Enron (2001) y WorldCom (2002) demuestran que los datos financieros y contables pueden manipularse para ocultar una mala salud. Así, el gobierno corporativo puede influir potencialmente en la exactitud de la información financiera y contable utilizada para medir la verdadera situación de la empresa.

La transparencia fortalecerá la confianza en las organizaciones, lo que ayudará a que se encuentren mayores y mejores oportunidades de financiamiento, tanto en bancos y bolsas de valores como en mercados alternativos (Lagos, 2013). Así, es posible reducir la probabilidad de quiebra, debido a que les permite obtener financiamiento y, con ello, un mayor crecimiento para la compañía a largo plazo.

Finalmente, el buen gobierno corporativo permite reducir los problemas de agencia. En primer lugar, esta minimización de los conflictos de agencia permitiría un mayor acceso a capital y una reducción en el costo de capital (Reddy et al., 2010). Esto se debe a que una empresa con un buen gobierno corporativo podrá negociar mejores términos y condiciones en los contratos de financiación con los proveedores de capital. Esto ocurriría porque los proveedores de capital pueden sentirse más cómodos prestando dinero o invirtiendo en una empresa que tiene una estructura de gobernanza sólida y una supervisión adecuada.

En segundo lugar, la reducción de los costos de agencia también atraería oportunidades de inversión (Udin et al., 2017). Cuando los inversionistas perciben que la empresa tiene una buena gobernanza corporativa, es decir, que sus directivos y accionistas actúan de manera ética y responsable, es más probable que estén dispuestos a invertir en ella. Esto se debe a que una buena gobernanza se asocia con una mayor transparencia y eficiencia en la gestión de la empresa, lo que reduce la incertidumbre y el riesgo para los inversionistas, al ser considerada como estable y confiable. Subsiguientemente, los inversionistas pueden exigir una tasa de retorno menor para invertir en la empresa, lo que se traduce en una disminución del costo de capital de la empresa. A lo que finalmente, la empresa podrá acceder a mejores oportunidades de financiamiento que le permitirá crecer en el largo plazo como empresa y disminuir las probabilidades de bancarrota.

### 2.3. Definición de solvencia Z-altman y su relación con el estrés financiero

Por otra parte, si bien existe un interés histórico por estimar el estado de insolvencia de un negocio, no se ha alcanzado un acuerdo en la literatura y permanece evolucionando. A saber, uno de los primeros estudios fue propuesto por William Beaver (1966) y se concentra en una variable: flujo de efectivo entre el pasivo total (ratio Beaver). Esto basado en que una empresa debe disponer de liquidez (efectivo) para cumplir con sus obligaciones a terceros y sus propios gastos para disminuir las probabilidades de un fracaso empresarial. A pesar de la buena capacidad de predicción, no es suficiente porque los ratios financieros pueden ser contradictorios con la interacción del resto de ratios, por lo que también se debe agregar otros ratios al análisis de solvencia (Gómez y Leyva, 2019).

Como una crítica a lo anterior, se presenta el estudio de la solvencia a partir de lo propuesto por Edward Altman con un análisis discriminante multivariable. En 1968, mientras Altman se desempeñaba como asistente de investigación económica de la Universidad de Nueva York, desarrolló un modelo justificado en cinco ratios que conjuntamente establecen la función discriminante Z y clasifica cada observación en un grupo dependiendo de características individuales. A partir de los Estados Financieros de 66 empresas en el periodo 1946-1965, Altman empleó los ratios de generación, apalancamiento, liquidez y actividad para exponer la capacidad de predecir la quiebra de las 66 empresas que cotizaban en la bolsa de Estados Unidos.

A través de este índice sintético Z, resultó que a medida que una empresa tuviera un puntaje Z más alto los niveles de solvencia de la empresa se encontraban en una zona segura. Con ello tuvo un acierto para predecir la quiebra del 50% de la muestra y, posteriormente, predijo la quiebra de otro grupo de empresas con dos años de anticipación.

A partir de los ratios mencionados anteriormente, Altman ha desarrollado y actualizado los pesos de los índices de acuerdo a si cotizaban en bolsa, si son empresas privadas con capital cerrado, pertenecen al sector manufacturero y para países distintos a Estados Unidos.

### 2.3.1. Empresas que cotizan en bolsa

En un primer momento, Altman (1968) elige a 66 firmas que cotizaban en la bolsa de Estados Unidos desde 1946 hasta 1965, junto con 22 indicadores potenciales para el análisis. Luego, clasifica los ratios por liquidez, rentabilidad, apalancamiento, solvencia y actividad que eran los más recurrentes en la literatura. Realiza el testeo correspondiente y escoge a los cinco con mejor predicción con el siguiente peso:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

donde:

$X_1$  = Capital de trabajo/Total activos

$X_2$  = Utilidades retenidas/Total activos

$X_3$  = EBIT//Total activos

$X_4$  = Valor de mercado/Valor en libros del total de pasivos

$X_5$  = Ventas/Total activos

Z = Índice Z de Altman

### 2.3.2. Empresa que no cotizan en bolsa

En 1983, Altman remarca el objetivo de su primer modelo de 1968 y de su aplicabilidad en sociedades abiertas, proponiendo una re-estimación del modelo con la sustitución del valor de mercado por valor en libros del patrimonio en empresas que no tienen acciones en el mercado público. Manteniendo las variables  $X_1, X_2, X_3, X_4$  y  $X_5$ , y cambiando la  $X_4$  por valor contable del patrimonio se obtuvo:

$$Z' = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

Debido a la falta de información, Altman no alcanzó a testear el modelo Z' score con la segunda muestra de empresas manufactureras sin cotizar en bolsa; sin embargo, sí estudió el acierto de las variables excluyendo al ratio  $X_5$  (Ventas/Total de Activos) porque podría estar sesgando por un efecto por industria. Por lo que, para reducir el sesgo, propone:

$$Z'' = 3.25 + 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

A partir de lo explicado anteriormente, se desprende que el Z de Altman utilizado en esta investigación es el primero, teniendo en cuenta que nuestra muestra a analizar son las empresas que cotizan públicamente en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Para evaluar la probabilidad de quiebra de una empresa, se utiliza entonces el análisis discriminante a partir de los resultados y se busca categorizar a cada empresa dentro de las zonas: “safe”, “grey” y “distress”. En el caso de empresas peruanas, economistas como Lizarzaburu y Burneo (2016) señalan los cortes de cada área de la siguiente manera:

Tabla 1 Interpretación del Z score

Área de clasificación	Puntaje Z
Safe Zone	$Z > 2.9$
Grey Zone	$1.23 < Z < 2.9$
Distress Zone	$Z < 1.23$

Fuente: Burneo y Lizarzaburu (2016)

Si el indicador es muy bajo y se encuentra por debajo de 1.23, aumenta la probabilidad y son más riesgosas a caer en una situación de quiebra (*Distress Zone*). En cambio, cuando se encuentra en un rango de 1.23 y 2.9, la interpretación es que la empresa se encuentra en una zona media, de menor riesgo y en vigilancia. Por lo que una empresa que tenga un Z score superior a 2.9 se encuentra en la zona segura (*Safe zone*) e indica que cuenta con una gestión adecuada del nivel de endeudamiento, desempeño financiero y con una probabilidad de quiebra muy baja. Mientras que en el *Distress Zone* se encuentran las compañías más riesgosas, con un mayor deterioro financiero y con mayor probabilidad de quiebra (Burneo y Lizarzaburu, 2016).

### 3. Revisión de literatura

Zhou (2019) busca analizar el impacto que tiene la diversidad de los miembros del directorio en la probabilidad de quiebra de las empresas chinas entre el 2005 y 2015. Específicamente, le interesa estudiar si la presencia de mujeres en el directorio disminuye la probabilidad de estrés financiero. El autor utiliza información de *Chinese Securities Market and Accounting Research (CSMA)* para 2,825 empresas para realizar una estimación por MCO. Dentro de las variables de su estudio, incluye una variable para la presencia de mujeres en el directorio, la cual resulta significativa en su investigación. Así, una empresa con directoras tiende a reducir la posibilidad de dificultades financieras en un 0.7%. Por otro lado, utiliza variables de control como la participación de los gerentes en el accionariado de la empresa, la proporción de directores independientes en el directorio y la dualidad presidente-CEO, las cuales no resultan significativas en la regresión.

En el estudio de García y Herrero (2021), investigan si la diversidad de género en el consejo afecta a la estructura de capital de las empresas y la probabilidad de quiebra. Ellos utilizan la información para 1,416 empresas no bancarias de la base de datos Thomson Reuters Eikon para el periodo 2002 a 2019 de países como Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España, Suecia, Bélgica, Finlandia, Dinamarca, Irlanda y otros países de Europa. La regresión es de tipo binaria Logit, debido a que su variable dependiente de probabilidad de quiebra es una variable dicotómica donde toma el valor de 1 si el Z de Altman está por debajo de 1.81 y 0 si está por encima de 2.99. Sus resultados indican que la probabilidad de quiebra disminuye significativamente con la diversidad de género en el directorio. De esta manera, la mayor supervisión de las mujeres, junto con el menor exceso de confianza y la mayor aversión al riesgo de las mujeres, conduce a una menor probabilidad de estrés financiero.

En cuanto a otras variables a nivel del consejo, los resultados muestran que el mayor control de los consejeros independientes reduce la probabilidad de quiebra, mientras que, los directorios de mayor tamaño pueden verse afectados por dificultades de coordinación, pueden sufrir una falta de consenso y coordinación a la hora de aplicar las decisiones necesarias para superar las situaciones de estrés financiero.

Por otro lado, la variable que indica que el presidente del consejo es a la vez CEO de la empresa no resulta significativa sobre el riesgo de quiebra.

Nuraini et al. (2021) buscan determinar si los factores no financieros afectan directa o indirectamente a la quiebra a través de los resultados financieros como variable mediadora. Utilizando información de 19 empresas manufactureras que cotizan en la Bolsa de Indonesia desde 2009 hasta 2019, analizaron los datos mediante un modelo de ecuaciones estructurales para examinar los efectos directos e indirectos y también una regresión logística para determinar el efecto de la probabilidad de quiebra. En sus resultados encuentran que la variable de número de directores no resulta significativa en el modelo.

El estudio de Li et al. (2015) utiliza los cambios regulatorios en China para examinar el efecto incremental de la independencia del directorio sobre el performance de las empresas a la vez que se reduce la concentración de la propiedad de los directores. Su muestra se compone de empresas chinas entre 2003 y 2008. Asimismo, utiliza un método de Mínimos Cuadrados en Dos Etapas donde sus variables dependientes son el ROA y la Q de Tobin. En sus conclusiones detallan que el efecto positivo de la independencia del consejo sobre el rendimiento se refuerza a medida que disminuye la concentración de la propiedad, después de controlar otros determinantes del rendimiento utilizados en estudios anteriores.

El estudio de Ali et al (2021) busca analizar empíricamente el efecto de la medición de la diversidad de los consejos de administración en las dimensiones de diversidad demográfica (como edad, sexo y nacionalidad) y diversidad cognitiva (como educación, experiencia financiera y permanencia en el cargo) sobre la probabilidad de estrés financiero en China. Para ello, emplean los efectos fijos del método de regresión de panel para examinar una muestra de empresas chinas entre el 2009 y 2018. Los resultados apoyan el argumento fundamental de la teoría de la agencia de que la adopción de la diversidad en el consejo de administración contribuye a reducir los riesgos financieros de las empresas. Así, tanto la diversidad demográfica del consejo como la diversidad cognitiva del consejo se asocian positivamente con el z-score de Altman. De esta manera, los resultados ponen de relieve que las empresas pueden lograr un rendimiento financiero superior y reducir la probabilidad de dificultades

financieras mejorando tanto la diversidad demográfica del consejo como la diversidad cognitiva.

El estudio de Poortstra y Marton (2019) tiene por objetivo estudiar el impacto de las variables de gobierno corporativo en el estrés financiero de las empresas manufactureras estadounidenses que cotizan en bolsa, utilizando como una de sus variables dependientes el Z de Altman. Utilizan información financiera para 102 empresas estadounidenses, de tamaño grande y mediano. Dentro de sus resultados, encuentran que la propiedad de acciones por parte de los miembros del directorio tiene una relación negativa y significativa con el estrés financiero. Esto debido a que, si un miembro del directorio posee acciones tiene un mayor incentivo para trabajar para que la empresa tenga mejores resultados.

Asimismo, otras variables con una relación negativa son la proporción de consejeros independientes y el número de comités. Esto se debe a que los consejeros independientes aportan nuevos puntos de vista a la empresa, liberándola de sesgos internos; así como que el número de comités especializados en determinadas áreas de la gestión empresarial aporta más experiencia. Por el contrario, las variables con una relación positiva con el estrés financiero son la dualidad CEO-presidencia y el tamaño del consejo. Esto en razón de que los directorios más pequeños son más eficientes y que los miembros de dichos directorios tienen más incentivos para actuar mejor. También, la dualidad CEO-presidente disminuye la independencia del directorio.

Khurshid et al. (2018) trata de examinar el papel del gobierno corporativo en la detección de estrés financiero, mediante el estudio de la composición del directorio, la estructura de propiedad y la calidad de la auditoría como medidas clave del gobierno corporativo. Así, utilizan como indicadores del gobierno corporativo el tamaño del consejo, la dualidad del CEO, la independencia del directorio, el número de reuniones del directorio, la calidad de la auditoría y la propiedad de acciones por parte de los directores. Para dicho objetivo, utilizaron un modelo de regresión logística para analizar la información financiera de empresas pakistaníes entre 2009 y 2016.

Sus resultados concluyen que un incremento en el tamaño del directorio reduce la probabilidad de estrés financiero en 19%. Asimismo, ser CEO a la misma vez que presidente del directorio aumenta la probabilidad de estrés financiero en 33%. Una

mayor proporción de directores independientes en el directorio tiene un impacto positivo de 65% en la probabilidad de estrés financiero, lo cual resulta opuesto a otros estudios. Finalmente, la posesión de acciones por parte de los gerentes de la empresa reduce la probabilidad de estrés financiero en 0.8%.

Younas et al (2021) en su investigación examina el impacto del índice de gobierno corporativo (PAKCGI) en el estrés financiero para una muestra de 152 empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Pakistán durante 2003 y 2017. Para examinar el impacto del PAKCGI en el estrés financiero, medido por el Z-Score de Altman, se aplica un modelo de efectos aleatorios. El PAKCGI es un índice autoconstruido basado en los cinco factores importantes de las prácticas de gobierno corporativo, es decir, el consejo de administración, los comités de auditoría, el derecho de los accionistas, la divulgación de información y la gestión de riesgos.

En sus resultados encuentran un impacto positivo significativo del índice de gobierno corporativo (PAKCGI) en el estrés financiero de la empresa (Z de Altman). Así, un aumento en el índice en 1%, aumenta el Z-Score de Altman en más del 28%. Además, este estudio también revela que existe una asociación negativa significativa entre el tamaño del consejo y el indicador de estrés financiero, por lo que, si la empresa tiene un consejo de administración grande, el riesgo de dificultades financieras se incrementa en 1%. Esto implica que tener más consejeros en el consejo puede retrasar el proceso de toma de decisiones.

Del mismo modo, la asociación negativa significativa entre la dualidad presidente del directorio y CEO, y el estrés financiero indica que las empresas que practican esta la dualidad tiene más probabilidades de sufrir dificultades financieras. Debido a que, la práctica de la dualidad de consejeros delegados puede aumentar el riesgo de atrincheramiento y los costes de agencia (Fama y Jensen, 1983; Jensen, 1993).

Shahwan y Habib (2020), utilizando datos de 51 empresas cotizadas en la Bolsa egipcia de 2014 a 2016, buscan evaluar la eficiencia de las prácticas de gobierno corporativo (GC) y capital intelectual (CI) y explorar su influencia en la probabilidad de que una empresa sufra estrés financiero mediante un modelo de regresión logística. Para estudiar la relación entre el gobierno corporativo y el estrés financiero, se hace uso del índice agregado de gobierno corporativo (ACGINX), donde

se incluyen indicadores sobre el directorio, divulgación y transparencia, estructura de propiedad y control, y derechos de los accionistas y relaciones con los inversionistas.

En sus resultados, existe una asociación insignificante entre la eficacia de las prácticas de GC y la probabilidad de que una empresa sufra estrés financiero. Este resultado se debe a que las prácticas de GC dentro de la muestra seleccionada son ineficientes. Este hallazgo tiene implicaciones críticas en el contexto egipcio que revela la necesidad de mejorar el nivel de eficiencia de las prácticas de GC dentro de las empresas egipcias.

Farooq et al. (2020) en su estudio examinan el papel del gobierno corporativo en la probabilidad de dificultades financieras para una muestra de empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Pakistán (PSX) durante el período 2010-2018. Se utiliza el modelo de regresión logística de panel para estudiar la relación entre el gobierno corporativo y el estrés financiero. Los resultados revelan que el tamaño del comité de auditoría y la independencia del comité de auditoría muestran una asociación positiva significativa. Entre las variables referidas al directorio, encuentran que el tamaño del consejo tiene una relación negativa significativa, mientras que la dualidad se asocia negativamente con el estrés financiero.

Kristanti et al. (2016) en su estudio buscan hallar la influencia del gobierno corporativo en la probabilidad de que las empresas familiares sufran estrés financiero. Utilizando datos de empresas familiares listadas en la Bolsa de Valores de Indonesia entre el 2008 y 2013, realiza una regresión logística donde encuentra que la diversidad de género y la independencia del directorio tienen un impacto significativo sobre la probabilidad de que las empresas sufran estrés financiero. Así, la diversidad de género del directorio hará que el riesgo de que la empresa sufra estrés financiero se reduzca en 52.248%. Esto se debe a que las mujeres tienen una menor preferencia por el riesgo a comparación de los hombres, lo que provoca que tomen una posición más conservadora en torno a las operaciones de la empresa, lo que reduce el riesgo de experimentar estrés financiero.

Así, más mujeres en el directorio permite incrementar el rol de la mujer en la toma de decisiones de la compañía, por lo que la compañía en general va a tener una posición más conservadora. Asimismo, la presencia de directores independientes reduce la probabilidad de estrés financiero en 20.757%. Esto se debe a que un

incremento de los directores independientes en el directorio incrementará la supervisión de las operaciones de la compañía, lo que permitirá prevenir el estrés financiero.

Mittal y Lavina (2018) examinan empíricamente, mediante un modelo de regresión logística, la representación femenina en el directorio y su impacto en el estrés financiero, tomando una muestra de empresas familiares indias que cotizan en bolsa para un período comprendido entre 2013 y 2016. Ellos encuentran que el impacto de las mujeres en las dificultades financieras es mínimo, ya que su presencia en el directorio es muy escasa. Sin embargo, la variable correspondiente al porcentaje de mujeres en el directorio, es significativa y se asocia negativamente con el estrés financiero. Esto les permite concluir que la diversidad de género en el directorio puede minimizar los problemas financieros. Sin embargo, los autores consideran que, si aumenta la participación y la autoridad de las mujeres, sus decisiones podrían influir considerablemente en los resultados de la empresa y contribuir a reducir las dificultades financieras.

Manzaneque et al. (2015) analiza algunos mecanismos de gobierno corporativo en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de España y su impacto sobre las probabilidades de estrés financiero. Usando modelos logísticos condicionales, con 308 observaciones entre 2007 y 2012, encuentra lo siguiente. El coeficiente indica que la propiedad de los directores influye negativamente en la probabilidad de dificultades financieras. Según este resultado, la propiedad de acciones por parte de los directores del consejo podría ser una medida adecuada de gobierno corporativo para controlar las acciones e intereses de los mismos. A su vez, la Teoría de la Agencia establece que la propiedad de acciones por parte de los directores favorece la alineación de sus intereses con los de los accionistas. Para la variable proporción de directores independientes obtenemos un impacto negativo sobre el estrés financiero. Por ende, las empresas con mayor proporción de directores independientes tienen menor probabilidad de sufrir una situación de dificultad financiera, ya que estos supervisan y controlan las decisiones de la dirección. Por otro lado, la dualidad del CEO no resulta una variable significativa.

La investigación de Pramudena (2017) tiene por objetivo identificar la relación entre la existencia de un buen gobierno corporativo y la probabilidad de que se

produzcan estrés financiero. En este estudio se han utilizado datos secundarios obtenidos de los informes anuales de 2009 a 2014 para 10 empresas fabricantes de bienes de consumo que cotizan en la Bolsa de Indonesia (BEI) y se usan modelos de regresión lineal múltiple. Dentro de sus variables independientes, incluyen participación institucional, propiedad gerencial y tamaño del directorio. Utilizando el modelo de regresión logística, encuentran que el coeficiente de regresión de la participación institucional es -0.910, lo que indica que, si el valor de la propiedad institucional aumenta en una unidad, la probabilidad de estrés financiero disminuirá en 0,910.

Asimismo, si el coeficiente de regresión de la propiedad gerencial aumenta en una unidad, la probabilidad de estrés financiero disminuirá en 1.791. Los resultados de este análisis apoyan la hipótesis de que la propiedad institucional tiene un impacto negativo en la condición de dificultades financieras. Finalmente, si el número de miembros del consejo de administración (NBD) aumenta en una unidad, la probabilidad de que una empresa sufra estrés financiero disminuirá en 3.932. Así, se tiene un resultado contrario a lo esperado por el autor, que esperaba que un mayor número de directores reduzca la probabilidad de estrés financiero.

La investigación de Miglani et al. (2015) examina el papel de la adopción voluntaria de mecanismos de gobierno corporativo en la mitigación de probabilidad de quiebra financiera. Los utilizan una muestra de 171 empresas australianas que cotizan en la bolsa de valores y presentan dificultades financieras y 106 sanas durante el período de 5 años anterior a la introducción del Código del Consejo de Gobierno Corporativo de la ASX en 2003. Ellos utilizan un modelo de Mínimos Cuadrados en Dos Etapas debido a la detección de un problema de endogeneidad por simultaneidad. Dentro de sus resultados, ellos encuentran que los mayores niveles de participación de los accionistas en bloque y de los consejeros y la existencia de un comité de auditoría independiente se asocian a una menor probabilidad de quiebra. También hallan pruebas causales de que la adopción voluntaria de determinadas estructuras de gobierno corporativo conduce a menores niveles de dificultades financieras, en lugar de que el reconocimiento de las dificultades financieras conduzca a la reforma estructural del gobierno corporativo.

La investigación de Salloum y Azoury (2012) tiene por objetivo determinar las características de la gobernanza empresarial relacionadas con las empresas en estrés financiero. Ellos se enfocan en los directorios, ya que comentan que la incapacidad de estos para cumplir sus funciones de supervisión parece ser una de las principales razones del estrés financiero y las quiebras que han asolado a empresas de todo el planeta. Mediante el análisis de una muestra de 178 empresas libanesas no cotizadas y de propiedad familiar, los resultados mostraron que los directorios (que tienen una mayor proporción de directores externos) son menos propensos a enfrentarse a dificultades financieras que los directorios con una proporción menor. Dado que los consejeros externos presuntamente independientes están menos sujetos al control del CEO que los consejeros internos, pueden estar más inclinados a presionar a los auditores para que investiguen a fondo y comprueben cuidadosamente los resultados financieros, lo que lleva a una reducción de la probabilidad de problemas financieros.

Con respecto a la variable dualidad del CEO, no encuentran una relación significativa. La dualidad da al CEO más oportunidades de tomar decisiones en función de sus propios intereses o con fines de atrincheramiento, lo que provocaría un efecto positivo sobre la probabilidad de estrés financiero. Además, otra variable que no resulta significativa es el número de mujeres en el directorio debido a que el porcentaje de estas es muy limitado.

Finalmente, el tamaño del directorio y el estrés financiero sí están directamente relacionados. Aunque un consejo de administración más grande puede mantener debates más amplios sobre las políticas de la alta dirección, estos debates no garantizan una supervisión eficaz. A corto plazo, puede que una supervisión ineficaz no cause problemas financieros inmediatos. Sin embargo, a largo plazo, el control ineficaz acumulado puede ser el desencadenante de las dificultades financieras. Además, nunca se ha dado el caso de que una empresa con una supervisión ineficaz pueda eliminar los comportamientos poco éticos de la dirección. El tamaño no es un indicador infalible de que los directivos se coordinan para enfrentarse al CEO.

Murhadi et al. (2018) encuentran que un efecto positivo del porcentaje de directores independientes sobre la probabilidad de quiebra. Esto se debe a que los directores independientes están menos informados sobre la empresa, aunque su control sea más independiente que el de los consejeros internos de la empresa.

Gutiérrez y Marcos (2018) en su trabajo buscan analizar las ventajas y desventajas de la aplicación de las Buenas Prácticas de Gobierno Societario para 14 empresas que operan en la Bolsa de Buenos Aires, entre el 2013 y 2016, mediante los indicadores financieros Z de Altman y la Q de Tobin. Para ello, crearon un índice ponderado por principio y sub-recomendaciones, para establecer la diferencia entre buenas y malas prácticas del gobierno corporativo tomando como base los informes presentados en la Comisión Nacional de Valores (CNV). De acuerdo con sus resultados, hallaron que existe una relación positiva entre la aplicación de las prácticas del gobierno corporativo y la probabilidad de quiebra, medida por el Z de Altman. Del total de empresas evaluadas, el 71,4% al mejorar las prácticas del gobierno corporativo tienen en promedio una menor probabilidad de quiebra. Asimismo, comentan que el estudio no pudo ser aplicado a empresas del sector financiero por la dificultad de aplicación de los indicadores analizados en esta industria.

Morales y Grimaldo (2023) en su trabajo tiene como objetivo analizar los efectos del gobierno corporativo sobre los índices de solvencia de las sociedades financieras populares en México. Los autores construyeron un índice sobre gobierno corporativo, tomando como referencia las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. Utilizando información de 20 empresas entre 2017 y 2019, los autores realizan un análisis de correlación para identificar en qué medida inciden las prácticas del gobierno corporativo en el nivel de solvencia, medido por el Z de Altman.

Así, el modelo explica el 58% del Índice de Solvencia de cada empresa analizada, lo cual muestra la importancia de los principios de la OCDE respecto al gobierno corporativo como

“un mecanismo de rendición de cuentas encaminado a incrementar la confianza de los inversionistas, las partes relacionadas, el mejoramiento de su transparencia en la toma de decisiones, tratamiento equitativo, revelación oportuna de información, permitiendo con todo esto, el incremento en su desempeño y aumento en sus resultados de operación” (Morales y Grimaldo, 2023, p. 287).

Esparza y Soto (2019) busca determinar la relación entre los mecanismos de control de gobierno corporativo y el riesgo de insolvencia de las empresas familiares

cotizadas durante el periodo 2012-2016. El análisis de la información de las empresas de propiedad familiar que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores fue realizado a través del modelo de Ecuaciones de Estimación Generalizadas. En sus resultados, obtienen que el tamaño del directorio influye de manera significativa y positiva sobre la probabilidad de quiebra. Esto ocurriría porque cuanto más grande es el consejo, el riesgo de un mal desempeño se incrementará, y, por lo tanto, el riesgo de insolvencia podría presentarse en la empresa (Beasley, 1996, como fue citado en Esparza y Soto, 2019, p. 12). Por otro lado, variables como la participación de consejeros independientes o la dualidad del CEO no resultaron significativas, por lo que no habría asociación con el riesgo de insolvencia.

Flores y Undurraga (2018) examinan y determinan las características de las empresas que están adoptando las prácticas de Gobierno Corporativo en Chile, así como estudian si la adopción de estas prácticas afecta la probabilidad de quiebra, medido con el Z de Altman, de las empresas de la muestra. Para una muestra de 141 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de México y un análisis de pruebas estadísticas no paramétricas, encontraron que no existe relación entre la adopción de prácticas de Gobierno Corporativo y la probabilidad de quiebra.

Escobar y Zapata (2022) estudian el impacto que puede tener la aplicación de las prácticas del gobierno corporativo sobre la probabilidad de estrés financiero para empresas no financieras en Colombia entre el 2015 y 2021. Los autores utilizan un modelo de panel de datos tomando en cuenta El Código de Mejores Prácticas Corporativas – Código País de la Superintendencia Financiera de Colombia y la probabilidad de quiebra, medida a través del Z de Altman. Dentro de sus resultados hallan una relación positiva y estadísticamente de la variable Transparencia. Así, al contar con reportes financieros y no financieros actualizados frente a los grupos de interés que presenten el estado real de la empresa y permitan la toma de decisiones óptimas, se mitiga la probabilidad de quiebra. De esta manera, si se tiene un 100% de cumplimiento en esta categoría se obtiene un aumento de 0.77 puntos en el Z de Altman. Asimismo, la transparencia también se refiere a la presentación de información de una manera accesible y cercana de los aspectos del ciclo normal del negocio y de situación que pueda afectar a los *stakeholders*.

Para esta misma investigación, otra variable que mostró una relación positiva y significativa fue la de Accionistas. De esta forma, acciones que busquen la protección y trato equitativo de los accionistas reducen la probabilidad de quiebra. Por ello, un 100% de cumplimiento de esta categoría provocaría un aumento de 1.27 del Z de Altman. Por ejemplo:

“las buenas prácticas de gobierno corporativo que favorecen a los accionistas incluyen un trato igualitario independiente de si son minoritarios o controlantes, disponer de mecanismos claros para resolución de controversias, contar con páginas web corporativas para el accionista, disponer mecanismos de acceso permanente a información, realizar eventos periódicos de presentación de resultados y permitir la realización de auditorías especializadas” (Escobar y Zapata, 2022, p. 22).

También, existe una relación estadísticamente significativa y positiva entre la variable Junta Directiva y la variable dependiente, con un coeficiente de 1.55. Dentro de este aspecto, se incluyen medidas que

“buscan establecer claramente las funciones y alcance de las juntas directivas en las empresas, en términos de estrategia, supervisión, control y giro ordinario de los negocios; recomendaciones de estructura en lo referente a miembros independientes, representatividad de los accionistas, separación del cargo del CEO con el presidente del Directorio; la creación de comités; el control de conflictos de interés; la definición de políticas de distribución; entre otras.” (Escobar y Zapata, 2022, p. 20).

Para Perú, Burneo y Lizarzaburu (2016) comparan si la aplicación de los principios del Buen Gobierno Corporativo genera resultados diferenciadamente favorables respecto a aquellas entidades que no aplican los principios, por medio del Z de Altman. Utilizando una muestra de 14 empresas entre el 2009 y 2014, hallan que las empresas que son parte del Indicador del Buen Gobierno Corporativo (mitad de la muestra), en comparación con las empresas que no pertenecen a este indicador, tuvieron un marginal y mejor resultado sobre la gestión de la solvencia financiera de cada institución y la reducción de la probabilidad de quiebra.

## 4. Pregunta económica e Hipótesis

### 4.1. Pregunta de investigación

¿Existe un impacto del Buen Gobierno Corporativo sobre la probabilidad de quiebra de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima entre 2009 y 2022?

### 4.2. Hipótesis

H1: Existe una relación significativa entre las variables del Buen Gobierno Corporativo y la probabilidad de quiebra de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima entre el 2009-2022.

El gobierno corporativo es una herramienta de gestión que se ha vuelto vital para mitigar los problemas financieros y operativos de las empresas en funcionamiento. Esto debido a que, en primer lugar, ayuda a las empresas en su toma de decisiones estratégicas (Jamal & Shah, 2017), por lo cual decisiones que se toman en ámbitos como el Directorio son eficientes y reducen los riesgos en términos financieros, como es el caso del apetito al riesgo, por ejemplo.

Por otro lado, un buen Gobierno Corporativo permite reforzar el control interno de la empresa; divulgar de forma transparente y oportuna la información financiera de la empresa; y generar confianza con los *stakeholders* (como los inversionistas, acreedores, proveedores, entre otros). Finalmente, reduce los problemas de agencia ya que el buen gobierno corporativo permite conciliar los intereses de todas las partes interesadas, lo que permite generar confianza con los prestamistas y atraer nuevas oportunidades de inversión.

H2: Existe una relación positiva entre una mayor propiedad de los directores y la solvencia en una empresa.

De acuerdo a la teoría de la agencia, cuando un director de una empresa es dueño de cierta parte de la empresa, a través de las acciones, sus intereses están alineados al de los agentes. Los objetivos de este individuo director-accionista son beneficiarse de manera económica y no pecuniaria; es decir, el individuo maximizará su utilidad teniendo en cuenta factores más internos de la empresa (composición de

la empresa, disciplina de los trabajadores, relaciones personales, entre otros) (Jensen y Mecklein, 1976).

A medida que el agente posee una menor propiedad, los costos de agencia se incrementan por el desalineamiento de intereses. Como disminuye su derecho sobre los resultados de la compañía (caen sus acciones), lo animará a apropiarse de mayores recursos corporativos en forma de prebendas. En esta línea, los principales desembolsarán mayores recursos en monitoreo y supervisión de su comportamiento. Así, la necesidad de tener mayor efectivo(cash) tendrá un efecto en encontrar un financiamiento más caro en la bolsa de valores y, a la vez, en destinarlo a los costos de agencia (Jensen y Mecklein, 1976, p.14). Incluso, es bastante probable que tengan menos incentivos a dedicarle esfuerzos en sus actividades.

H3: Existe una relación positiva entre los directores independientes y la solvencia en una empresa.

En este punto, vale mencionar a qué se refiere un director independiente. Estos son aquellos “miembros con funciones afines, que no está supeditado a intereses personales, patrimoniales o económicos dentro de la empresa y que puede desempeñar sus funciones libres de conflicto de interés” (Deloitte, 2020, párr. 8). Así, existen dos teorías que proponen dos posibles relaciones. Por un lado, se plantea una relación negativa debido a que un director interno o que esté relacionado con la compañía está más involucrado con su desarrollo y conoce más de cerca al negocio, por lo que se espera que tenga una mejor respuesta ante un escenario de deterioro económico financiero. Incluso, Langevoort (2001) menciona que se puede reducir la eficacia y confianza dentro del directorio, perdiéndose información relevante.

Sin embargo, desde otra perspectiva y de acuerdo a la teoría de Fama y Jensen (1983), un miembro externo a la compañía es capaz de compartir nuevos conocimientos, presentar una nueva visión a la compañía y mejorar el rol de monitoreo desde el directorio, ya que se pueden abordar los problemas financieros desde una perspectiva adicional y complementaria a la gestión financiera de la empresa y contribuir a la toma de decisiones más informadas y acertadas. Asimismo, pueden incluir mayor supervisión y control al tener una perspectiva más objetiva y rigurosa sobre la gestión financiera de la empresa.

Incluso, Carver y Oliver (2002) exponen que pueden abogar por una mayor transparencia y la rendición de cuentas en la empresa, ayudando a prevenir prácticas financieras arriesgadas o poco éticas que podrían afectar negativamente a la solvencia de la empresa.

H4: Existe una relación positiva entre la presencia de mujeres en el directorio y/o la gerencia y la solvencia de una empresa

La teoría de la diferencia de género en la aversión al riesgo propone que una mujer dentro del directorio o una gerencia puede desempeñarse distintamente que un hombre, ya que están influenciados por patrones de comportamiento según su sexo (Adams y Ferreira, 2008). De esta manera, distintos estudios psicológicos y de economía experimental, han mostrado que la diferencia en el comportamiento se manifiesta en el hecho que mujeres más adversas al riesgo, menos confiadas, más independientes en cuanto a su pensamiento y más éticas. Por un lado, de acuerdo con Armstrong et al. (2014), existe una diferencia en el procesamiento de la información entre hombres y mujeres, mostrando que las directoras se asocian con una mayor calidad y cantidad de divulgación de información y una mayor transparencia.

Así, siguiendo la teoría de la agencia, una mayor diversidad tanto en la gerencia como en el directorio conduce a una reducción de las asimetrías de información. Las menores asimetrías de información asociadas a la participación de mujeres consejeras en el directorio contribuyen a mejorar el acceso a los recursos financieros externos y aumentan la proporción de capital externo de una empresa en la estructura de capital, lo que conduce a un menor apalancamiento (García y Herrero, 2021).

Por otro lado, Lo et al. (2020) examinan las preferencias de riesgo de los inversionistas y su relación con las decisiones de asignación de activos en diferentes regiones del mundo. En su investigación encuentran que los inversionistas hombres tienden a tener una mayor tolerancia al riesgo que las mujeres. Esto repercute necesariamente en la solvencia de una empresa, ya que las preferencias de riesgo influyen en las decisiones de asignación de activos, como la elección de clases de activos y la diversificación de la cartera. Tal es el caso que los individuos con mayor tolerancia al riesgo tienden a tener una mayor proporción de activos de mayor riesgo, como acciones, en sus portafolios, mientras que los inversionistas con menor

tolerancia al riesgo tienden a tener una mayor proporción de activos más seguros, como bonos.

Asimismo, Huang y Kisgen (2013) argumentan que los hombres tienen un mayor exceso de confianza que las mujeres. Esto implica que las mujeres emprenden menos proyectos riesgosos, o en general toman menos decisiones significativas, que los hombres, manteniendo constantes otros factores. Por ejemplo, dado que los hombres sobreestiman los valores actuales netos (VAN), realizan más transacciones porque amplían el conjunto de transacciones aceptables para incluir algunas que tienen un VAN negativo.

En esta línea, Salloum y Azoury (2012, p. 7) propone que la presencia femenina en los roles de administración y supervisión mejoran la vigilancia y tienen un menor exceso de confianza, debido a las mayores barreras que encuentran al solicitar financiamientos comerciales por ejemplo. Con ello, tienden a una mayor aversión al riesgo que sus pares masculinos, influyendo en sus decisiones financieras. De manera que toman un menor apalancamiento financiero y reducen la probabilidad de que se produzcan dificultades financieras. Es así como esta aversión al riesgo en la toma de decisiones empresariales tiene un impacto positivo en la estabilidad financiera a largo plazo de la empresa.

Incluso, Beltrán (2018) realiza un experimento para países latinoamericanos y demuestra que las mujeres son más adversas al riesgo en los escenarios más inciertos dentro de una compañía, por lo que están conectadas a decisiones más conservadoras.

H5: Existe una relación positiva entre la dualidad del CEO y la solvencia de una empresa.

La dualidad del CEO implica que el presidente del directorio también ocupe el cargo de gerente general. Por lo que investigaciones como la de Duru et al. (2016) argumentan que esta dualidad puede crear un conflicto de intereses, puesto que como gerente general podría priorizar sus propios intereses antes que el de los accionistas, generando decisiones deficientes. La teoría de la agencia de Jensen y Meckling (1976) avala esta posición al señalar que los conflictos de intereses entre gerentes (agentes) y accionistas (principal) suelen impactar en el desempeño de la compañía. En este

escenario, la concentración del poder del CEO, puede generar una menor supervisión y competencia del agente, aumentando el riesgo de una mala conducta financiera.

No obstante, esta dualidad puede ser beneficiosa para la compañía, ya que incentiva la toma de decisiones más rápida y eficiente, la capacidad de mantener una visión clara y coherente para la empresa, y la agilidad en la implementación de estrategias. Al tener una sola persona al frente de la empresa, se puede argumentar que la toma de decisiones es más ágil y no hay conflictos de intereses entre diferentes roles directivos. Esto podría permitir una mayor rapidez en la toma de decisiones, lo que a su vez podría tener un impacto positivo en la solvencia de la empresa, especialmente en situaciones donde la toma de decisiones rápida es crucial (Langevoort, 2001).

H6: Existe una relación positiva entre los comités de especiales y de auditoría, y la solvencia de una empresa.

En la misma línea de la teoría de la agencia, una de las estrategias para mitigar los conflictos de intereses entre los accionistas, el directorio y gerencia son los comités especiales, ya que proveen una evaluación independiente de acciones específicas de la compañía y puedan disminuir el riesgo de conductas riesgosas (Klein, 1998). Estas evaluaciones especiales, como los comités de auditoría, pueden asegurar que estas acciones específicas como las decisiones financieras de la gerencia y el directorio sean para un mejor desempeño de la compañía.

En otras palabras, los comités de auditoría interna dentro de una compañía pueden ser beneficiosos para una mayor supervisión y control sobre las prácticas de contabilidad y reporte financiero de una empresa, lo que a su vez puede contribuir a una gestión financiera más rigurosa, a la identificación temprana de problemas potenciales y a tener una mejor gestión de riesgos (Salloum y Azoury, 2012).

En la misma línea de los directores independientes, se les atribuye una mayor transparencia, rendición de cuentas lo que puede mejorar la confianza de los inversionistas y otros interesados, y contribuir a una gestión financiera más responsable.

## 5. Metodología

### 5.1. Diseño de investigación

En la investigación se utiliza métodos cuantitativos ya que se busca determinar la relación entre las variables del buen gobierno corporativo y la probabilidad de quiebra de las empresas, medido por el Z de Altman, a través del análisis de los efectos marginales y su significancia estadística.

La metodología utilizada es la de datos de panel, siguiendo la literatura revisada y considerando que la muestra son datos cualitativos y cuantitativos de empresas por un periodo de 13 años.

Para analizar la relación entre las variables del Buen Gobierno Corporativo y el Z de Altman, se realizaron regresiones pool y, de efectos fijos y efectos aleatorios, así como Método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, probando la significancia individual y conjunta de las variables independientes, y Mínimos Cuadrados en Dos Etapas, como alternativa al problema de endogeneidad.

### 5.2. Muestra

#### 5.2.1. Selección de la muestra

Se escogieron 30 empresas que listan en la Bolsa de Valores de Lima y que cuentan con la información financiera y sobre su gobernanza de forma pública. En esta muestra se excluyen las empresas del sector financiero debido a la diferencia que existen entre los ratios con las empresas no financieras.

En la siguiente tabla se presenta el detalle de la muestra a utilizar:

Tabla 2 Empresas de la muestra

1	Aceros Arequipa	16	Leche Gloria
2	Aenza	17	Luz del Sur
3	Agroindustrial Laredo	18	Minera Corona
4	Alicorp	19	Minsur
5	Andino Investment Holding	20	Nexa Resources
6	Austral Group	21	Nexa Resources Atacocha
7	Backus	22	Pacasmayo
8	Cerro Verde	23	Paramonga
9	El Brocal	24	Poderosa
10	Engie Energia	25	Saga Falabella
11	Exalmar	26	Siderurgica
12	Ferreycorp	27	Telefónica
13	InRetail	28	Unacem
14	La Pampilla	29	Universal Textil
15	Laive	30	Volcan

Fuente: Elaboración propia

### 5.2.1. Generación de indicador Z de Altman

Para obtener el Z de Altman, que permite medir la probabilidad de quiebra de las empresas, se descargó la información financiera auditada y de la capitalización de mercado a fin de año del periodo 2009-2022 de la plataforma Capital IQ para las 30 empresas de la muestra. Luego de ello, se obtiene el Z de Altman siguiendo la siguiente ecuación:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

donde:

$X_1$  = Capital de trabajo/Total activos

$X_2$  = Utilidades retenidas/Total activos

$X_3$  = EBIT/Total activos

$X_4$  = Valor de mercado/Valor en libros del total de pasivos

$X_5$  = Ventas/Total activos

Z = Índice Z de Altman

### 5.2.2. Generación de variables de Buen Gobierno Corporativo

Para la construcción de las variables de Buen Gobierno Corporativo, se utilizó la información de las Memorias Anuales y Reporte Sobre El Cumplimiento Del Código

De Buen Gobierno Corporativo Para Las Sociedades Peruanas publicadas en la SMV, específicamente los principios “Conformación del Directorio” y “Comités Especiales”.

#### *5.2.2.1. Variables independientes y dependientes*

Las variables independientes se organizaron en grupos. En primer lugar, está el grupo de variables de Gobierno Corporativo, las cuales fueron obtenidas del Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas de la SMV. Se utiliza el porcentaje de mujeres en el directorio, porcentaje de directores independientes en el directorio, el porcentaje de posesión de acciones del directorio, la presencia de comités de auditoría y el número de comités totales. En segundo lugar, está el grupo de variables de control, que corresponden a variables relacionadas al sector y ratios financieros de las empresas. Dentro de estas, se considera la industria, el tamaño de las empresas, el apalancamiento, la liquidez y el ROA. Asimismo, se incluye una variable macroeconómica, la tasa de crecimiento del PBI real.

Para identificar el impacto de las variables del gobierno corporativo sobre la probabilidad de quiebra de las empresas, se usará el Z de Altman que fue calculado a partir de la información financiera de las empresas.

A continuación, se presenta el detalle de las variables del modelo:

Tabla 3 Variables dependiente e independientes

Tipo de variable	Variable	Definición	Signo	Explicación	Autores
Dependiente	Z de Altman	$Z = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + 1.0X5$		A mayor valor Z, mayor solvencia explicado por los principales ratios financieros.	Altman (1968)
	Independencia del directorio	Porcentaje de directores independientes en el directorio	+	Consejeros independientes aportan nuevos puntos de vista a la empresa, liberándola de sesgos internos.	García y Herrero (2021)
Independiente	Diversidad de género directorio	Porcentaje de directores mujeres en el directorio	+	Mayor supervisión de las mujeres, junto con el menor exceso de confianza, conducen a una menor probabilidad de estrés financiero	Kristanti et al (2015). Zhou (2019).
	Directorio	Número de directores	+	Un mayor tamaño de directorio, pero acotado a lo establecido en las normas, permite un mayor y fructífero debate de las decisiones a tomarse para la empresa.	Farooq et al. (2020). Khurshid et al. (2018)
	Dualidad	Si el Gerente General es a la vez Presidente del Directorio de la Compañía.	+	Si el Gerente General es a la vez Presidente del directorio permite tomar decisiones más rápidas y eficientes para la compañía.	Langevoort (2001). Farooq et al. (2020)
	Concentración de propiedad	Porcentaje de participación accionarial del directorio	+	Si un miembro del directorio posee acciones tiene un mayores incentivos para trabajar para que la empresa tenga mejores resultados	Karim y Faiz (2017)
	Comités de Auditoría	La empresa cuenta con comité de auditoría	+	Audidores investigan y comprueben cuidadosamente los resultados financieros, lo que lleva a una reducción de la probabilidad de problemas financieros.	Salloum y Azoury (2012). Ernst and Young (2020)
	Comités especiales	Total de comités especiales	+	Comités especializados en determinadas áreas de la gestión empresarial aporta más experiencia y reduce la probabilidad de quiebra.	Marton y Poortstra (2019)
	Controles	Industria	Industria en la que se desarrolla la firma		Efecto que controla diferencias entre industrias.
Tamaño de la firma		Logaritmo del total de activos	-		Manzaneque, Priego y Merino (2016)
Apalancamiento		Pasivo total entre activo total	-		Shahwan (2015)
Liquidez		Razón corriente	+		Muslimah, Siregar y Hapsoro (2022)
ROA		Rentabilidad respecto a los activos de la empresa	+		Grau y Lassala-Navarré (2015)
Pandemia		Variable Dummy que toma el valor de 1 para los años 2020 y 2021 y 0 para los demás años.	-		

Fuente: Elaboración propia.

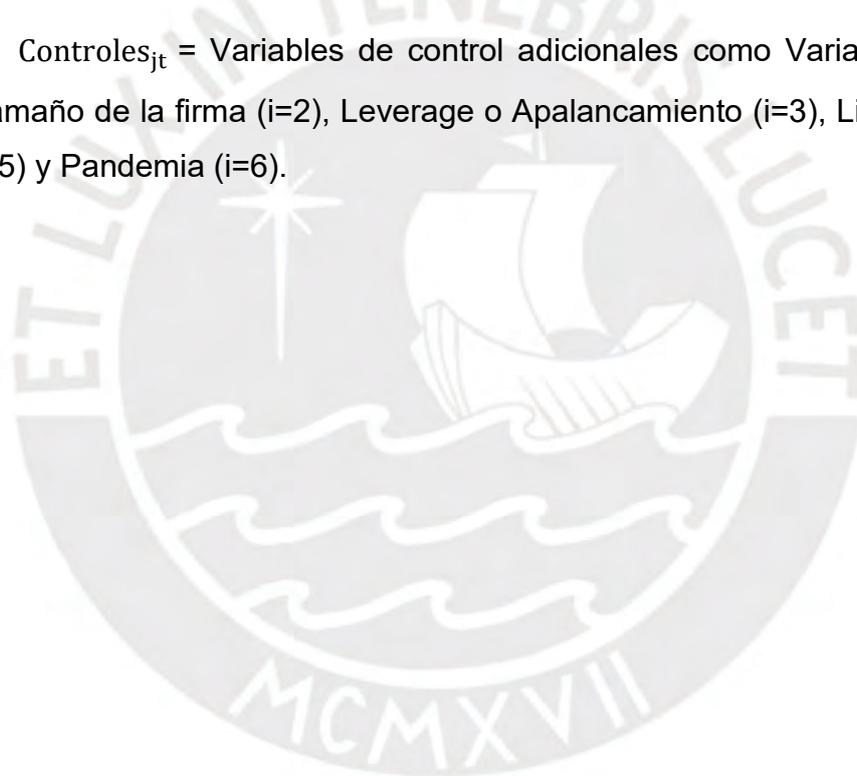
### 5.3. Modelo

Luego de haber presentado las variables, el modelo a regresionar será el siguiente:

$$Z \text{ de Altman}_{it} = \alpha + \sum_{i=1}^7 \beta_i \text{Gobierno Corporativo}_{it} + \sum_{j=1}^6 \delta_j \text{Controles}_{jt} + \varepsilon_{it}$$

Se considera lo siguiente:

- Gobierno Corporativo<sub>it</sub> = Independencia en el directorio (i=1), Diversidad de Género (i=2), Concentración de propiedad (i=3), Comités de Auditoría (i=4), Comités especiales (i=5), Dualidad (i=6) y Número de directores.
- Controles<sub>jt</sub> = Variables de control adicionales como Variación del PBI (i=1), Tamaño de la firma (i=2), Leverage o Apalancamiento (i=3), Liquidez (i=4), ROA (i=5) y Pandemia (i=6).



## 6. Resultados

### 6.1. Análisis estadístico

Los resultados descriptivos de las variables se presentan a continuación:

Tabla 4 Estadísticas descriptivas

Variable	Observaciones	Promedio	Desviación Estándar	Mínimo	Máximo
Z de Altman	416	2.79	2.86	-0.89	23.77
Independencia del directorio	414	0.29	0.20	0.00	0.86
Diversidad de género en el directorio	414	0.08	0.11	0.00	0.60
Concentración de la propiedad	413	0.08	0.21	0.00	0.99
Comités de Auditoría	417	0.86	0.34	0.00	1.00
Comités especiales	417	2.21	1.54	0.00	7.00
Directorio	414	8.07	3.62	3.00	22.00
Industria	420	4.30	1.90	1.00	8.00
Tamaño de la firma	416	7.85	1.18	4.77	10.38
Apalancamiento	416	0.50	0.16	0.15	1.37
Liquidez	416	1.55	1.01	0.04	9.00
ROA	416	0.05	0.11	-0.98	0.61
Crecimiento del PBI real	420	3.65	5.08	-10.95	13.35
Pandemia	420		0.35	0.00	1.00

Fuente: Elaboración propia.

La tabla 5 presenta las correlaciones de Pearson entre las variables del modelo (independientes y dependientes). Entre las variables que se relacionan fuertemente con el Z de Altman se encuentra la concentración de la propiedad, el porcentaje de mujeres directoras y el porcentaje de directores independientes. Los dos primeros tienen una relación positiva, mientras que el último tiene una relación negativa con la variable dependiente. Asimismo, los controles también tienen una fuerte correlación con la variable dependiente. De tal manera, el apalancamiento tiene una relación inversa; mientras que la liquidez y el ROA tienen una relación directa con el Z de Altman. Finalmente, la variable macroeconómica crecimiento real del PBI también tiene una relación positiva y fuerte con el Z de Altman.

Tabla 5 Tabla de correlaciones de Pearson

	z_altman	accdirec	dualidad	directorio	auditoria	comespec	Apalancamient	Liquidez	ROA	per_mujdirec	per_mujger	per_dirinde	log_TamEmp	varPBI
z_altman	1													
accdirec	0.154	1												
dualidad	0.2525	0.0366	1											
directorio	0.1653	0.1919	-0.1291	1										
auditoria	-0.0087	0.0601	0.0024	-0.1548	1									
comespec	0.0981	0.2141	0.0214	0.2734	0.4967	1								
Apalancamient	-0.3663	0.0085	0.0031	-0.0447	0.1151	0.0983	1							
Liquidez	0.3658	-0.1617	0.1142	-0.1337	0.1347	0.0801	-0.4562	1						
ROA	0.6474	0.2174	0.1164	0.1365	-0.0879	0.0103	-0.3689	0.1288	1					
per_mujdirec	0.0146	0.1619	0.0354	0.1222	-0.1553	-0.0024	0.0563	-0.1319	0.046	1				
per_mujger	-0.1303	0.0947	0.1289	-0.2668	0.0341	0.0284	0.2524	-0.1742	-0.0371	0.2367	1			
per_dirinde	-0.1113	0.2608	-0.2047	0.2031	0.1264	0.1721	0.0867	-0.0161	-0.105	-0.0288	0.0059	1		
log_TamEmp	0.0177	-0.0002	0.2947	0.0059	0.2879	0.4244	0.2616	-0.0336	0.0143	-0.0704	0.0054	0.0136	1	
varPBI	0.1032	0.0128	-0.0281	0.0312	0.0031	-0.0176	-0.0499	-0.0042	0.2037	-0.0197	-0.0041	0.0141	-0.0205	1
Pandemia	-0.0837	-0.0295	0.0355	-0.0557	0.0224	0.0301	0.0921	-0.0194	-0.1711	0.0737	0.0467	-0.0605	0.0491	-0.8041

Fuente: Elaboración propia.

## 6.2. Resultados econométricos

Antes de realizar las regresiones, se aplicó el test de Breusch-Pagan (cuadro 2). Así, se comprueba que existe heterogeneidad en el modelo estimado, por lo que es mejor utilizar un modelo de tipo panel en contraste con un modelo de regresión lineal.

Cuadro 2 Test Breusch - Pagan

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$z\_altman[empresa1,t] = Xb + u[empresa1] + e[empresa1,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
z_altman	<b>8.250062</b>	<b>2.872292</b>
e	<b>2.66319</b>	<b>1.631928</b>
u	<b>.3980304</b>	<b>.6308965</b>

Test:  $Var(u) = 0$

chibar2(01) = **27.35**  
 Prob > chibar2 = **0.0000**

Fuente: Elaboración propia.

Además, se aplicó el test de Hausman (cuadro 3). Este test busca probar la hipótesis nula de la correlación entre el término de error individual inobservable y los regresores. En este caso, se obtiene que se rechaza la hipótesis nula, por lo que será mejor utilizar el modelo de efectos fijos ya que existe correlación entre el término de error individual inobservable y los regresores.

### Cuadro 3 Test de Hausman

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(14) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =      108.89
Prob>chi2 =      0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, se pasa a hacer las regresiones de efectos fijos.

Finalmente, se aplicó el test de Wald (Cuadro 4) en el modelo de Efectos Fijos que busca probar la hipótesis nula de homocedasticidad. En este caso, se rechaza la hipótesis nula, por lo que el modelo sí presenta heterocedasticidad.

### Cuadro 4 Test de Wald

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (30) =      5292.39
Prob>chi2 =      0.0000
```

Fuente: Elaboración propia.

#### 6.2.1. Efectos fijos

En primer lugar, se probaron las variables de forma individual y conjunta para analizar su significancia estadística (Tabla 6). De esta manera, se observa una relación positiva pero no significativa entre el porcentaje de mujeres en el directorio sobre el Z de Altman. Esto se interpreta como el incremento en el porcentaje de mujeres en el directorio aumenta el Z de Altman, por lo que se reduce la probabilidad de quiebra de la empresa.

La variable de porcentaje de directores independientes no resulta significativa a nivel agregado ni individual, pero posee el signo esperado. La variable Directorio resulta significativa en todos los modelos y tendría un impacto negativo sobre el Z de Altman.

Por otro lado, el porcentaje de acciones que poseen los miembros del directorio también impacta de forma positiva sobre el Z de Altman. Sin embargo, no es una variable significativa individual ni a nivel agregado.

Para la variable auditoría, esta resulta no resultaría significativa, pero impactaría positivamente al Z de Altman, lo que reduce la probabilidad de quiebra.

A nivel individual, la variable dualidad resulta significativa y representa un impacto positivo. Por lo tanto, ya no se considerará a nivel agregado.

Por último, la variable de número de comités no resulta significativa, pero posee el signo esperado.

Tabla 6 Efectos fijos corrigiendo heterocedasticidad

VARIABLES	(1) Modelo FE 1	(2) Modelo FE 2	(3) Modelo FE 3	(4) Modelo FE 4	(5) Modelo FE 5	(6) Modelo FE 6	(7) Modelo FE 7	(8) Modelo FE 8	(9) Modelo FE 9	(10) Modelo FE 10
per_mujdirec	1.973 (1.603)	1.882 (1.513)	2.020 (1.536)	2.302 (1.686)						
per_dirindep	1.072 (1.012)	0.875 (1.118)	1.032 (1.038)		0.532 (1.200)					
directorio	-0.258** (0.105)	-0.219* (0.108)	-0.250** (0.103)			-0.219** (0.105)				
accdirec	1.476 (1.272)		1.500 (1.234)				1.010 (1.629)			
auditoria	0.609 (0.548)		0.739 (0.526)					0.715 (0.623)		
comespec	0.0747 (0.129)								0.0538 (0.0996)	
dualidad	0.272 (0.416)									0.441* (0.238)
varPBI	0.0410** (0.0172)	0.0352* (0.0176)	0.0405** (0.0174)	0.0371** (0.0174)	0.0412* (0.0206)	0.0344* (0.0173)	0.0425** (0.0185)	0.0356* (0.0190)	0.0347* (0.0185)	0.0399** (0.0194)
log_TamEmp	-1.920*** (0.679)	-1.726** (0.685)	-1.888*** (0.665)	-1.722** (0.731)	-1.633*** (0.694)	-1.683** (0.676)	-1.646** (0.694)	-1.685** (0.658)	-1.566** (0.679)	-1.654** (0.704)
Apalancamiento	-2.215** (1.061)	-1.946* (1.052)	-2.135* (1.045)	-1.841 (1.220)	-1.222 (1.237)	-1.659 (1.100)	-1.326 (1.258)	-1.377 (1.279)	-1.281 (1.304)	-1.446 (1.301)
Liquidez	0.796* (0.466)	0.824* (0.455)	0.794* (0.457)	0.850* (0.465)	0.860* (0.473)	0.840* (0.466)	0.868* (0.479)	0.837* (0.479)	0.869* (0.482)	0.857* (0.476)
ROA	10.45** (4.419)	10.84** (4.483)	10.49** (4.416)	11.02** (4.551)	11.24** (4.625)	11.04** (4.534)	11.11** (4.647)	11.28** (4.598)	11.36** (4.675)	11.21** (4.591)
Pandemia	0.876* (0.450)	0.784* (0.458)	0.882* (0.454)	0.925* (0.468)	1.045* (0.540)	0.775* (0.456)	1.067** (0.506)	0.944* (0.501)	0.920* (0.493)	0.999* (0.522)
Constant	17.77*** (5.066)	16.67*** (5.081)	17.50*** (4.990)	14.97*** (5.324)	13.94*** (4.831)	16.57*** (5.196)	14.15*** (5.078)	14.02*** (4.691)	13.48*** (4.889)	14.35*** (5.083)
Observations	411	412	411	412	412	412	411	414	414	412
R-squared	0.497	0.486	0.496	0.472	0.467	0.480	0.468	0.465	0.460	0.468
Number of empresa1	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Industria FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Robust standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: Elaboración propia.

### 6.2.2. Efectos fijos utilizando variables rezagadas

En primer lugar, se probaron las variables de forma individual para analizar su significancia estadística. De esta manera, se observa una relación positiva, pero no significativa, entre la variable rezagada del porcentaje de mujeres en el directorio sobre el Z de Altman. Sin embargo, sí existe una relación significativa y positiva entre la variable rezagada del comité de auditoría. Esto podría interpretarse que la presencia del comité de auditoría en el año anterior incrementa el Z de Altman, por lo que reduciría la probabilidad de quiebra de las empresas.

Asimismo, la variabilidad de acciones por el directorio también resulta positiva y significativa, lo que incrementa el Z de Altman. Por otro lado, las variables rezagadas de porcentaje de directorios independientes cumplen con el signo esperado, pero no resulta significativa.

A nivel agregado (modelo 1), observamos que muestra que la variable auditoría, directorio y acciones pertenecientes al directorio resulta significativas. No obstante, la variable Directorio no cuenta con el signo positivo esperado.

A partir de los resultados, podemos concluir que es mejor utilizar las variables rezagadas para los controles, excepto la variación del PBI y Apalancamiento, porque resulta importante tomar en consideración el desempeño financiero de las empresas en un periodo previo.

Tabla 7 Efectos fijos con variables rezagadas

VARIABLES	(1) Modelo FE 1	(2) Modelo FE 2	(3) Modelo FE 3	(4) Modelo FE 4	(5) Modelo FE 5	(6) Modelo FE 6	(7) Modelo FE 7	(8) Modelo FE 8	(9) Modelo FE 9	(10) Modelo FE 10
L.per_mujdirec	0.994 (1.303)	0.688 (1.267)	0.769 (1.250)	0.994 (1.253)						
L.per_dirindep	1.246 (0.947)	0.970 (0.926)	1.395 (0.916)		0.818 (0.914)					
L.directorio	-0.161** (0.0812)	-0.108 (0.0792)	-0.150* (0.0786)			-0.102 (0.0775)				
L.accdirec	3.088*** (1.181)		3.287*** (1.133)				3.153*** (1.116)			
L.auditoria	0.793* (0.427)		0.860** (0.383)					0.890** (0.381)		
L.comespec	0.0416 (0.108)								0.106 (0.0924)	
L.dualidad	-0.268 (0.536)									-0.456 (0.494)
L.varPBI	0.0258 (0.0300)	0.0108 (0.0299)	0.0285 (0.0297)	0.0107 (0.0295)	0.0162 (0.0297)	0.00782 (0.0296)	0.0274 (0.0294)	0.00895 (0.0292)	0.00756 (0.0293)	0.0116 (0.0294)
L.log_TamEmp	-2.147*** (0.282)	-1.896*** (0.270)	-2.139*** (0.279)	-1.918*** (0.270)	-1.887*** (0.268)	-1.888*** (0.268)	-1.947*** (0.266)	-1.984*** (0.274)	-1.852*** (0.270)	-1.877*** (0.269)
L.Apalancamiento	0.474 (1.147)	0.651 (1.159)	0.478 (1.139)	0.541 (1.149)	0.882 (1.125)	0.655 (1.118)	0.716 (1.103)	0.653 (1.113)	0.753 (1.119)	0.896 (1.127)
L.Liquidez	0.479*** (0.126)	0.496*** (0.127)	0.475*** (0.126)	0.512*** (0.127)	0.511*** (0.127)	0.505*** (0.127)	0.539*** (0.125)	0.481*** (0.127)	0.521*** (0.127)	0.522*** (0.127)
L.ROA	9.895*** (1.326)	10.41*** (1.343)	9.865*** (1.320)	10.51*** (1.342)	10.56*** (1.340)	10.46*** (1.340)	10.20*** (1.327)	10.58*** (1.333)	10.66*** (1.341)	10.64*** (1.342)
L.pandemia	1.168* (0.604)	0.869 (0.599)	1.233** (0.594)	0.912 (0.582)	1.051* (0.588)	0.802 (0.590)	1.280** (0.580)	0.908 (0.574)	0.866 (0.577)	0.954 (0.579)
Constant	17.61*** (2.340)	16.29*** (2.295)	17.41*** (2.292)	15.86*** (2.178)	15.26*** (2.197)	16.52*** (2.258)	15.69*** (2.133)	15.69*** (2.134)	15.08*** (2.131)	15.45*** (2.166)
Observations	381	382	381	382	382	382	381	384	384	382
R-squared	0.386	0.359	0.386	0.354	0.354	0.356	0.366	0.356	0.348	0.354
Number of empresa1	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Industria FE	YES									

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: Elaboración propia.

### 6.2.3. Efectos fijos para empresas mineras

Dada la importancia de las empresas mineras para el PBI peruano y sus altos niveles de competitividad, se realiza una división de la muestra entre las que pertenecen a este sector y el resto de empresas para observar el desempeño financiero y la relación con su gobierno corporativo.

De esta forma, se probaron las variables de forma individual para analizar su significancia estadística. Solo la variable auditoría tiene un impacto positivo y significativo al 10% sobre la variable dependiente a nivel individual. Así, la presencia del comité de auditoría reduce la probabilidad de quiebra de las empresas. Mientras que las demás variables no resultan significativas.

Tabla 8 Efectos fijos para empresas mineras

VARIABLES	(1) Modelo FE 1	(2) Modelo FE 2	(3) Modelo FE 3	(4) Modelo FE 4	(5) Modelo FE 5	(6) Modelo FE 6	(7) Modelo FE 7	(8) Modelo FE 8	(9) Modelo FE 9	(10) Modelo FE 10
per_mujdirec	6.471 (5.996)	4.744 (3.890)	5.900 (5.326)	7.665* (3.779)						
per_dirindep	-0.852 (0.989)	0.670 (1.117)	-0.781 (1.123)		-0.737 (1.567)					
directorio	-0.520*** (0.145)	-0.636** (0.270)	-0.488** (0.176)			-0.684** (0.261)				
accdirec	0.151 (8.206)		0.509 (7.707)				10.89 (8.410)			
auditoria	3.119 (2.139)		3.571 (2.092)					4.103 (2.241)		
comespec	0.147 (0.236)								0.329 (0.244)	
dualidad	-0.237 (0.635)									0.426 (0.367)
varPBI	0.222** (0.0928)	0.225** (0.0799)	0.224** (0.0948)	0.270** (0.0840)	0.270** (0.0872)	0.220** (0.0778)	0.249** (0.0800)	0.269** (0.0888)	0.273** (0.0824)	0.274** (0.0884)
Apalancamiento	-5.560* (2.541)	-4.672* (2.144)	-5.473* (2.484)	-3.985 (2.313)	-2.254 (1.973)	-3.746** (1.474)	-2.453 (2.021)	-2.869 (2.208)	-2.129 (2.169)	-2.213 (2.040)
L.Liquidez	0.494 (0.574)	0.532 (0.579)	0.505 (0.582)	0.627 (0.609)	0.684 (0.634)	0.564 (0.600)	0.661 (0.664)	0.594 (0.631)	0.643 (0.620)	0.672 (0.650)
L.ROA	8.516* (4.577)	9.376* (4.876)	8.353* (4.370)	9.291 (5.304)	9.282 (5.380)	9.333* (4.828)	8.321 (4.818)	8.533* (4.555)	9.435 (5.393)	9.330 (5.418)
Pandemia	3.335* (1.558)	3.437** (1.337)	3.379* (1.615)	4.503** (1.449)	4.532** (1.466)	3.350** (1.291)	4.189** (1.289)	4.391** (1.464)	4.601*** (1.341)	4.615** (1.518)
L.log_TamEmp	-4.145*** (0.878)	-3.187** (1.287)	-4.154*** (0.841)	-2.906 (1.670)	-2.953 (1.658)	-3.269** (1.339)	-3.457** (1.099)	-3.844*** (1.230)	-3.068* (1.609)	-2.870 (1.726)
Constant	37.95*** (6.728)	33.96*** (9.847)	37.64*** (6.088)	24.66* (13.20)	25.05* (12.98)	35.24*** (10.47)	28.75*** (8.270)	28.79** (8.952)	24.91* (12.89)	24.17 (13.61)
Observations	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115
R-squared	0.585	0.541	0.583	0.488	0.467	0.533	0.496	0.526	0.477	0.468
Number of empresa1	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: Elaboración propia.

### 6.2.4. Efectos fijos para empresas no mineras

Por su parte, en las empresas no minera se probaron las variables de forma individual para analizar su significancia estadística. De esta manera, se observa una

relación positiva y significativa, entre el comité de auditoría y las acciones pertenecientes al directorio sobre el Z de Altman, a nivel individual. Por otro lado, el porcentaje de acciones propias del directorio es la única significativa en el modelo agregado (modelo 1).

Tabla 9 Efectos fijos para empresas no mineras

VARIABLES	(1) Modelo FE 1	(2) Modelo FE 2	(3) Modelo FE 3	(4) Modelo FE 4	(5) Modelo FE 5	(6) Modelo FE 6	(7) Modelo FE 7	(8) Modelo FE 8	(9) Modelo FE 9	(10) Modelo FE 10
per_mujdirec	0.664 (0.579)	0.628 (0.650)	0.716 (0.595)	0.543 (0.557)						
per_dirindep	-0.204 (0.487)	-0.508 (0.575)	-0.237 (0.465)		-0.395 (0.573)					
directorio	-0.0160 (0.0448)	0.0392 (0.0492)	-0.0164 (0.0434)			0.0278 (0.0399)				
accdirec	1.554*** (0.315)		1.556*** (0.344)				1.522*** (0.278)			
auditoria	0.195 (0.256)		0.251 (0.234)					0.272 (0.248)		
comespec	0.0398 (0.0503)								0.0626 (0.0526)	
dualidad	0.201* (0.110)									0.139 (0.120)
varPBI	0.0154 (0.0150)	0.00784 (0.0200)	0.0149 (0.0144)	0.00992 (0.0188)	0.0102 (0.0193)	0.0117 (0.0185)	0.0183 (0.0143)	0.0123 (0.0185)	0.0126 (0.0186)	0.0119 (0.0186)
Apalancamiento	-3.654*** (1.053)	-3.592*** (1.014)	-3.531*** (1.025)	-3.476*** (1.005)	-3.546*** (1.055)	-3.399*** (1.063)	-3.408*** (1.055)	-3.505*** (1.023)	-3.544*** (1.060)	-3.518*** (1.079)
L.Liquidez	-0.126*** (0.0430)	-0.117** (0.0467)	-0.121** (0.0427)	-0.122** (0.0490)	-0.119** (0.0452)	-0.120** (0.0488)	-0.113** (0.0493)	-0.129** (0.0461)	-0.121** (0.0513)	-0.126** (0.0484)
L.ROA	5.061*** (1.720)	5.212*** (1.757)	4.973*** (1.729)	5.026*** (1.623)	5.242*** (1.709)	5.280*** (1.762)	5.375*** (1.838)	5.025*** (1.675)	5.237*** (1.705)	5.201*** (1.639)
Pandemia	0.0742 (0.279)	-0.0797 (0.351)	0.0748 (0.271)	-0.0521 (0.329)	-0.0548 (0.340)	0.000752 (0.314)	0.146 (0.254)	-0.00518 (0.315)	-0.0125 (0.314)	-0.0202 (0.319)
L.log_TamEmp	-0.791*** (0.180)	-0.776*** (0.192)	-0.780*** (0.168)	-0.772*** (0.199)	-0.726*** (0.187)	-0.733*** (0.180)	-0.686*** (0.173)	-0.686*** (0.209)	-0.675** (0.245)	-0.728*** (0.190)
Constant	9.874*** (1.565)	9.872*** (1.646)	9.782*** (1.442)	9.917*** (1.489)	9.743*** (1.629)	9.375*** (1.525)	9.014*** (1.449)	9.049*** (1.631)	9.070*** (1.859)	9.615*** (1.456)
Observations	268	268	268	268	268	268	268	269	269	268
R-squared	0.559	0.516	0.555	0.510	0.510	0.509	0.545	0.492	0.492	0.508
Number of empresa1	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: Elaboración propia.

## 6.2.5. Endogeneidad

Los modelos presentados anteriormente permiten mostrar una asociación mutua entre las variables del gobierno corporativo y el Z de Altman. Sin embargo, al estudiar la relación entre ambas variables pueden presentarse problemas de endogeneidad. Esto ocurre debido a que las variables utilizadas como proxy de la estructura, composición y gestión del Gobierno Corporativo se podrían influir simultáneamente en el desempeño financiero o en la toma de decisiones financieras (Escobar-Váquiro et al., 2017, pp. 235). En este sentido, podría ocurrir que la probabilidad de ocurrencia de dificultades financieras tenga influencia sobre el

gobierno corporativo, conduciéndose a estimaciones sesgadas con bajo nivel de confiabilidad.

Frente a este problema, es necesario utilizar métodos de ecuaciones simultáneas y de variables instrumentales, como Mínimos Cuadrados en Dos Etapas (MC2E) y Mínimos Cuadrados en Tres Etapas (MC3E) utilizados en diversos estudios (Miglani et al., 2015; Li et al., 2015; Bhagat y Bolton, 2008).

Para realizar una regresión por medio de variables instrumentales, es necesario identificar los instrumentos adecuados para explicar las variables de gobierno corporativo. Sin embargo, identificar instrumentos adecuados para los atributos del gobierno corporativo es mucho más difícil (Larcker et al., 2007, como se cita en Miglani et al., 2015, p. 27).

Para ello, nos guiamos de la propuesta empírica realizada en el estudio de Miglani et al. (2015), Li et al. (2015) y Bhagat y Bolton (2008) para realizar una regresión de MC2E, donde proponen utilizar valores rezagados de las variables de gobierno corporativo como instrumentos para la regresión. Esto se debe principalmente a:

“la naturaleza voluntaria de la adopción de atributos de gobierno corporativo, con lo que se espera que los atributos de gobierno corporativo a nivel de empresa muestren una mayor variación intertemporal y una menor rigidez a lo largo del tiempo en relación con el periodo en el que las empresas están sujetas al código de gobierno. En consecuencia, la menor rigidez en nuestro contexto de adopción voluntaria debería reducir la probabilidad de que los términos de error de la regresión estén correlacionados con las variables de gobierno corporativo retardadas.” (Miglani et al., 2015, p.27)

Las prácticas de gobierno corporativo tienen persistencia en el tiempo. De tal manera, el utilizar variables rezagadas como instrumentos permite capturar dicha intertemporalidad. Asimismo, las variables rezagadas reducen la presencia de simultaneidad ya que no pueden verse influenciadas por la variable dependiente en el presente. Finalmente, las variables rezagadas tienen una menor correlación con el término de error en el periodo actual, por tanto, es menos probable que los errores influyan en los valores pasados del gobierno corporativo.

A partir de ello, se regresionan los siguientes modelos:

Tabla 10 Mínimos Cuadrados en Dos Etapas (MC2E)<sup>1</sup>

VARIABLES	(1) Modelo MC2E 1	(2) Modelo MC2E 2	(3) Modelo MC2E 3	(4) Modelo MC2E 4
per_mujdirec	-0.730 (0.927)	-0.558 (0.959)	0.0643 (0.964)	
per_dirindep	-1.370** (0.574)	-1.405** (0.562)	-1.978*** (0.622)	-1.970*** (0.620)
accdirec	1.416* (0.817)	1.556** (0.700)	2.015*** (0.706)	2.024*** (0.717)
auditoria	0.569 (0.366)	0.663 (0.405)	0.645 (0.402)	0.629* (0.378)
directorio	0.109*** (0.0407)	0.115*** (0.0412)	0.0981** (0.0425)	0.0982** (0.0436)
comespec	0.0635 (0.119)			
dualidad	1.898*** (0.685)	1.803*** (0.652)		
varPBI	0.230** (0.0931)	0.234** (0.0956)	0.242** (0.0988)	0.242** (0.0973)
Apalancamiento	-0.846 (0.973)	-0.873 (1.006)	-0.802 (1.011)	-0.796 (1.007)
L.Liquidez	0.349*** (0.121)	0.368*** (0.118)	0.439*** (0.127)	0.440*** (0.125)
L.ROA	11.60*** (3.562)	11.48*** (3.448)	11.73*** (3.565)	11.74*** (3.555)
pandemia	3.240** (1.305)	3.303** (1.347)	3.415** (1.392)	3.411** (1.381)
L.pandemia	-1.579* (0.895)	-1.622* (0.922)	-1.736* (0.945)	-1.729* (0.918)
L.log_TamEmp	-0.126 (0.131)	-0.0890 (0.115)	0.0338 (0.102)	0.0349 (0.101)
Constant	0.563 (0.818)	0.259 (0.713)	-0.535 (0.703)	-0.531 (0.672)
Observations	351	351	351	351
R-squared	0.480	0.480	0.459	0.459
Instrumented variables	- per_mujdirec - per_dirindep - accdirec - auditoria - directorio - comespec - dualidad	-per_mujdirec -per_dirindep - accdirec - auditoria - directorio - dualidad	-per_mujdirec - per_dirindep - accdirec - auditoria - directorio	- per_dirindep - accdirec - auditoria - directorio
Included instruments		- varPBI - Apalancamiento - L.Liquidez - L.ROA - Pandemia - L.Pandemia - L.log_TamEmp		

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> Se presentan los instrumentos que se están incluyendo y los que se están excluyendo se omiten en el Cuadro 9. Estos últimos son los rezagos de las variables de gobierno corporativo.

Para los tres modelos, la variable de porcentaje de mujeres en el directorio no resulta significativa. Esto podría deberse a que, para la selección de la muestra, es decir las empresas del sector no financiero, hay una menor proporción de mujeres en el directorio. Por el contrario, de acuerdo con el Estudio sobre mujeres en directorios de las empresas del Mercado de Valores (Centrum PUCP, Women CEO y PWC, 2023), los sectores donde existe mayor participación femenina en los directorios son en las Administradoras de Fondos de Pensiones (26.9%) y bancos y financieras (17.3%). De esta manera, esto podría estar afectando el resultado.

Con respecto a la variable porcentaje de directores independientes, este resulta significativo al 5% en el tercer y cuarto modelo, y presenta una relación negativa con el Z de Altman. Así, un incremento en el porcentaje de directores independientes en el directorio generaría una reducción de 1.37 puntos en el Z de Altman, lo que provocaría el aumento de la probabilidad de la quiebra de la empresa. Esto estaría en línea con la propuesta de otros autores donde indican que no necesariamente los directores generarían aportes significativos debido a que podrían tener un conocimiento superficial de aspecto específicos de la compañía (Bravo & Reguera-Alvarado, 2018; Murhadi et al., 2018; Handriani et al., 2021).

Dentro de los Lineamientos para la calificación de directores independientes propuesto por la SMV en la Resolución SMV N° 016-2019-SMV, se establece que se debe “contar con experiencia profesional según los requisitos fijados por la sociedad, la misma que deberá evidenciarse en sus hojas de vida”. De esta manera, resulta a criterio de la empresa cuáles son los conocimientos que debe contar el director del independiente. Esto es reforzado por lo encontrado en la encuesta propuesta por Nuget & Delgado - Executive Search realizada en el 2016, donde indican que 47% de las empresas peruanas encuestadas elige a los miembros independientes de su directorio por afinidad (Info Capital Humano, 2017). Asimismo, de acuerdo con Velarde (s/f), la inclusión de los directores independientes en los consejos de las empresas peruanas corresponde más a una obligación legal.

Con respecto a la variable de propiedad de acciones por parte de los directores, se observa una relación positiva y significativa al 10%, 5% y 1%. De tal manera, un incremento en 1% en la propiedad de acciones por parte de los directores, aumenta el Z de Altman, reduciendo la probabilidad de quiebra. Esto va en línea con la teoría

de la agencia, debido a que los agentes están más involucrados con el desempeño de la empresa y en la toma de decisiones gracias a que tienen un mayor conocimiento de la compañía (Vo y Nguyen, 2014).

Con respecto a la variable auditoría, se observa una relación positiva y significativa al 10% en el modelo 4. Esto implicaría que la presencia del Comité de Auditoría reduce la probabilidad de quiebra, al incrementar en el Z de Altman en 0.63 puntos. Esto debido a que, de acuerdo con el Instituto de Auditores Internos del Perú (s.f.):

“El propósito del comité de auditoría es ayudar al consejo directivo a supervisar:

- La confiabilidad de los estados y declaraciones contables de la entidad.
- La eficacia de los sistemas de control interno y gestión de riesgos de la entidad.
- El cumplimiento del código de conducta ética en los negocios de la entidad, y de sus requerimientos legales y regulatorios.
- La independencia, calificaciones y desempeño de los auditores externos, y el desempeño de la actividad de auditoría interna.”

Por tanto, habrá un mejor control interno, una mejor gestión de los riesgos y una mayor transparencia en la presentación de los resultados financieros de la empresa. Esto permitirá realizar un mejor monitoreo de los resultados al identificar potenciales riesgos y mitigantes, lo que reducirá la probabilidad de que las empresas caigan en insolvencia. Por otro lado, la variable comités especiales no resultan significativas. Sin embargo, presentan con los signos esperados planteados en las hipótesis, por lo que mayor supervisión a través de los comités especiales están asociados a un mayor puntaje Z de Altman y, con ello, se reduce la probabilidad de quiebra.

Con respecto a la variable directorio, se observa una relación positiva y significativa entre el Z de Altman, lo que indicaría que un incremento en el número de integrantes en el directorio, reduciría la probabilidad de quiebra. Esto debido a que un mayor número de miembros de directorio aportarían mayores conocimientos, habilidades y transparencia.

Finalmente, respecto a la variable pandemia y su respectivo rezago, se observa una relación directa entre la pandemia y el puntaje Z-Altman de manera significativa. Este resultado debe ser contextualizado con el primer rezago, el cual expone una relación inversa con la variable de solvencia financiera de la presente investigación. De acuerdo a estos resultados, el impacto negativo de la pandemia en la solvencia financiera de las empresas seleccionadas se materializó al año siguiente, es decir en el 2021. Así se puede observar que el impacto económico-financiero perduró y está más asociado durante el 2021 en el contexto peruano.

Si bien las investigaciones científicas del impacto del gobierno corporativo durante la pandemia aún se encuentran en desarrollo, en el escenario de economías emergentes, específicamente en México, se ha identificado que las empresas que cumplían con los criterios ESG se encontraban en una zona de riesgo de quiebra (*distress zone*) (Morales et al., 2021). Esto obligó a que los gerentes restablezcan las estrategias de sus respectivas compañías teniendo en cuenta el posicionamiento y solidez en el mercado.

Demostrándose así que si bien un buen gobierno corporativo (asociado a los criterios ESG) es atractivo para la confianza de los inversionistas y permite la sostenibilidad de la compañía, no garantiza la solvencia financiera (*safe zone*) ante un shock como la pandemia del COVID-19.

Finalmente, con respecto a los tests que validan el uso y la eficiencia de los instrumentos, se utilizaron el test de Staiger-Stock, para verificar la condición de relevancia, y el test de Sargan/Hansen, para verificar la condición de exogeneidad. De acuerdo con los resultados del test de Staiger-Stock (cuadros 5, 6, 7 y 8), se rechaza la hipótesis nula de instrumentos débiles. Por el lado del test de Sargan/Hansen (cuadros 5, 6, 7 y 8), no se rechaza la hipótesis nula, por tanto, los instrumentos son buenos.

Cuadro 5 Test de Staiger-Stock y Hansen - Modelo MC2E 1

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 14, 329)	P-value
per_mujdirec	0.6309	0.6533	40.19	0.0000
per_dirindep	0.7590	0.8299	146.26	0.0000
accdirec	0.8100	0.9111	293.55	0.0000
auditoria	0.7222	0.7558	60.51	0.0000
directorio	0.8595	0.9424	519.68	0.0000
comespec	0.6868	0.7809	62.15	0.0000
dualidad	0.5890	0.6427	39.02	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 10.371  
Chi-sq(7) P-val = 0.1685

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 6 Test de Staiger-Stock y Hansen - Modelo MC2E 2

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 12, 331)	P-value
per_mujdirec	0.6318	0.6509	45.44	0.0000
per_dirindep	0.7619	0.8294	158.69	0.0000
accdirec	0.8324	0.9095	348.06	0.0000
auditoria	0.7299	0.7552	59.41	0.0000
directorio	0.8975	0.9413	559.80	0.0000
dualidad	0.6026	0.6375	38.93	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 10.086  
Chi-sq(6) P-val = 0.1211

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 7 Test de Staiger-Stock y Hansen - Modelo MC2E 3

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 10, 333)	P-value
per_mujdirec	0.6252	0.6458	38.09	0.0000
per_dirindep	0.7851	0.8284	165.73	0.0000
accdirec	0.8544	0.9076	313.42	0.0000
auditoria	0.7303	0.7531	50.03	0.0000
directorio	0.9092	0.9411	672.14	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 6.917  
Chi-sq(5) P-val = 0.2269

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 8 Test de Staiger-Stock y Hansen - Modelo MC2E 4

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 8, 335)	P-value
per_dirindep	0.7829	0.8250	194.00	0.0000
accdirec	0.8626	0.9064	338.70	0.0000
auditoria	0.7293	0.7466	57.48	0.0000
directorio	0.9160	0.9398	835.96	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 6.921  
 Chi-sq(4) P-val = 0.1401

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, los resultados de los tests resultaron robustos al dividir la muestra en empresas mineras y no mineras, donde los test tuvieron los mismos resultados (véase anexos 3 y 4).

Finalmente, a manera de discusión, los modelos econométricos presentados en la investigación tienen como principales variables al gobierno corporativo y a la solvencia financiera que de acuerdo a la literatura de Miglani et al. (2015), Li et al. (2015), Bhagat y Bolton (2008), Escobar-Váquiro et al.(2017), Larcker et al. (2007, como se cita en Miglani et al., 2015), entre otros, refieren la relación de endogeneidad dada la influencia simultánea. Teniendo en cuenta que, si una compañía adopta las prácticas de un buen gobierno corporativo, genera el ambiente propicio para la confianza de los inversionistas y sus correspondientes beneficios en el acceso a créditos y en la solvencia financiera. Mientras que una compañía con solidez financiera estaría más interesada en la sostenibilidad de la empresa y sus correspondientes alineamientos a las buenas prácticas de gobierno corporativo.

A través de los test de Hausman y Sargan/Hansen, se puede encontrar la endogeneidad del modelo. Por un lado, al observar la correlación entre el término de error y las variables explicativas con el primer test. Mientras que con Sargan/Hansen se expone la validez de los instrumentos utilizados en el modelo MC2E.

Al corregir el problema de endogeneidad con el modelo MC2E con las variables instrumentales, específicamente los rezagos de las variables del gobierno corporativo, el modelo reduce el sesgo de simultaneidad, obtiene estimadores más consistentes y robustece el modelo al controlar la posible afectación simultánea entre el gobierno corporativo y la solvencia financiera.

## 7. Conclusiones

En la presente investigación, se busca estudiar si existe un impacto del Buen Gobierno Corporativo sobre la probabilidad de quiebra de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima entre 2009 y 2022. Para cumplir este objetivo, se utilizaron modelos de regresión de panel de efectos fijos y modelos de mínimos cuadrados en dos etapas. Se decidió utilizar este último modelo para poder corregir el problema de endogeneidad que existiría entre la variable dependiente (Z de Altman) y las variables independientes (Gobierno Corporativo).

A partir del uso de modelos de Mínimos Cuadrados en Dos Etapas para enfrentar los problemas de endogeneidad, la investigación encuentra significativas las siguientes variables. En primer lugar, la variable porcentaje de directores independientes resulta significativa y tendría un impacto negativo sobre el puntaje de Z de Altman, lo que implicaría un incremento en la probabilidad de quiebra financiera de las empresas cuando se contratan directores que no estén relacionados con la empresa.

Esto ocurriría principalmente porque, de acuerdo con la literatura mencionada anteriormente, los directores independientes no cuentan con un conocimiento integral de aspectos específicos de la compañía. Para el caso peruano, empíricamente fue comprobado por Velarde (s.f.) que la contratación de directores independientes ocurriría solo por una obligación legal. Incluso, de acuerdo a la encuesta ND-Executive Search, señala que el 47% de las empresas encuestadas eligen a los directores independientes por afinidad. De tal forma, se estaría yendo en contra de la teoría de la dependencia de los recursos.

En línea con lo anterior, los resultados de la posesión de acciones por parte de los directores son congruentes con el marco teórico propuesto, específicamente, la teoría de la agencia. La relación positiva apoya la hipótesis de que cuando un director es dueño de cierta parte de la empresa, a través de las acciones, sus intereses están alineados al de los agentes en su rol como supervisor, control y con un mayor incentivo para trabajar para que la empresa tenga mejores resultados. Asimismo, la variable dualidad también tiene un efecto positivo y significativo sobre el Z de Altman, disminuyendo la probabilidad de quiebra. Esto debido a que la dualidad permite tomar decisiones de forma más ágil y no habría conflicto de intereses entre estos roles

directivos, lo que a la vez permite que estas decisiones se incorporen de forma más rápida en beneficio de la empresa.

Por otro lado, no se encontró un valor significativo para la variable de diversidad del directorio representado por el porcentaje de mujeres en el directorio. Esto debido a que en las empresas no financieras peruanas no cuenta con suficiente representación femenina en los directorios.

De esta manera, la importancia de los resultados es el énfasis en el estudio del gobierno corporativo en países emergentes y, especialmente, en Perú. Si bien a nivel de los países más desarrollados, está trabajándose el gobierno corporativo mediante una definición más amplia ESG, que establece criterios estándares y sostenibles para que los inversionistas valoricen una empresa, este trabajo solo se centró en la gobernanza debido a que la creación de encuestas que abarquen los tres ejes se encuentra incipientes y en formulación, y las que recogen más información es la de Gobierno Corporativo.

Finalmente, los indicadores de Buen Gobierno Corporativo reportados en el Perú, como porcentaje de mujeres y directores independientes en el directorio, deben continuar evolucionando para acercarse a los niveles de las empresas de mercados más desarrollados.

## 8. Referencias bibliográficas

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>

Alfaro, M. (2008, 30 mayo). Apuntes sobre el gobierno corporativo en el Perú. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/forojuridico/article/view/18498>

Ali, S., Rehman, R. U., Yuan, W. Z., Ahmad, M., & Ali, R. (2021). Does foreign institutional ownership mediate the nexus between board diversity and the risk of financial distress? A case of an emerging economy of China. *Eurasian Business Review*, 12(3), 553–581. <https://doi.org/10.1007/s40821-021-00191-z>

Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>

Armstrong, C. S., Core, J. E., & Guay, W. R. (2014). Do independent directors cause improvements in firm transparency?. *Journal of financial economics*, 113(3), 383-403.

Ballester, L., González-Urteaga, A., & Martínez, B. (2020). The role of internal corporate governance mechanisms on default risk: A systematic review for different institutional settings. *Research in International Business and Finance*, 54, 101293. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101293>

Barfield, R. (s.f.). Risk appetite – How hungry are you? PWC. [https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/pdf/risk\\_appetite.pdf](https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/pdf/risk_appetite.pdf)

Beaver, W.H. (1966). *Financial Ratios as Predictors of Failure*. *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111. - References - Scientific Research Publishing. (n.d.). [https://www.scirp.org/\(S\(351jmbntvnsjt1aadkozje\)\)/reference/referencespapers.aspx?referenceid=1968417](https://www.scirp.org/(S(351jmbntvnsjt1aadkozje))/reference/referencespapers.aspx?referenceid=1968417)

Becker, G. (1964), *Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education*. National Bureau of Economic Research, Londres

Beltrán, A. (2018). Gender differences in firm's leadership and risk preferences [Tesis para optar el título de Doctor en Economía] PUCP. <http://hdl.handle.net/20.500.12404/12933>

Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York. - References - Scientific Research Publishing. (s. f.). [https://www.scirp.org/\(S\(351jmbntvnsjt1aadkozje\)\)/reference/referencespapers.aspx?referenceid=1460233](https://www.scirp.org/(S(351jmbntvnsjt1aadkozje))/reference/referencespapers.aspx?referenceid=1460233)

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>

Boritz, J. E., & Sun, J. (2004). Predicting Going Concern Risks in Canada. *ResearchGate*. [https://www.researchgate.net/publication/251738813\\_Predicting\\_Going\\_Concern\\_Risks\\_in\\_Canada](https://www.researchgate.net/publication/251738813_Predicting_Going_Concern_Risks_in_Canada)

Brandt, F., & Georgiou, K. (2016). *Shareholders vs Stakeholders Capitalism*. Penn Carey Law: Legal Scholarship Repository. [https://scholarship.law.upenn.edu/fisch\\_2016/10](https://scholarship.law.upenn.edu/fisch_2016/10)

Bravo, F., & Reguera-Alvarado, N. (2017). Do independent director's characteristics influence financial reporting quality? *Revista Española De Financiación Y Contabilidad*, 47(1), 25-43. <https://doi.org/10.1080/02102412.2017.1362200>

Burneo, K., & Lizarzaburu, E. R. (2016). Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes: Impacto en la Bolsa de Valores de Lima-BVL. *Journal of Globalization, Competitiveness & Governability*, 10(3), 57-115.

Byrnes, J. P., Miller, D., & Schafer, W. R. (1999). Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 125(3), 367-383. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.125.3.367>

Centrum PUCP, WomenCEO Perú, & PWC. (2018). *II Estudio sobre mujeres en directorio de las empresas del mercado de valores – WomeCEO Perú*. <https://womenceoperu.org/ii-estudio-sobre-mujeres-en-directorio-de-las-empresas-del-mercado-de-valores/>

Corporación Andina de Fomento (CAF). (2017). *La importancia de tener buenos gobiernos corporativos*. Banco De Desarrollo De América Latina. <https://www.caf.com/es/conocimiento/visiones/2017/04/la-importancia-de-tener-buenos-gobiernos-corporativos/>

Carver, J., & Oliver, C. (2002). *Corporate Boards That Create Value*. Google Books. [https://books.google.com.pe/books?id=VLnWHP-\\_QVcC&pg=PR9&ots=iYdiUIEiAf&dq=CARVER%20Y%20OLIVER%202002&lr&hl=es&pg=PR9#v=onepage&q=CARVER%20Y%20OLIVER%202002&f=false](https://books.google.com.pe/books?id=VLnWHP-_QVcC&pg=PR9&ots=iYdiUIEiAf&dq=CARVER%20Y%20OLIVER%202002&lr&hl=es&pg=PR9#v=onepage&q=CARVER%20Y%20OLIVER%202002&f=false)

Centrum PUCP, Women CEO & Price Waterhouse Coopers (PwC) (2023). *II Estudio sobre mujeres en directorio de las empresas del mercado de valores*. Women CEO. Recuperado 2 de julio de 2023, de <https://womenceoperu.org/ii-estudio-sobre-mujeres-en-directorio-de-las-empresas-del-mercado-de-valores/>

Cisneros, S., Gutiérrez, Y., Rodríguez, L. & Sierra, J. (2019). *La solvencia económica y su relación con la implementación de las prácticas de Buen Gobierno Corporativo en los bancos en el Perú desde el año 2012 hasta el año 2018*. [Tesis para optar el grado académico de Maestro en Finanzas Corporativas, Repositorio Académico UPC] <http://hdl.handle.net/10757/626722>

Claessens, S. (2003). Corporate Governance and Development. *Global Corporate Governance Forum Focus 1* Recuperado de [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/7fc17c0048a7e6dda8b7ef6060ad5911/Focus\\_1\\_Corp\\_Governance\\_and\\_Development.pdf?MOD=AJPERES](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/7fc17c0048a7e6dda8b7ef6060ad5911/Focus_1_Corp_Governance_and_Development.pdf?MOD=AJPERES)

Conexión Esan. (2021, noviembre). *¿Cuál es el rol de los accionistas en una sociedad anónima? ¿Cuáles son sus derechos y obligaciones?* | Conexión ESAN. <https://www.esan.edu.pe/conexion-esan/cual-es-el-rol-de-los-accionistas-en-una-sociedad-anonima-cuales-son-sus-derechos-y-obligaciones>

Deloitte. (2020). Los directores independientes en las empresas familiares. *Boletín de Gobierno Corporativo, 1-2*. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/risk/1-arg-2021-directores-independientes-empresas-familiares.pdf>

Deloitte. (2016). *¿Qué es el gobierno corporativo?*. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>

Duru, A., Iyengar, R.J., & Zampelli, E.M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69, 4269-4277.

Eckel, C. C., & Grossman, P. J. (2002). Sex differences and statistical stereotyping in attitudes toward financial risk. *Evolution and Human Behavior*, 23(4), 281-295. [https://doi.org/10.1016/s1090-5138\(02\)00097-1](https://doi.org/10.1016/s1090-5138(02)00097-1)

Eckel, C. C., & Grossman, P. J. (2008). Forecasting risk attitudes: An experimental study using actual and forecast gamble choices. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 68(1), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2008.04.006>

Escobar, W., & Zapata, M. (2022). *Impacto de las prácticas de gobierno corporativo en la probabilidad de incumplimiento de las empresas colombianas* (Doctoral dissertation, Universidad EAFIT)

Escobar-Váquiro, N., Benavides-Franco, J., & Perafán-Peña, H. F. (2017). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica. *Cuadernos de Contabilidad*, 17(43). <https://doi.org/10.11144/javeriana.cc17-43.gcdf>.

Esparza, J., & Soto, A. (2019). El gobierno corporativo y el riesgo de insolvencia en las empresas familiares mexicanas. *Contaduría y Administración*, 64(4), 140. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2020.2234>

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal Of Law And Economics*, 26(2), 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>

Farooq, M., Noor, A., & Fatima, K. (2020). The impact of corporate governance on financial distress likelihood: an empirical evidence. *City University Research Journal*, 10(4).

Flores, C. y X. Samamé (2012). *La diversidad de género en el directorio y su relación con el desempeño financiero de la empresa*. [Tesis de pregrado en Economía, Universidad de Piura] Repositorio PIRHUA. <https://pirhua.udep.edu.pe/handle/11042/1788>

Flores, H. M., & Undurraga, M. F. R. (2019). Gobierno corporativo y riesgo de quiebra en las empresas chilenas. *Journal of Globalization, Competitiveness and Governability*, 13(1).. <https://doi.org/10.3232/gcg.2019.v13.n1.06>

Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (Fonafe)(2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo Para Las Empresas Bajo El Ámbito De Fonafe*.  
[https://www.fonafe.gob.pe/pw\\_content/documentosgestion/Aprobacion/13/Doc/1%20Codigo%20bgc.pdf](https://www.fonafe.gob.pe/pw_content/documentosgestion/Aprobacion/13/Doc/1%20Codigo%20bgc.pdf)

Foro Mundial sobre Gobierno Corporativo Guía del usuario (2005) Herramienta 2, Elaboración de códigos de las mejores prácticas para el gobierno corporativo. Washington, DC.

Freeman, R. (1984). *Strategic Management: a stakeholder approach*.

Freeman, R. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/CBO9781139192675

García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592–601.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>

Garzón Castrillon, M. A. (2021). El concepto de gobierno corporativo. *Visión de Futuro*, 25, No 2 (Julio-Dic), 154-177.  
<https://doi.org/10.36995/j.visiondefuturo.2021.25.02r.005.es>

Gómez, S. L. G., & Leyva, G. L. (2019). Usefulness and Usage of Corporate Failure Prediction Models in Cooperatives. *ResearchGate*.  
[https://www.researchgate.net/publication/343572645\\_Usefulness\\_and\\_Usage\\_of\\_Corporate\\_Failure\\_Prediction\\_Models\\_in\\_Cooperatives](https://www.researchgate.net/publication/343572645_Usefulness_and_Usage_of_Corporate_Failure_Prediction_Models_in_Cooperatives)

Grau, A., & Lassala Navarré, C. (2015). Relaciones entre gestión corporativa y crisis financiera en el mercado de capitales español. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 24(2).  
<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5104914>

Gutierrez, O., & Marcos, D. (2018). Gobierno Corporativo: Medición en empresas cotizantes en la Argentina. *38 Jornadas de Docentes en Administración Financiera (SADAF)*.

Handriani, E., Ghozali, I., & Hersugodo, H. (2021). Corporate governance on financial distress: Evidence from Indonesia. *Management Science Letters*, 1833–1844. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2021.1.020>

Hidalgo, L. (2020). Gobierno Corporativo: ¿Por qué es un pilar fundamental para el crecimiento y la gestión de riesgos en una organización? *Ernst and Young*. [https://www.ey.com/es\\_pe/risk/gobierno-corporativo-pilar-crecimiento](https://www.ey.com/es_pe/risk/gobierno-corporativo-pilar-crecimiento)

Hill, C. G., & Jones, T. K. (1992). STAKEHOLDER-AGENCY THEORY. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>

Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella, A. A. (2007). Organizational Predictors of Women on Corporate Boards. *The Academy of Management Journal*, 50(4), 941–952. <http://www.jstor.org/stable/20159898>

Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74. <https://doi.org/10.2307/3003320>

Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?. *Journal of financial Economics*, 108(3), 822-839.

Info Capital Humano. (2017). Nuget & Delgado: 91% de empresarios opina que directores independientes deben ser elegidos por empresas especializadas. *Recursos Humanos, el Portal del Capital Humano*. <https://infocapitalhumano.pe/empresas-recursos-humanos/capacitacion-y-formacion-para-empresas/nuguet-delgado-91-de-empresarios-opina-que-directores-independientes-deben-ser-elegidos-por-empresas-especializadas/>

Instituto de Auditores Internos del Perú. (s.f.). ¿Por qué una organización debe tener un comité de auditoría interna?. <https://iaiperu.org/preguntas-frecuentes/iporque-una-organizacion-debe-tener-un-comite-de-auditoria-interna/>

Jamal, A. H., & Shah, S. Z. A. (2017). The impact of corporate governance on the financial distress: evidence from pakistani listed companies. *Jinnah Business Review*, 5(2), 49-53.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)

Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal Of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

Karim, A. and Faiz, R. (2017), "The impact of internal attributes of corporate governance on firm performance", *Journal of Research in Administrative Sciences*, ISSN: 2664-2433, Vol. 6No. 2, pp. 1-4

Khurshid, M. K., Sabir, H. M., Tahir, S. H., & Abrar, M. (2018). Impact of corporate governance on the likelihood of financial distress: Evidence from Non-Financial firms of Pakistan. *Pacific Business Review International*, 11(4), 134-149.

Klein, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. *The Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-304. <https://doi.org/10.1086/467391>

Kristanti, F. T., Rahayu, S., & Huda, A. N. (2016). The determinant of financial distress on Indonesian family firm. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 440-447.

Lagos, D. (2013). Análisis de las Prácticas de Gobierno Corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia. *AD-Minister*, (23), 25-43. <https://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/administer/article/view/2242>

Langevoort, D.C. (2001): "The human nature of corporate boards: law, norms, and the unintended consequences of independence and accountability", *Georgetown Law Journal*, 89(4). pp. 797-832.

Ley 26887, del 5 de diciembre de 1997, Ley General de Sociedades

Ley 30996, del 26 de agosto de 2019, que modifica la Ley General de Sociedades, sobre cargo de director y las actas del directorio

Li, Y., Armstrong, A., & Clarke, A. (2014). The relationship between corporate governance and financial performance of small corporations in Australia. *Journal of business systems, governance and ethics*, 9(2). <https://doi.org/10.15209/jbsge.v9i2.716>

Li, K., Lü, L., Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance—Chinese evidence. *International*

Review of Financial Analysis, 41, 162-175.  
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.024>

Lipton, M., Niles, S., & Miller, M. (2018, 20 marzo). *Risk Management and the Board of Directors*. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/03/20/risk-management-and-the-board-of-directors-5/>

Lizarzaburu, E. R., Burneo, K., Ampuero, G. B., & Noriega, L. (2019). Gobierno Corporativo En El Sector Bancario De Una Economía Emergente. *Journal Globalization, Competitiveness and Governability*, 13(1). <https://doi.org/10.3232/gcg.2019.v13.n1.04>

Lo, A. W., Remorov, A., & Chaouch, Z. B. (2019). Measuring Risk Preferences and Asset-Allocation Decisions: A Global Survey Analysis. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3328342>

Lorenzo, J. M., Sánchez, I., & Gallego-Álvarez, I. (2009). Características del consejo de administración e información en materia de Responsabilidad Social Corporativa. *Revista Española De Financiación Y Contabilidad*, 38(141), 107–135. <https://doi.org/10.1080/02102412.2009.10779664>

Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2015). Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 111-121.

Martins, H. C. (2022). Competition and ESG practices in Emerging Markets: Evidence from a difference-in-differences model. *Finance Research Letters*, 46, 102371. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102371>

McColgan, P. (2001). *Agency theory and corporate governance: a review of the from a UK perspective*. <https://www.semanticscholar.org/paper/Agency-theory-and-corporate-governance%3A-a-review-of-McColgan/79c52954af851c95a27cb1fb702c23feaae86ca1>

Meneses, L. Á., Carabalí, J., & Pérez, C. (2021). La relación entre el gobierno corporativo y la valoración, apalancamiento y desempeño financiero en Colombia. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 32, 324-340. <https://doi.org/10.46661/revmetodoscuanteconempresa.4517>

Meneses, L. Á. M., Orozco, J. E. O., Muñoz, D., & Pareja, A. (2022). Las prácticas ESG y su efecto en el desempeño financiero corporativo: análisis empírico en el mercado de valores brasileño. *Dictamen libre*, 31, 93-117. <https://doi.org/10.18041/2619-4244/dl.31.10195>

Miglani, S., Ahmed, K., & Henry, D. D. (2015). Voluntary corporate governance structure and financial distress: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 18–30. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.005>

Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). Economics, organization and management. *Pearson*, 1992(1992), 1-99. <http://library.um.ac.id/free-contents/index.php/buku/detail/economics-organization-and-management-paul-milgrom-john-roberts-22235.html>

Miller, L. (2023). Credit Suisse takeover governance process ‘disastrous’. *ESG Clarity*. <https://esgclarity.com/credit-suisse-takeover-governance/>

Mirrlees, J. A. (1976). The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization. *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 105–131. <https://doi.org/10.2307/3003192>

Mittal, S., & Lavina. (2018). Females’ representation in the boardroom and their impact on financial distress: An evidence from family businesses in India. *Indian Journal of Corporate Governance*, 11(1), 35-44.

Morales, A. M., Avendaño, S. A., & Mata, J. M. (2021). Pronóstico de quiebra y valuación de acciones en empresas sustentables de México en la era COVID19. *Económicas CUC*, 42(2), 161-172. <https://doi.org/10.17981/econcuc.42.2.2021.econ.1>

Morales, A. M. C., & Grimaldo, J. A. T. (2023). El gobierno corporativo y sus efectos en el índice de solvencia de las sociedades financieras populares en México. *Brazilian Journal of Business*, 5(1), 271-289. <https://doi.org/10.34140/bjbv5n1-017>

Murhadi, W. R., Tanugara, F., & Sutejo, B. S. (2018). *The Influence of Good Corporate Governance (GCG) on Financial Distress*. <https://doi.org/10.2991/insyma-18.2018.19>

Nuraini, A., Leon, F. M., & Usman, B. (2021). The Role of Non-Financial Factors in Detecting Bankruptcy by Mediating Financial Performance. *Journal of Hunan University Natural Sciences*, 48(10).

G20/OCDE Principios de gobierno corporativo. (2016). *OECD Publishing eBooks*. <https://doi.org/10.1787/9789264259171-es>

Oliveira, M., Rawlins, O., Rivero, C., & Miguel, N. (2015). Capítulo 3: 15 años de Gobierno Corporativo en Iberoamérica. Líneas generales de su nacimiento y evolución. En *El Gobierno Corporativo en Iberoamérica*. Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV).

Orsato, R. J., Garcia, A., Mendes-Da-Silva, W., Simonetti, R., & Monzoni, M. (2015). Sustainability indexes: Why join in? A study of the 'Corporate Sustainability Index (ISE)' in Brazil. *Journal of Cleaner Production*, 96, 161-170. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.10.071>.

Pérez, A. (2019, 14 junio). Diferencia entre gerente y director de una empresa. *OBS Business School*. Recuperado 1 de mayo de 2023, de <https://www.obsbusiness.school/blog/diferencia-entre-gerente-y-director-de-una-empresa#>

Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. <https://ssrn.com/abstract=1496213>

Poortstra, J., & Marton, D. (2019). Financial Distress and Governance Structure.

Pramudena, S. M. (2017). Impact of Good Corporate Governance on Financial Distress in the Consumer Goods Sector Company. *Journal of Finance and Banking Review*, 2(4), 46–55. [https://doi.org/10.35609/jfbr.2017.2.4\(6\)](https://doi.org/10.35609/jfbr.2017.2.4(6))

Reddy, K. R., Locke, S. & Scrimgeour, F. (2010). The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190–219. <https://doi.org/10.1108/17439131011056224>

Resolución SMV N° 016-2019-SMV/01[Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)]. Lineamientos para la calificación de directores independientes. 26 de junio de 2019. [https://www.cnc.gob.pe/images/cnc/doing\\_business/normas/rs-n-016-2019-smv.pdf](https://www.cnc.gob.pe/images/cnc/doing_business/normas/rs-n-016-2019-smv.pdf)

Salloum, C., & Azoury, N. (2012). Corporate governance and firms in financial distress: evidence from a Middle Eastern country. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 7(1), 1. <https://doi.org/10.1504/ijbge.2012.046102>

Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance*, 15(5), 641-662. <https://doi.org/10.1108/cg-11-2014-0140>

Shahwan, T. M., & Habib, A. M. (2020). Does the efficiency of corporate governance and intellectual capital affect a firm's financial distress? Evidence from Egypt. *Journal of intellectual capital*.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(4), 461–488.

Singh, V., Terjesen, S., & Vinnicombe, S. (2008). *Newly appointed directors in the boardroom:: How do women and men differ*. [https://econpapers.repec.org/article/eeeeurman/v\\_3a26\\_3ay\\_3a2008\\_3ai\\_3a1\\_3ap\\_3a48-58.htm](https://econpapers.repec.org/article/eeeeurman/v_3a26_3ay_3a2008_3ai_3a1_3ap_3a48-58.htm)

Siregar, B., Muslimah, M., & Hapsoro, D. (2022). The Effect of Profitability, Liquidity, and Solvency on Sustainable Reporting with Corporate Governance as Moderating Variable. *Journal of International Conference Proceedings*, 5(3), 79-87. <https://doi.org/10.32535/jicp.v5i3.1761>

Strategic CFO. (2013, 23 julio). *Agency Costs*. The Strategic CFO. <https://strategiccfo.com/articles/profitability/agency-costs/>

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (s. f.). *Gobierno Corporativo*. [https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm\\_VerArticulo?data=4BF937842B3A0A085D942F2E13337DDFBC24C632B6F12BACB5B8E999596EC99368B9819C22](https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_VerArticulo?data=4BF937842B3A0A085D942F2E13337DDFBC24C632B6F12BACB5B8E999596EC99368B9819C22)

Süsi, V., & Lukason, O. (2019). Corporate governance and failure risk: Evidence from Estonian SME population. *Management Research Review*, 42(6), 703–720. <https://doi.org/10.1108/MRR03-2018-0105>

The Corporate Governance Institute. (2023, 6 abril). *What is a board of directors?* - *The Corporate Governance Institute*. <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-a-board-of-directors/>

Thomas, I & Oladipupo, A. (2018). *View of Residual Loss of Agency Cost in Organisational Asymmetric Cost Behaviour*. <https://namj.tamng.org/index.php/home/article/view/88/84>

Udin, S., Khan, M. S., & Javid, A. Y. (2017). The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence. *Corporate Governance*, 17(4), 589–612. <https://doi.org/10.1108/cg-03-2016-0067>

Velarde, J. (s.f.). *Tarea pendiente en la conformación de directorios: Directores independientes en las empresas listadas en bolsa – WomeCEO Perú*. <https://womenceoperu.org/tarea-pendiente-en-la-conformacion-de-directorios-directores-independientes-en-las-empresas-listadas-en-bolsa/>

Vo, D. H., & Nguyen, T. Q. (2014). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam. *International journal of economics and finance*, 6(6). <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n6p1>

Wang, G., Holmes, R., Devine, R. M., & Bishoff, J. D. (2018). CEO gender differences in careers and the moderating role of country culture: A meta-analytic investigation. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 148, 30–53. <https://doi.org/10.1016/j.obhdp.2018.04.002>

Whitaker, R. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123–132. <https://doi.org/10.1007/bf02745946>

Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 419–444. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405x(90)90063-6)

Younas, N., Awan, T., & Khan, M. S. (2021). Corporate governance and financial distress: Asian emerging market perspective. *Corporate Governance*, 21(4), 702–715. <https://doi.org/10.1108/cg-04-2020-0119>

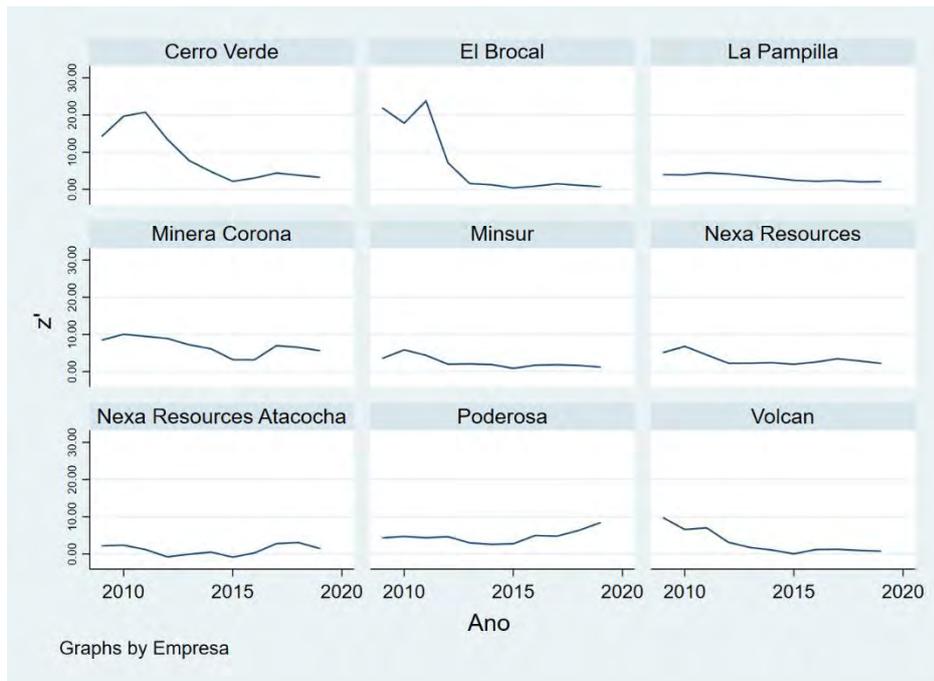
Yousaf, U. B., Jebran, K., & Ullah, I. (2022). Corporate governance and financial distress: A review of the theoretical and empirical literature. *International Journal of Finance & Economics*, ijfe.2752. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2752>

Zhou, G. (2019). Financial distress prevention in China: Does gender of board of directors matter? *Journal of Applied Finance & Banking*, 9(6), 127–153. [http://www.scienpress.com/Upload/JAFB%2fVol%209\\_6\\_8.pdf](http://www.scienpress.com/Upload/JAFB%2fVol%209_6_8.pdf)

Zogning, F. (2022). Agency theory: A critical review. *ResearchGate*. [https://www.researchgate.net/publication/364812853\\_Agency\\_theory\\_A\\_critical\\_r\\_eview](https://www.researchgate.net/publication/364812853_Agency_theory_A_critical_r_eview)

## 9. Anexos

### Anexo 1: Evolución de Z de Altman para empresas mineras



Fuente: Elaboración propia.

### Anexo 2: Evolución de Z de Altman para empresas no mineras



Fuente: Elaboración propia.

Anexo 3: Estimación para empresas mineras y tests

VARIABLES	(1) Modelo MC2E 1	(2) Modelo MC2E 2	(3) Modelo MC2E 3	(4) Modelo MC2E 4
per_mujdirec	3.056 (12.27)	2.514 (11.44)	7.313 (9.991)	
per_dirindep	2.784 (5.325)	1.422 (4.192)	-1.216 (3.859)	0.844 (2.343)
accdirec	2.716 (16.24)	5.661 (14.27)	-2.380 (12.25)	5.330 (6.070)
auditoria	1.557 (5.121)	1.809 (4.426)	3.522 (3.942)	1.645 (2.021)
directorio	-0.0605 (0.329)	-0.0223 (0.266)	0.0923 (0.230)	0.00349 (0.150)
comespec	0.395 (0.373)			
dualidad	2.909* (1.697)	2.490* (1.439)		
varPBI	0.377 (0.488)	0.461 (0.474)	0.584 (0.461)	0.448 (0.341)
Apalancamiento	-4.103 (3.237)	-4.307 (3.214)	-5.065* (3.040)	-3.645** (1.663)
L.Liquidez	0.380 (0.449)	0.432 (0.435)	0.558 (0.398)	0.532 (0.373)
L.ROA	9.247** (4.605)	8.378* (4.470)	8.452* (4.883)	8.860* (4.831)
pandemia	5.685 (6.749)	6.769 (6.559)	8.362 (6.400)	6.545 (4.828)
L.pandemia	-1.417 (5.520)	-2.511 (5.273)	-3.999 (5.004)	-2.391 (3.440)
L.log_TamEmp	-0.770* (0.414)	-0.522* (0.305)	-0.355 (0.313)	-0.255 (0.252)
Constant	5.299 (7.382)	3.861 (5.948)	0.245 (5.087)	1.863 (3.820)
Observations	105	105	105	105
R-squared	0.492	0.488	0.460	0.446
Instrumented variables	- per_mujdirec - per_dirindep - accdirec - auditoria - directorio - comespec - dualidad	-per_mujdirec -per_dirindep - accdirec - auditoria - directorio - dualidad	-per_mujdirec - per_dirindep - accdirec - auditoria - directorio	- per_dirindep - accdirec - auditoria - directorio
Included instruments		- varPBI - Apalancamiento - L.Liquidez - L.ROA - Pandemia - L.Pandemia - L.log_TamEmp		

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: Elaboración propia.

#### Anexo 4: Modelo 1

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 14, 83)	P-value
per_mujdirec	0.3883	0.7208	32.70	0.0000
direc indep	0.2179	0.4970	6.85	0.0000
accdirec	0.3705	0.7116	58.99	0.0000
auditoria	0.4035	0.7916	17.41	0.0000
directorio	0.3117	0.9455	212.31	0.0000
comespec	0.4711	0.7074	30.91	0.0000
dualidad	0.7395	0.8250	91.32	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 7.945  
 Chi-sq(7) P-val = 0.3375

Fuente: Elaboración propia

#### Anexo 5: Modelo 2

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 12, 85)	P-value
per_mujdirec	0.3832	0.7015	34.18	0.0000
direc indep	0.2730	0.4941	7.37	0.0000
accdirec	0.3332	0.7061	71.62	0.0000
auditoria	0.4052	0.7877	18.53	0.0000
directorio	0.3605	0.9403	239.59	0.0000
dualidad	0.7974	0.8134	99.62	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 7.396  
 Chi-sq(6) P-val = 0.2858

Fuente: Elaboración propia.

#### Anexo 6: Modelo 3

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 10, 87)	P-value
per_mujdirec	0.3723	0.6951	40.08	0.0000
direc indep	0.2707	0.4823	9.00	0.0000
accdirec	0.3331	0.7043	88.48	0.0000
auditoria	0.4008	0.7866	22.52	0.0000
directorio	0.3659	0.9402	272.37	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 4.908  
 Chi-sq(5) P-val = 0.4272

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 7: Modelo 4

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 8, 89)	P-value
<b>direc indep</b>	<b>0.2956</b>	<b>0.4809</b>	<b>11.20</b>	<b>0.0000</b>
<b>accdirec</b>	<b>0.4487</b>	<b>0.6724</b>	<b>127.15</b>	<b>0.0000</b>
<b>auditoria</b>	<b>0.6230</b>	<b>0.7857</b>	<b>28.11</b>	<b>0.0000</b>
<b>directorio</b>	<b>0.4188</b>	<b>0.9389</b>	<b>290.41</b>	<b>0.0000</b>

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): **3.556**  
Chi-sq(4) P-val = **0.4695**

Fuente: Elaboración propia.



Anexo 8: Estimación para empresas no mineras y tests

VARIABLES	(1) Modelo MC2E 1	(2) Modelo MC2E 2	(3) Modelo MC2E 3	(4) Modelo MC2E 4
per_mujdirec	-1.182 (0.824)	-1.222 (0.760)	-0.956 (0.800)	
per_dirindep	-0.593* (0.358)	-0.607 (0.371)	-0.890** (0.378)	-0.872** (0.383)
accdirec	1.300*** (0.499)	1.301*** (0.485)	1.621*** (0.493)	1.522*** (0.509)
auditoria	-0.124 (0.260)	-0.149 (0.212)	-0.150 (0.208)	-0.0897 (0.213)
directorio	0.0743** (0.0296)	0.0715*** (0.0265)	0.0506** (0.0256)	0.0565** (0.0272)
comespec	-0.0110 (0.0703)			
dualidad	1.004*** (0.366)	1.004*** (0.346)		
varPBI	0.105* (0.0592)	0.105* (0.0593)	0.109* (0.0597)	0.110* (0.0600)
Apalancamiento	-0.101 (0.947)	-0.135 (0.842)	0.166 (0.840)	0.235 (0.828)
L.Liquidez	0.226*** (0.0760)	0.224*** (0.0717)	0.262*** (0.0765)	0.264*** (0.0785)
L.ROA	15.44*** (1.985)	15.48*** (1.926)	15.54*** (1.965)	15.33*** (1.868)
pandemia	1.405 (0.879)	1.408 (0.878)	1.489* (0.890)	1.471 (0.899)
L.pandemia	-1.004 (0.626)	-1.009 (0.628)	-1.056* (0.639)	-1.102* (0.628)
L.log_TamEmp	0.0201 (0.0806)	0.0209 (0.0807)	0.0683 (0.0821)	0.0601 (0.0848)
Constant	0.319 (0.798)	0.358 (0.688)	0.00215 (0.711)	-0.123 (0.668)
Observations	246	246	246	246
R-squared	0.672	0.672	0.659	0.657
Instrumented variables	- per_mujdirec - per_dirindep -accdirec -auditoria -directorio -comespec -dualidad	-per_mujdirec -per_dirindep - accdirec - auditoria -directorio -dualidad	-per_mujdirec - per_dirindep - accdirec - auditoria -directorio	- per_dirindep - accdirec - auditoria -directorio
Included instruments		- varPBI - Apalancamiento - L.Liquidez - L.ROA - Pandemia - L.Pandemia - L.log_TamEmp		

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: Elaboración propia.

### Anexo 9: Modelo 1

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 14, 224)	P-value
per_mujdirec	0.5750	0.6179	15.14	0.0000
direcindep	0.5892	0.7194	129.22	0.0000
accdirec	0.7250	0.9214	317.54	0.0000
auditoria	0.6369	0.7319	33.49	0.0000
directorio	0.7852	0.9046	251.98	0.0000
comespec	0.6390	0.8017	94.90	0.0000
dualidad	0.4218	0.5192	20.09	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 9.013  
Chi-sq(7) P-val = 0.2517

Fuente: Elaboración propia.

### Anexo 10: Modelo 2

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 12, 226)	P-value
per_mujdirec	0.6076	0.6178	13.35	0.0000
direcindep	0.5817	0.7180	123.55	0.0000
accdirec	0.7433	0.9196	390.35	0.0000
auditoria	0.6688	0.7317	30.99	0.0000
directorio	0.7865	0.9025	272.75	0.0000
dualidad	0.4406	0.5149	22.55	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 8.682  
Chi-sq(6) P-val = 0.1923

Fuente: Elaboración propia.

### Anexo 11: Modelo 3

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 10, 228)	P-value
per_mujdirec	0.6004	0.6108	13.55	0.0000
direcindep	0.6187	0.7132	126.24	0.0000
accdirec	0.8118	0.9152	379.06	0.0000
auditoria	0.6670	0.7307	36.59	0.0000
directorio	0.8490	0.9013	323.13	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 5.882  
Chi-sq(5) P-val = 0.3179

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 12: Modelo 4

Variable	Shea Partial R2	Partial R2	F( 8, 230)	P-value
direcindep	0.6179	0.7131	157.79	0.0000
accdirec	0.8175	0.9146	447.89	0.0000
auditoria	0.6598	0.7201	34.54	0.0000
directorio	0.8549	0.8991	366.04	0.0000

Hansen J statistic (overidentification test of all instruments): 6.679  
Chi-sq(4) P-val = 0.1538

Fuente: Elaboración propia.

