

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DEL PERU**

**ESCUELA DE POSGRADO**



**Impacto de las Buenas Prácticas del Gobierno Corporativo en la  
Generación de Valor Financiero de las Empresas del Sector Retail de las  
Bolsas de Valores de Brasil, Chile, Colombia y México**

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

**Alejandro Barbachan Callirgos**

**Juan José Flores De los Santos**

**Oscar Hugo Merlin Salicio Moreno**

**Edwin Lindemberg Zamora Rodríguez**

**Asesor: Jesús Manuel Chu Rubio**

**Surco, marzo 2017**

## **Agradecimientos**

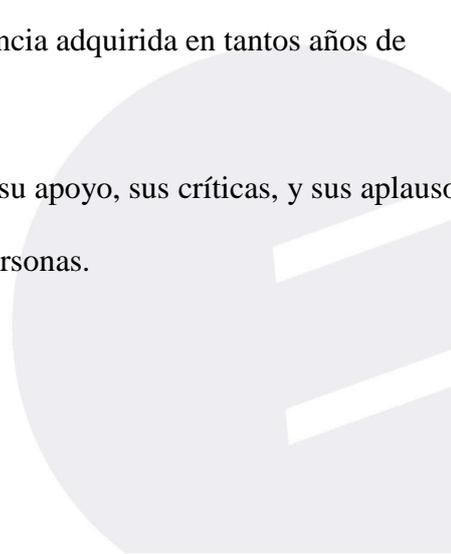
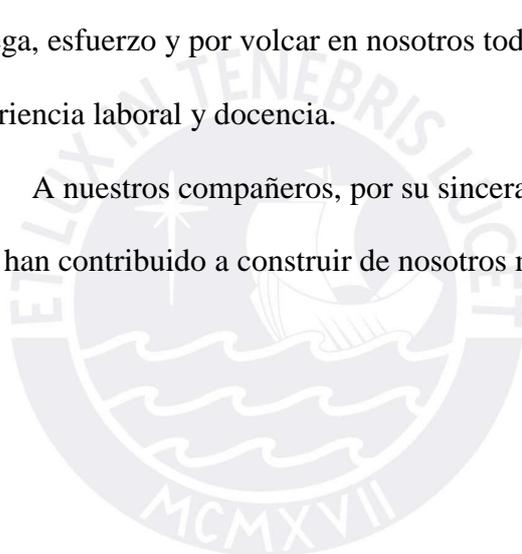
A Dios, por otorgarnos la voluntad y sabiduría, pues hemos afrontado con éxito este nuevo reto profesional, alcanzado nuevos conocimientos, y la oportunidad de pertenecer a esta prestigiosa casa de estudios.

A nuestros padres, por su incansable apoyo, sus sabios consejos, brindándonos una educación en valores tanto espirituales como en el ámbito profesional.

A nuestro asesor de tesis Manuel Chu Rubio, quien además de ser un profesor destacado en CENTRUM nos brindó toda su experiencia académica, su tiempo y la dedicación infatigable hasta la culminación de nuestra tesis.

A todos nuestros profesores del MBA Gerencial Internacional 89 y EADA, por su entrega, esfuerzo y por volcar en nosotros toda su sapiencia adquirida en tantos años de experiencia laboral y docencia.

A nuestros compañeros, por su sincera amistad, su apoyo, sus críticas, y sus aplausos, pues han contribuido a construir de nosotros mejores personas.



## **Dedicatorias**

A mi familia, mi madre Carmelita, mi padre Alejandro y mis hermanas Catherine y la pequeña Olenka, quienes han tenido la paciencia y la voluntad diaria de apoyarme sin pedir algo a cambio demostrando en los momentos de duda y desazón la importancia de su invaluable apoyo.

Alejandro Barbachan Callirgos

A mis padres Omar y Olga por su infatigable afán de conducirme a un mejor destino. A mi esposa Paola por su enorme comprensión de tantas largas horas invertidas en mis libros y ensayos. A mis hermanos por estar pendientes de mí. A mis amigos por su valioso apoyo.

Juan Flores de los Santos

A mi madre Aurelia y a mi padre Máximo, por haberme inculcado valores y tener la oportunidad de tener una buena educación, y a mi enamorada Linda y su hija Bella, por todo el apoyo brindado, por aguantarme siempre y buscando la manera de darme consejos de optimismo, esperanza y por ser una excelente amiga, impulsándome a seguir siempre adelante.

Oscar Salicio Moreno

A mi madre Carmen y a mi padre Jorge, con su apoyo incondicional fueron la base para la construcción de mi vida profesional, lo que significa mucho para mí. A mi esposa e hija, por el amor y ser la inspiración que me impulsa a seguir adelante, además por ser la inspiración en cada momento de mi vida. A mis compañeros que fueron parte fundamental para completar mi aprendizaje.

Edwin Lindemberg Zamora Rodríguez

## Resumen Ejecutivo

El factor consumo a través de las ventas del sector retail nunca se detiene, pero actualmente enfrenta unos de los momentos más críticos, debido a las condiciones de los mercados, el ambiente del consumidor y los constantes cambios tecnológicos; en medio de estas condiciones, las empresas del sector retail buscan “distinguirse” entre los demás y asegurarse de ser innovadores, pues la competencia es cada vez más grande. Ante esto, el presente trabajo se propone utilizar el modelo de gobierno corporativo para valorar empresas, proyectando y condicionando escenarios del cumplimiento o no del modelo y los resultados sobre la performance económica y empresarial.

Para lograrlo, la investigación utilizada será de forma descriptiva y tiene como parámetros, la información de las empresas del sector retail de mayor cotización bursátil en Brasil, Colombia, Chile y México, durante el periodo 2011-2015. Los resultados ponen de manifiesto que el cumplimiento de las prácticas del buen gobierno corporativo, no garantizan la generación de valor financiero; sumado a esto, en el periodo de análisis no se aprecia cambios importantes en el número de integrantes de los comités directivos y la muestra (cantidad de empresas) analizada no es representativa.

## Abstract

The consumption factor through the sales of the retail sector never stops, but currently faces one of the most critical moments, due to the conditions of the markets, the consumer environment and the constant technological changes, in the midst of these conditions, the companies in the retail sector seek to distinguish themselves from each other and to ensure that they are innovative, as competition is increasingly big. In the face of this, the present research aims to use the corporate governance model to value companies projecting and considering viable scenes or not of the model and the results on the economic and business performance.

To achieve this, the nature of the research used a descriptive model, as parameters uses the companies with the highest stock market prices in Brazil, Colombia, Chile and Mexico, during the period 2011 until 2015. As a result of the investigation, show that compliance with good corporate governance practices does not guarantee a good financial analysis. In addition, the analysis period used is very brief and does not record any major changes in the management committees and the sample or number of companies analyzed is not significant.

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas .....</b>	<b>v</b>
<b>Lista de Figuras.....</b>	<b>viii</b>
<b>Capítulo I: Introducción .....</b>	<b>1</b>
1.1 Antecedentes .....	1
1.2 Problema de Investigación .....	9
1.3 Preguntas de Investigación.....	10
1.3.1 Pregunta principal .....	10
1.3.2 Preguntas secundarias .....	10
1.4 Propósito de la Investigación .....	10
1.4.1 Objetivo principal .....	10
1.4.2 Objetivos secundarios .....	10
1.5 Significancia o Justificación de la Investigación .....	11
1.6 Naturaleza del Estudio .....	12
1.7 Marco Conceptual/Marco teórico .....	12
1.7.1 Gobierno corporativo .....	12
1.7.2 Generación de valor .....	13
1.7.3 Directorio .....	17
1.7.4 Gobierno corporativo en Perú .....	19
1.7.5 Importancia del gobierno corporativo.....	20
1.7.6 Indicadores de valor financiero.....	21
1.7.7 Indicadores de gobierno corporativo.....	28
1.7.8 Factores Humanos.....	30
1.8 Supuestos .....	36
1.9 Viabilidad y Limitaciones .....	37

1.10 Delimitaciones.....	38
1.11 Resumen.....	39
<b>Capítulo II: Revisión de la Literatura .....</b>	<b>40</b>
2.1 La Revisión de los Estudios Relacionados con el Problema de Investigación y el Fenómeno Bajo Estudio .....	40
2.2 La Revisión de Literatura de Gobierno Corporativo.....	40
2.3 La Revisión de Literatura Financiera.....	50
2.4 Resumen.....	53
<b>Capítulo III: Metodología .....</b>	<b>55</b>
3.1 Introducción .....	55
3.2 Diseño de la Investigación .....	56
3.3 Preguntas de Investigación.....	58
3.4 Participantes de la Investigación.....	58
3.5 Población.....	59
3.6 Localización Geográfica .....	59
3.7 Metodología para Recolección de Datos.....	60
3.8 Recolección de Datos.....	60
3.9 Análisis de Datos .....	61
3.10 Validez y Fiabilidad .....	64
3.11 Resumen.....	64
<b>Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados.....</b>	<b>66</b>
4.1 Introducción .....	66
4.2 Resultados .....	68
4.2.1 Empresa Lojas América.....	68
4.2.2 Empresa Lojas Renner .....	71

4.2.3 Empresa P. Acucar .....	74
4.2.4 Empresa Éxito .....	77
4.2.5 Empresa Falabella .....	80
4.2.6 Empresa Chedraui .....	84
4.2.7 Empresa Elektra .....	86
4.2.8 Empresa Fomento Económico Mexicano - Femsa .....	89
4.2.9 Empresa Puerto Liverpool .....	92
4.2.10 Empresa Corporación Soriana .....	95
4.2.11 Resultado Global .....	99
4.3 Resumen.....	113
<b>Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones.....</b>	<b>117</b>
5.1 Conclusiones .....	117
5.2 Contribuciones Teóricas.....	118
5.3 Contribuciones Prácticas .....	119
5.4 Implicancias .....	119
5.5 Recomendaciones.....	119
5.6 Limitaciones y Sugerencias para Futuras Investigaciones.....	120
<b>Referencias.....</b>	<b>121</b>
<b>Apéndice A: Principios y Parámetros de Evaluación de Buenas Prácticas de</b>	
<b>    Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima.....</b>	<b>134</b>

## Lista de Tablas

Tabla 1. <i>Codificación de Variables Financieras y de Buen Gobierno Corporativo</i> .....	61
Tabla 2. <i>Consideraciones y Puntaje para Coeficiente de Determinación <math>r^2</math></i> .....	62
Tabla 3. <i>Tabla de Criterios y Puntaje</i> .....	62
Tabla 4. <i>Resumen de Principios y Puntajes para el Cálculo del IBGC</i> .....	63
Tabla 5. <i>Resumen de Indicadores Financieros y de IBGC de Empresas Seleccionadas</i> ....	67
Tabla 6. <i>Indicadores Financieros y Gobierno Corporativo Empresa Lojas Americanas</i> ..	68
Tabla 7. <i>Indicadores Financieros y Gobierno Corporativo Empresa Lojas Renner</i> .....	71
Tabla 8. <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa P. Acucar</i> .	75
Tabla 9. <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Éxito</i> .....	78
Tabla 10. <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Falabella</i> .....	81
Tabla 11. <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Chedraui</i> .....	84
Tabla 12. <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Grupo Elektra</i> .....	87
Tabla 13. <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Femsas</i> .	90
Tabla 14. <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Puerto Liverpool</i> .....	93
Tabla 15. <i>Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Corporación Soriana</i> .....	96
Tabla 16. <i>Indicador Financiero ROE de Empresas Seleccionadas del Sector Retail</i> .	99
Tabla 17. <i>Indicador Financiero ROIC de Empresas Seleccionadas del Sector Retail</i> .	99
Tabla 18. <i>Indicador Financiero EVA de Empresas Seleccionadas del Sector Retail</i> .	100

Tabla 19. <i>Indicador Financiero Índice de Lucratividad (IL) de Empresas</i> <i>Seleccionadas.</i> .....	100
Tabla 20. <i>Coefficiente de Determinación <math>r^2</math> entre Índice de Buen Gobierno</i> <i>Corporativo y las Variables Financieras de Estudio</i> .....	101
Tabla 21. <i>Tabla de Coeficiente de Determinación <math>r^2</math> entre Índice De Lucratividad y</i> <i>las Variables Financieras de Estudio</i> .....	102
Tabla 22. <i>Puntuación de las Variables Financieras de Estudio con Respecto al Nivel</i> <i>de Relación con el Índice de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas</i> <i>Seleccionadas del Sector Retail de Brasil, Chile, Colombia y México.</i> .....	104
Tabla 23. <i>Puntuación de las Variables Financieras de Estudio con Respecto al Nivel</i> <i>de Relación con el Índice de Lucratividad de las Empresas Seleccionadas</i> <i>del Sector Retail.</i> .....	104
Tabla 24. <i>Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail Año</i> <i>2011</i> .....	105
Tabla 25. <i>Tabla de Puntuación de las Variables Financieras de Estudio para el Año</i> <i>2011</i> .....	106
Tabla 26. <i>Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail.</i> .....	106
Tabla 27. <i>Puntuación de las Variables Financieras de Estudio Año 2012</i> .....	107
Tabla 28. <i>Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail Año</i> <i>2013</i> .....	107
Tabla 29. <i>Puntuación de las Variables Financieras de Estudio Año 2013</i> .....	108
Tabla 30. <i>Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail Año</i> <i>2014</i> .....	109
Tabla 31. <i>Puntuación de las Variables Financieras de Estudio Año 2014</i> .....	109

Tabla 32. <i>Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail Año 2015</i> .....	110
Tabla 33. <i>Puntuación de las Variables Financieras de Estudio Año 2015</i> .....	111
Tabla 34. <i>Puntuación de las Variables Financieras y Valor Promedio del Índice de Bueno Gobierno Corporativo</i> .....	112
Tabla 35. <i>Tabla Resumen</i> .....	115



## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Mapa de literatura sobre los estudios realizados del valor financiero en el marco del gobierno corporativo .....	41
<i>Figura 2.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Lojas Americanas. ....	70
<i>Figura 3.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, índice de lucratividad (IL) de la empresa Lojas Americanas. ....	70
<i>Figura 4.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Lojas Renner. ....	73
<i>Figura 5.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, índice de lucratividad (IL) de la Empresa Lojas Renner. ....	73
<i>Figura 6.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Roe, Roic y Wacc de la empresa P. Acucar.....	76
<i>Figura 7.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, índice de lucratividad (IL) de la empresa P. Acucar. ....	76
<i>Figura 8.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Éxito.....	79
<i>Figura 9.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, índice de lucratividad (IL) de la empresa Éxito.....	80
<i>Figura 10.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Falabella.....	82
<i>Figura 11.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, índice de lucratividad (IL) de la empresa Falabella.....	83
<i>Figura 12.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Chedraui. ....	85

<i>Figura 13.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) de la Empresa Chedraui.....	85
<i>Figura 14.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Elektra.....	88
<i>Figura 15.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, índice de Lucratividad (IL) de la empresa Elektra. ....	88
<i>Figura 16.</i> Gráfico Tendencia de Valores de Indicadores Financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Femsa. Elaboración propia. ....	90
<i>Figura 17.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Femsa. ....	91
<i>Figura 18.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Puerto Liverpool. ....	94
<i>Figura 19.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) de la Empresa Puerto Liverpool.....	95
<i>Figura 20.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Soriana. ....	97
<i>Figura 21.</i> Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, índice de lucratividad (IL) de la empresa Soriana. ....	98

## Capítulo I: Introducción

### 1.1 Antecedentes

Las buenas prácticas de gobierno corporativo se han convertido en un tema de gran interés en las organizaciones en el mundo entero, sobre todo en los últimos años. América Latina no ha estado ajena a esta corriente, lo cual se ha visto reflejado en el esfuerzo por la difusión de conocimientos, la generación de capacidades en las instituciones, así como el desarrollo de foros de discusión; por parte de organizaciones como el Foro Global de Gobierno Corporativo [GCGF], la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] y la Corporación Financiera Internacional [IFC]. De otro lado, algunas organizaciones del ámbito privado han sido conscientes de esta evolución y la han adoptado; implementando las prácticas de buen gobierno corporativo, cosechando beneficios en sus operaciones, reputación, sostenibilidad, sustentabilidad y economía. El gobierno corporativo se ha convertido en una herramienta de suma importancia integrador de las expectativas de los interesados en las actividades de la empresa, potenciando su crecimiento y generando confianza para invertir en ella (Global Corporate Governance Forum [GCGF], 2011).

Aunque el gobierno corporativo es un tema relevante en las juntas directivas hoy en día es un campo de estudio relativamente nuevo. Sus orígenes pueden ser trazadas hasta el trabajo seminal y fue definido por Berle y Means en los años 1930s, sin embargo, el gobierno corporativo, tal como lo conocemos en la actualidad, surgió en los años 1970s (Subramanian, 2015). Su evolución lo ha constituido en una respuesta dada por el Estado, la academia y los mercados a los retos que han traído consigo los problemas derivados de las fallas inherentes al esquema de agencia y la economía de los costos de transacción, también puede considerarse como el resultado de un nuevo modelo de gestión que busca la creación de valor (Barbosa, Piñeros & Noguera, 2013).

En la actualidad, las buenas prácticas de gobierno corporativo contemplan aspectos relacionados a la composición de las juntas directivas de las empresas, como un factor que tiene una cierta relación con la performance de las empresas, en este sentido Barnhart , Marr, y Rosenstein (1994) afirmaron estar tentados a concluir que la composición de la junta directiva y el performance general de la empresa están relacionados, conforme a que los resultados de los modelos de dichos estudios eran sensibles a los cambios mínimos de los instrumentos utilizados en las regresiones, de la primera etapa del estudio de Barnhart et al. (1994).

En el estudio de Barnhart et al. (1994), la muestra de estudio fue tomada del índice Standard & Poor de 500 empresas reconocidas (S&P 500) en 1990, de las cuales solo se eligieron 369 para la muestra final. Los datos de los estados financieros se obtuvieron de los sistemas de la base datos de Compustat de 1992. Por otro lado, los datos del gobierno corporativo, tales como la composición del directorio y la propiedad gerencial se obtuvieron de una base de datos proporcionada por la firma Institutional Shareholder Services Inc. (ISS). Las conclusiones alcanzadas en este estudio indicaron que existe poca evidencia para afirmar que la composición del directorio es importante para la calidad del desempeño global de la empresa. Asimismo, se determinó en este estudio, después de controlar la propiedad gerencial de acciones, el porcentaje de los directores externos independientes tenía relación con el desempeño global de la empresa. Además, el estudio aclaró el hecho de que la composición del directorio y la propiedad gerencial pueden ser endógenas para el desempeño de la empresa al utilizar la técnica de regresión de la variable instrumental (VI) en comparación con el método mínimos cuadrados ordinarios (OLS). Con el método mínimos cuadrados ordinarios (OLS), tanto la composición del directorio y la propiedad gerencial estuvieron relacionadas significativamente con el desempeño global de la empresa y la relación fue curvilínea para ambas medidas de gobierno. Con el método de la variable instrumental (VI)

se produjo una diferencia significativa entre el estudio de Barnhart et al. (1994) y otros estudios, demostrando que los resultados de los modelos de dichos estudios eran sensibles a los cambios mínimos en los instrumentos utilizados en las regresiones de la primera etapa del estudio de Barnhart et al. (1994). Por otro lado, la propiedad gerencial no guarda relación con el desempeño de las empresas. Más bien existe una relación curvilínea estadísticamente significativa entre la composición del directorio y el desempeño general. No obstante, los resultados no se mostraron del todo coherentes para caer en generalidades.

Baysinger y Butler (1985) afirmaron la existencia de una relación causal de los cambios en la composición de la junta directiva con el directorio contable, sin controlar la propiedad, durante un periodo de diez años. Para Hermalin y Weisbach (1992), y Demsetz y Lehn (1985) sostuvieron que no están de acuerdo que la composición afecte al rendimiento, solo el incremento de propiedad del directorio y la estructura se ajusta a otros factores que contribuyen con el rendimiento, maximizando su valor. Dado que, por ejemplo, Adams y Mehran (2008) concluyeron en su estudio sobre el sector de la banca que parece no haber tal relación entre la performance de la empresa y la composición y tamaño de la junta directiva, con lo cual el sector económico sería un factor determinante en la relación. Asimismo, Morck, Shleifer y Vishny (1988), y Kole (1992) sostuvieron que el aumento de la propiedad es la recompensa por el buen desempeño de la empresa.

Estudios adicionales ponen en evidencia que existirían mecanismos de gobierno corporativo subyacentes que tienen un impacto sobre la creación de valor, al respecto San Martín (2012) analizó la relación de tales mecanismos internos de gobierno de la empresa; como son la concentración de propiedad, el consejo de administración y la deuda; sobre la creación de valor, y si estos mecanismos se encuentran condicionados por el entorno institucional. Basados en una muestra de 765 empresas pertenecientes a siete países de la Unión Europea, durante un periodo de cuatro años (2000-2003), se encontró evidencia que la

creación de valor tiende a aumentar a medida que se concentran mayor cantidad de propiedades, se observó un incremento de la protección legal que poseen los inversores y disminuyen los niveles de endeudamiento, así como el tamaño del consejo de administración.

Asimismo, el estudio desarrollado por Pucheta-Martínez (2015) evidenció, sobre la base de los resultados de su trabajo que tanto la actividad y un determinado tamaño del Consejo de Administración contribuyen a crear valor en la empresa. Concretamente, sus conclusiones revelaron que el número de reuniones, en donde participa el Consejo de Administración se relaciona de manera positiva con la creación de valor.

Chung, Elder y Kim (2008) sostuvieron con una acertada utilización de los atributos del gobierno corporativo da como resultado un gobierno eficiente, que conduce a una mayor liquidez en el mercado de valores y a la vez menor impacto en el precio de los comerciantes. La investigación sugiere que las empresas con mala estructura de gobierno corporativo tienen valores bajos en el mercado, debido a que los derechos de los accionistas están mal protegidos y resultan menores flujos de efectivo. Asimismo, los gerentes consultan a los directivos sobre decisiones estratégicas, a pesar de no ser parte del grupo empresarial, los accionistas dominantes toman la responsabilidad de ejercer cierta coordinación con los gerentes. Asimismo, el estudio desarrollado por Cabolis (2004) analizó el impacto de los cambios en el gobierno corporativo y la competencia de las empresas objetivo generado por las fusiones transfronterizas.

En relación a los trabajos citados en los párrafos anteriores, cabe aclarar que se ha tratado de forma indistinta términos como “economía”, “creación de valor”, “desempeño de la empresa”, “rendimiento”, “maximización de valor”, “creación de valor”, “mayor liquidez”, “flujos de efectivo”, etc. Todo ello con el fin de describir los potenciales efectos positivos encontrados del Gobierno Corporativo en la creación de valor. Sin embargo, no todos los términos mencionados anteriormente, significan creación de valor; en este sentido

Damodaran (citado en Chu, 2012) señaló los tres componentes que tiene el valor de una empresa: (a) capacidad para generar flujos de efectivo a partir de sus activos; (b) capacidad de tomar decisiones de inversión que garanticen el crecimiento futuro; y (c) capacidad para encontrar fuentes de financiamiento de bajo costo; bajo esta estructura de valor, entonces el Gobierno Corporativo debe tener un efecto en las tres capacidades antes mencionadas. En este punto conviene describir el valor generado a partir de las mediciones que de él sean susceptibles hacer; esto nos lleva a otro problema en relación a cómo medir el valor generado, del cual se trata en el siguiente párrafo.

Desde finales del siglo pasado, se ha dado origen a una nueva tendencia que ha surgido como un nuevo tipo de gerencia centrada en la creación de valor para los accionistas y el respecto de los derechos de quienes pueden verse afectados por las actividades de la empresa, denominados Stakeholders (Chu, 2012). Bajo este enfoque, desde el punto de vista financiero, el objetivo de los accionistas es la generación de valor de forma continua en el tiempo, para que esto sea posible son necesarios activos que generen flujos de caja a través del tiempo los cuales deben ser descontados a una tasa mínima de retorno que representa el costo de oportunidad de los accionistas (Chu, 2012). En este punto se hace necesario conceptualizar la medición de la generación de valor, la cual vienen siendo utilizada en la academia y las finanzas desde hace muchos años, bajo conceptos tales como flujo de caja descontado, utilidad económica, etc. (Chu, 2012).

A lo largo de los años, dos corrientes han venido compitiendo entre sí como modelos para la medición de la creación de valor: (a) la aplicación de las técnicas del presupuesto del capital invertido, que toma como base la noción del descuento del flujo de caja, y (b) la medición del desempeño de las empresas a través de indicadores contables sustentados en las utilidades contables. Sin embargo estos modelos resultan inconsistentes entre sí, fundamentalmente porque el modelo del flujo de caja descontado toma en consideración las

expectativas futuras del accionista, en relación a la generación de flujos de caja, así como el costo de oportunidad del financiamiento; a diferencia del modelo contable que se basa en los valores en libros, sin embargo el hecho utilizar la información contable para medir el desempeño de una empresas, no es un problema del sistema contable en sí, tampoco lo es la forma como dicha información es elaborada, sino el uso que se le pretende dar a esa información (Chu, 2012).

En este sentido, Fernández (citado en Chu, 2012), afirmó que existe en el ámbito académico un gran número de metodologías que, aun siendo conceptualmente incorrectas, se utilizan para medir la creación de valor en los negocios. En este contexto Chu (2012) propuso que una manera de diferenciar entre las metodologías utilizadas para medir la creación de valor es verificar si son consistentes con el comportamiento del valor de las acciones y la rentabilidad de las mismas.

La creación de valor se ha convertido en un tema importante en las finanzas, a tal punto, que se han desarrollado una gran cantidad de indicadores financieros para medirlo. Esto ha generado una confusa serie de índices tales como EVA, ROE, ROA, WACC, etc., y a su vez, se van a ir reduciendo estos índices a unos pocos, los cuales mejoren, reflejen y direccionen los recientes desarrollos en flujos de efectivo. La profusión actual de los indicadores tiene sus ventajas, ya que normalmente se espera sólo el más fiable para continuar. Sin embargo, en la práctica, algunas empresas no utilizan adecuadamente los indicadores, por la falta de directrices y normas claras. Los índices adecuados para elegir a los indicadores, que mejor se adecuen a los intereses en un momento dado, incluso si esto implica la laboriosa tarea de cambiar indicadores sobre una base rutinaria (Quiry, Dallochio, Le Fur, & Salvi, 2005). Tales indicadores han evolucionado desde aquellos destinados a la medición de la ganancia tales como Ganancia Neta, Ganancia/Perdida Operativa EBIT, EBITDA, Flujo de Caja Operacional, Ganancia por Acción, etc. Para luego orientarse a la

medición de la rentabilidad, aquí se encuentran indicadores tales como Retorno sobre el Patrimonio (ROE), Retorno sobre el Capital Empleado (ROCE), etc. En la última etapa los indicadores se han orientado a la medición del valor creado, desarrollándose indicadores tales como el Promedio Ponderado del Costo del Capital (WACC), Valor Económico Agregado (EVA), Valor Presente Neto (NPV), Valor de Mercado Agregado (MVA), Retorno Total del Accionista (TSR), etc. (Quiry et al., 2005).

El análisis previo ha planteado interrogantes, en relación al gobierno corporativo, la generación de valor, y las posibles correlaciones que se presentan entre estas variables en el contexto empresarial; por lo cual se tiene la tentación de sostener que las buenas prácticas de gobierno corporativo, llevan indefectiblemente a la generación de valor; no obstante se está lejos de poder afirmar algo tan contundente sobre dicho asunto; fundamentalmente, debido a que no todas las empresas que han adoptado las buenas prácticas de gobierno corporativo, han generado valor y a la vez se presenta otro escenario que muestra la existencia de empresas que no practicando el gobierno corporativo, y han obtenido capacidad de generar valor financiero y crecimiento en las empresas. Esto lleva a reflexionar en la existencia de otro factor o factores, que generan influencia en las operaciones de las empresas, las cuales determinan el desarrollo o crecimiento de estas. Este factor, de orden humano, y que se ve reflejado en la toma de decisiones en las empresas fundamentalmente en la gestión financiera, reconociéndose aquí como problemas, el de agencia, la moral y la ética en las decisiones; y las buenas decisiones financieras de la alta dirección.

En relación al problema de agencia, este ha sido inicialmente observado en el campo de las finanzas y el gobierno corporativo con el fin de analizar, esclarecer y explicar la forma en que se vinculan los dueños de las empresas (principal) y los gerentes generales (agentes) en las organizaciones; donde los comportamientos oportunistas proclives a maximizar las funciones de utilidad de cada parte, constituyen elementos esenciales de este problema

(Ganga, Quiroz, & Maluk, 2015); vale decir que los gerentes tienden a priorizar las decisiones que maximicen sus beneficios. En relación a la moral en las decisiones, en el mundo de los negocios es cada vez más frecuente encontrar casos de corrupción empresarial, fenómeno que ha llevado a su fin a múltiples organizaciones y que principalmente es ocasionado, por la búsqueda de beneficio personal, pues son las personas responsables de tomar decisiones trascendentales dentro de las organizaciones. Así, ante tal búsqueda de beneficio personal, podría pensarse que es algo inherente al ser humano y que entre más poder obtiene una persona, esta tiende a actuar en provecho propio sin procurar primero el bienestar de los accionistas (Muñoz, 2010).

En cuanto a las buenas decisiones financieras, Damodaran (citado en Chu, 2012), señaló las tres capacidades que debe tener una empresa para generar valor, lo cual corresponde a las capacidades de sus gerentes: (a) capacidad para generar flujos de efectivo a partir de sus activos; (b) capacidad de tomar decisiones de inversión que garanticen el crecimiento futuro; y (c) capacidad para encontrar fuentes de financiamiento de bajo costo; la falta de tales capacidades en los gerentes puede llevar al fracaso de la organización.

En resumen, los estudios precedentes citados en los párrafos anteriores, se han enfocado prioritariamente a la búsqueda de posibles correlaciones entre los mecanismos del gobierno corporativo y la creación de valor; en el caso de los mecanismos del gobierno corporativo estos se traducen o pueden ser observados a través de las prácticas sistemáticas, efectivamente llevadas a cabo por las empresas en su operación; vale decir que se miden a través de los indicadores de gobierno corporativo. De otro lado el valor generado se ve reflejado en el caso de las empresas que cotizan en Bolsa, en el valor de mercado de la acción y a través de un conjunto significativo de índices financieros. Sin embargo, el entendimiento de cómo es que el gobierno corporativo aporta en la generación de valor en sí mismo tiene aún mucho por develar, en particular en las empresas del sector retail; razón por la cual

resulta importante describir si dichas empresas están sujetas a los mismos mecanismos y efectos observados en otros sectores económicos. De otro lado, el problema adquiere una complejidad mayor al tener en cuenta el factor humano; que puede tener consecuencias de orden positivo o negativa; en el desempeño de la organización independientemente de si se practica o no se práctica el buen gobierno corporativo.

## **1.2 Problema de Investigación**

Si bien existen estudios que presentan evidencias de la existencia de una relación positiva entre el gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas, esta evidencia resulta insuficiente; más aún cuando tales estudios han sido realizados en Europa y EE.UU.; en este sentido los estudios realizados al respecto en América Latina, son escasos o inexistentes, toda vez que los mecanismos acción del gobierno corporativo han resultado más recientes en las empresas de esta parte del planeta.

Asimismo, siempre existirá la problemática de entender cómo y cuál es el gobierno corporativo que genera valor en la sociedad o grupos de sociedades, sin embargo, su búsqueda hace que se enriquezca cada vez más este modelo y traiga consigo eficiencias tanto al sector privado, al sector público y al mismo Estado (Conde, 2009). Bajo la premisa anterior, conviene profundizar en la descripción del valor financiero generado tomando como referencia un conjunto de indicadores financieros; presentando a su vez los correspondientes indicadores de gobierno corporativo para facilitar un análisis conjunto de los datos registrados en el periodo de tiempo comprendido entre 2011 y 2015.

En este sentido, el propósito es mejorar el conocimiento del impacto de las buenas prácticas del gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas del sector retail de las bolsas de valores de Brasil, Chile, Colombia y México. Para ello deben de estudiarse la forma en que se mide el valor financiero, las buenas prácticas de gobierno corporativo y el propio valor financiero generado en estas circunstancias.

### **1.3 Preguntas de Investigación**

Las siguientes preguntas de investigación fueron usadas para describir el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo y la generación de Valor Financiero.

#### **1.3.1 Pregunta principal**

¿Existe relación entre las buenas prácticas del gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas del sector retail de Brasil, Chile, Colombia y México en el periodo 2011 al 2015?

#### **1.3.2 Preguntas secundarias**

Las preguntas secundarias de la investigación son las siguientes:

- (a) ¿Cuáles son las empresas del sector retail de las bolsas de valores de Brasil, Chile, Colombia y México que cumplen con las buenas prácticas de gobierno corporativo en el periodo 2011 al 2015?
- (b) ¿Cuáles son las empresas del sector retail de las bolsas de valores de Brasil, Chile, Colombia y México que generaron valor financiero durante el periodo 2011 al 2015?

### **1.4 Propósito de la Investigación**

#### **1.4.1 Objetivo principal**

Estudiar el impacto de las buenas prácticas del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas del sector retail de las bolsas de valores de Brasil, Chile, Colombia y México en el periodo 2011 al 2015

#### **1.4.2 Objetivos secundarios**

Los objetivos secundarios de la investigación son los siguientes:

1. Identificar cuáles son las empresas que practican el buen gobierno corporativo del sector retail de las bolsas de valores de Brasil, Chile, Colombia y México en el periodo 2011 al 2015

2. A través de los indicadores financieros relevantes determinar la generación de valor financiero en las empresas del sector retail de las bolsas de valores de Brasil, Chile, Colombia y México durante el periodo 2011 al 2015.

### **1.5 Significancia o Justificación de la Investigación**

El gobierno corporativo se ha erigido como un nuevo modelo de gestión que busca la creación de valor (Barbosa, Piñeros & Noguera, 2013). Al mismo tiempo produce un impacto favorable en el desarrollo económico del país y el bienestar de la sociedad (Velásquez, 2009). En este sentido, resulta importante describir el valor financiero en el marco de las buenas prácticas de gobierno corporativo, en particular de las bolsas de valores de América Latina en el período 2011-2015. Por un lado, las buenas prácticas del gobierno corporativo pueden estudiarse a través de indicadores tales como número de los directores, porcentaje de los directores que no son gerentes, porcentaje de los directores desempeñando el mismo rol en diferentes empresas, porcentaje directores y son mujeres, y porcentaje directores externos e independientes. De otro lado, el valor financiero generado, puede estudiarse a través de indicadores financieros (ROE, ROIC, WACC, EVA) y el valor de la acción.

Por otra parte, desde el punto de vista académico, la investigación contribuirá a contrastar las conclusiones de otros estudios realizados en Brasil, Chile, Colombia y México. Asimismo, el presente estudio tiene una relevancia social dado el impacto favorable del gobierno corporativo en el desarrollo económico del país y el bienestar de la sociedad, por tanto, es conveniente conocer de cuáles de sus prácticas afectan el valor generado; puesto que dicho valor tiene una repercusión social.

Finalmente, el trabajo contribuye con el estudio de las buenas prácticas de gobierno corporativo en cada una de las empresas. Las buenas prácticas de gobierno corporativo, han sido diseñadas para desarrollar el valor financiero en cada una de las empresas, optimizando

la gestión; fomentando la confianza entre los accionistas e inversores; y mejorando el vínculo entre los trabajadores y directivos.

## **1.6 Naturaleza del Estudio**

El modelo de investigación utilizado será de forma descriptiva, debido a que se considera una serie de criterios, con el fin de analizar cómo se manifiesta el fenómeno estudiado y sus componentes. En cuanto al diseño de la investigación esta es no experimental, dado que no se pretende manipular las variables de estudio, sino más bien observarlos tal cual han sucedido a lo largo de un periodo de tiempo determinado. En este sentido el estudio es transeccional, por lo que se examinaron las variables en un único momento dentro de un periodo de tiempo dado.

## **1.7 Marco Conceptual/Marco teórico**

### **1.7.1 Gobierno corporativo**

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE] (1999) y Gitman (2007) referenciaron al término "Gobierno Corporativo como los procedimientos para tomar decisiones en asuntos como el trato equitativo de los accionistas, el manejo de los conflictos de interés, la estructura de capital, los esquemas de remuneración e incentivos de la administración, las adquisiciones de control, la revelación de información, la influencia de inversionistas institucionales, y asignando recursos de forma eficiente para las actividades presentes y futuras (Salas, 1999).

Los autores Hart (1995), Shleifer y Vishny (1997), y Zingales (1998) realizaron estudios económicos y jurídicos sobre el gobierno de la empresa, los cuales se refieren al control de los activos y su derecho a cómo deben ser usados, diseñando controles y comparaciones sobre la capacidad directiva en seguir sus propios intereses, garantizando el rendimiento de las inversiones.

Según Lodi (2000), definió el gobierno corporativo como un sistema, que busca asegurar a los socios-propietarios el control y gobierno de las estrategias de la empresa por parte de los directores.

De otro lado, Eguidazu (1999) sostuvo que el gobierno de la empresa es un proceso de la dirección o gestión de manera interna, como el consejo o la junta de accionistas o externa como el mercado de capitales, para alinear los intereses de los accionistas.

### **1.7.2 Generación de valor**

Una empresa será capaz de crear valor durante un período determinado si el rendimiento del capital empleado (después de impuestos) que genera es superior al coste del capital (es decir, equity y la deuda neta) que ha recaudado para financiar el capital empleado (Quiry et al., 2005). Asimismo, Damodaran (citado en Chu, 2012), definió el valor de una empresa como el valor presente de los flujos de caja esperados, descontados a una tasa que represente el riesgo de los proyectos de la empresa y el costo de la estructura de financiamiento que se utilizó. Los académicos no han alcanzado un consenso en relación a la definición de valor creado, no obstante, los indicadores que se han definido para representar el valor creado, pueden clasificarse en tres categorías descritas por Quiry et al. (2005) que se presentan a continuación.

En primer lugar, está la información contable. Hasta mediados de la década de 1980, las empresas comunicaban principalmente sus ganancias/pérdidas netas o ganancias por acción (EPS). El creciente énfasis en la utilidad de operación o EBITDA representa una mejora porque se reduce considerablemente el impacto de los elementos extraordinarios o gastos en efectivo (Quiry et al., 2005).

La información contable de segunda generación apareció cuando los inversores comenzaron a razonar en términos de rentabilidad; es decir, el retorno del patrimonio utilizado. Esta relación se denomina retorno sobre el patrimonio o ROE.

Sin embargo, es posible aprovechar este valor, así, ya que una empresa puede aumentar su ROE elevando su nivel de deuda con habilidad. A pesar de que el ROE puede tener un aspecto más atractivo, el valor no es real, dado que ha sido creado desde el aumento de la rentabilidad que se cancela por un mayor riesgo que no se refleja en los datos contables. Puesto que el indicador de rendimiento sobre el capital invertido (ROCE) evita este sesgo, ha tendido a convertirse en la principal medida de los resultados económicos. Sólo en algunos sectores de la actividad es que carece de sentido utilizar ROCE (como en la banca o seguro). En esas industrias, rendimiento sobre el capital sigue siendo ampliamente utilizado. Mientras el valor presente neto (VAN) y otros indicadores económicos representan valiosas herramientas para análisis estratégico y una buena base para estimar el valor de mercado de empresas, que se basan en proyecciones que con frecuencia son difíciles de evaluar. Por desgracia, el flujo de caja para un solo año, es fácil de manipular e incoherente. De hecho, no es intuitivamente interpretable. Al mismo tiempo, sabemos que los principales impulsores de los flujos de caja son el crecimiento de los ingresos y el rendimiento del capital invertido. Al centrar la atención en el rendimiento del capital invertido, hay una comprensión intuitiva de la forma en que la compañía se está desempeñando. Es entonces más fácil de evaluar el crecimiento de la empresa tanto en el tiempo como en relación con su industria (Quiry et al., 2005).

En segundo lugar, están los Indicadores Económicos. Estos surgieron con la comprensión de que la rentabilidad per sé no puede medir plenamente el valor, ya que no tiene en cuenta los riesgos. Para medir valor, el retorno también debe ser comparado con el coste del capital empleado. Utilizando el coste de financiación de una empresa, llamado el coste medio ponderado del capital o WACC, es posible evaluar si el valor ha sido creado (Es decir, cuando el rendimiento del capital es mayor que el costo del capital propio) o destruido (es decir, el rendimiento del capital es inferior al costo del capital empleado). Sin embargo,

algunas empresas limitan la información sobre este indicador. Las empresas pueden ir un paso más allá mediante la aplicación del cálculo de capital empleado al inicio del año con el fin de medir el valor creado durante el período. La diferencia, entonces se puede expresar en unidades monetarias en lugar de como un porcentaje (Quiry et al., 2005).

Esta medida popular de creación de valor se ha desarrollado sobre todo en el modelo EVA, o valor económico agregado. También se conoce como el beneficio económico. Sin embargo, el mejor de todos los indicadores es, sin duda, el valor actual neto (VAN), que proporciona la medida exacta del valor creado. Se ha demostrado en repetidas ocasiones que la creación de valor intrínseco es el conductor principal del valor de mercado de las empresas. Pero VAN tiene un inconveniente porque debe ser calculado a lo largo de varios períodos. Para el analista externo que no tiene el acceso a toda la información necesaria, el criterio del VAN se hace difícil de utilizar. La solución rápida y sencilla es utilizar las proporciones antes mencionadas. Es importante recordar que, mientras que las otras relaciones son más fáciles de usar, también son menos precisas y pueden resultar engañosas si no se usan con cuidado (Quiry et al., 2005).

En tercer lugar, están los Indicadores de Mercado. Indicadores tales como el Valor Agregado de Mercado y el Retorno Total del Accionista son altamente sensibles a la Bolsa de Valores. El MVA representa la diferencia entre el valor de la equidad y la deuda neta, y el valor contable del capital empleado, se expresa en unidades monetarias. El TSR se expresa como un porcentaje y corresponde a la adición de la rentabilidad de la acción (dividendos/valor de la acción) y la tasa de ganancias de capital (ganancias de capital durante el período dividido por el valor inicial de la acción). Es el retorno obtenido por un accionista que compró la acción al comienzo de un periodo, obtuvo dividendos y luego vendió la participación al final del período. Una debilidad importante con estas dos medidas es que pueden mostrar la destrucción en el valor debido al descenso de expectativas de los

inversores sobre los beneficios futuros, incluso aunque el retorno de la empresa sobre el capital empleado es superior a su coste de capital. Esto sucedió a la empresa Bic, que vio su precio de la acción reducirse a la mitad entre 1998 y 2004. Sin embargo, durante este tiempo el rendimiento del capital invertido fue consistentemente por encima del 10% al año, mientras que su costo de capital fue sólo alrededor del 8,5%. Por el contrario, en un “bull market” una empresa con resultados económicos mediocres pueden tener unos TSR y MVA favorables. Pero, a largo plazo, estos altos y bajos se alisan; y TSR y MVA finalmente reflejan actuaciones modestas de la compañía. Sin embargo, mientras tanto puede haber algunas divergencias importantes entre estos indicadores y las compañías que los utilicen (Quiry et al., 2005).

Estas consideraciones llevaron a algunas autoridades bursátiles a recomendar, hacer una clara distinción entre los indicadores económicos y medidas de creación de valor de mercado de Valores. Las primeras de estas medidas reflejan el rendimiento pasado, y las segundas tienden a reflejar las anticipaciones de creación de valor futuro. Las medidas de creación de valor del mercado de valores tienen en cuenta el precio de la acción, lo que refleja estas anticipaciones. Sin embargo, las diferentes medidas de los resultados económicos y el valor del mercado de valores son complementarios, en lugar de contradictorios (Quiry et al., 2005).

Chu (2012) afirma que los indicadores financieros tradicionales sustentados en las utilidades, como es el caso de la utilidad por acción (UPA), retorno sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE), entre otros, ya no son vistos como adecuados para medir la creación del valor. Las utilidades contables que genera una empresa no proveen un indicador suficiente de creación de valor. Asimismo, las normas internacionales de la contabilidad (NIC) y las actuales normas internacionales de información financieras (NIIF), no están elaboradas para mostrar la creación de valor. Cuatro razones importantes fueron

argumentadas por Chu (2012), por las cuales las utilidades contables no son buenos indicadores para medir los cambios que se presentan en el valor económico de una empresa. La primera de ellas, es que las utilidades que se reportan no son iguales al flujo de caja, lo cual no concuerda con la filosofía de la creación de valor. La segunda razón, es que las utilidades de los reportes contables no reflejan el riesgo de los mismos. Dado que estos revelan cifras de lo que pasó, no de lo que podría pasar. En consecuencia, no es posible apreciar ningún indicio de riesgo acerca de las operaciones de la empresa. Por tanto, como el riesgo es el principal determinante del valor del patrimonio empresarial, resulta crítico no considerarlo. La tercera razón es que el costo de oportunidad no es reflejado en la información contable de las utilidades. Finalmente, la cuarta razón es que las prácticas de los registros contables varían de una empresa a otra y que pueden fácilmente cambiar los resultados de reporte financiero de utilidades.

### **1.7.3 Directorio**

El directorio es uno de los medios del gobierno interno diseñado para asegurar que los intereses de los accionistas y directores están estrechamente relacionados y, sobre todo, para sancionar o eliminar equipos de gestión poco eficaces. La literatura empírica señala que el directorio cumple un papel importante en situaciones donde los costos de agencia entre los accionistas y directores puedan ajustarse, siendo la supervisión y la gestión legal en el proceso de la estrategia, las funciones con mayor relevancia que realiza el Directorio (Mace, 1972; Zahra & Pearce, 1989), sin embargo, Barnhart, Marr, y Rosenstein (1994) manifestaron que existe poca evidencia para que el desempeño general, se vea afectado por la composición del directorio.

Estudios como el de Dalton, Daily, Johnson y Ellstrand (1999) encontraron una relación positiva entre el tamaño del directorio y el desempeño de la empresa. Según Laksmana (2008) al tener un mayor tamaño el directorio se cuenta con variedad de opiniones

y experiencia de supervisión de la gestión de la empresarial. En contraparte, los diversos estudios indican que el directorio está conformado por un número elevado de participante puede tener un efecto negativo en la toma de decisiones de manera eficiente y en el momento requerido (Jensen, 1983; Xie, Davidson & Dadalt, 2003; Mak & Kusnadi, 2005).

De otro lado, González, Guzmán, Pombo y Trujillo (2013) estudiaron el efecto de la gestión familiar, la propiedad y el control sobre la estructura de capital en empresas colombianas; encontraron que los niveles de deuda son más bajos cuando el fundador o uno de sus herederos es el presidente, aumentando a medida que la empresa tiene más tiempo en el mercado; sucede de igual forma cuando los miembros de las familias están presentes en la junta directiva; los autores afirman que la aversión al riesgo hace que las empresas familiares tengan niveles de deuda más bajos, pero cuando necesitan financiar el crecimiento, unido al deseo de no perder el control, las impulsa hacia mayores niveles de deuda.

Asimismo, Ertugrul y Hegde (2008) mostraron que la compensación basada en acciones es eficiente en la alineación de los intereses entre directivos y accionistas; sin embargo, tiene un efecto secundario que afecta negativamente a las relaciones entre los accionistas y los tenedores de bonos.

En cuanto a la estructura del consejo de administración y los comités de auditoría, se consideran prácticas de gobierno corporativo, las cuales se les confieren una gran importancia. Anderson, Mansi y Reeb (2004) encontraron que el costo de la deuda está inversamente relacionado con la independencia y el tamaño del consejo de administración y de los comités de auditoría, esto debido principalmente a la perspectiva de los acreedores que consideran al consejo de administración como el elemento principal para garantizar la integridad del proceso contable en las empresas.

En cuanto al tamaño del consejo, la teoría de la agencia sugiere que los consejos directivos de mayor tamaño desempeñan un papel crucial en la supervisión de la actuación

gerencial y en el proceso de toma de decisiones estratégica. Los consejos directivos de mayor tamaño tienden a incrementar la diversidad y experiencia en temas de reporte financiero y corporativo (Laksmana, 2008). Son diversos los estudios que muestran una relación positiva entre el tamaño del consejo directivo y la calidad de la información corporativa (Anderson et al. 2004). La monitorización efectiva del consejo directivo genera una discusión más profunda de los temas corporativos, lo cual a su vez incide en un incremento en la divulgación de información sobre gobierno corporativo (Ezat y El-Masry, 2008; Mallin & Ow-Yong, 2012). En contraste, Goodstein, Gautam y Boeker (1994) sugirieron que el tamaño del consejo directivo puede tener un efecto negativo en su efectividad. En relación al porcentaje de directores externos, un mayor porcentaje de consejeros independientes, es asociado a la maximización de la riqueza y al incremento de la calidad y cantidad de información corporativa hacia los grupos de interés, siendo representantes independientes de los intereses de los accionistas (Pincus, Rusbarsky & Wong, 1989).

#### **1.7.4 Gobierno corporativo en Perú**

El Perú no ha sido ajeno a este movimiento, el establecimiento desde el sector gubernamental de un marco referencial para la adopción e implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas en el Perú está dado por la aprobación, por parte de la CONASEV [Comisión nacional de empresas y valores del Perú], a través de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas en 2002, y subsecuentemente por la aprobación de dos resoluciones relacionadas: la Resolución Gerencia General de CONASEV N° 096-2003-EF/94.11 y la Resolución Gerencia General de CONASEV N° 140-2005-EF/94.114. Estos principios surgieron a raíz de una iniciativa de la CONASEV de conformar, en el 2001 un comité de alto nivel con la participación de entidades del sector público y privado. Este comité estuvo presidido por el ente regulador e integrado por representantes del Ministerio de Economía y Finanzas [MEF], la

Superintendencia de Banca y Seguros [SBS], la Bolsa de Valores de Lima [BVL], la Asociación de Bancos [ASBANC], la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas [CONFIEP], el Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financieros [MC&F] y la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (Procapitales). Dicho comité elaboró un código conteniendo 26 principios de buen gobierno corporativo aplicables a las empresas peruanas, que recogieron los principios de la OCDE a los cuales se le hicieron algunas adaptaciones tomando en cuenta las características de aquéllas, su estructura accionaria y el marco legal. Si bien en un inicio la adhesión de las empresas a estos principios fue de carácter voluntario, en diciembre de 2005, la CONASEV publicó una norma por la cual establece que las empresas emisoras de valores inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores están obligadas a informar en sus respectivas memorias anuales y en los prospectos informativos respecto de las ofertas públicas un anexo denominado “ Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas” (GCGF, 2011).

### **1.7.5 Importancia del gobierno corporativo**

Baker y Anderson (2011) señalaron que el inicio del nuevo siglo, ocurrieron una serie de colapsos corporativos debido al fraude, conductas nada éticas y todo esto permitió pérdidas masivas de las riquezas de los accionistas. Debido a los mencionados sucesos, surgió la ley Sarbanes-Oxley en Estados Unidos, en respuesta a los escándalos financieros de grandes corporaciones como los de Enron, Tyco International, WorldCom y Peregrine System. La ley tomó el nombre del senador del partido demócrata Paul Sarbanes y el congresista del partido republicano Michael G. Oxley. La mencionada Ley originó la creación de nuevas agencias reguladoras para revisar, regular, inspeccionar y sancionar a las empresas auditoras, aduciendo que las empresas auditoras deben tener independencia en las auditorías. sobre el gobierno corporativo y su importancia surgida a comienzos

### 1.7.6 Indicadores de valor financiero

El término “indicador” es un dato que pretende reflejar el estado de una situación, o de algún aspecto particular, en un momento y un espacio determinados. Habitualmente se trata de un dato estadístico (porcentajes, tasas, razones, etc.) que pretende sintetizar la información que proporcionan los diversos parámetros o variables que afectan a la situación que se quiere analizar. Un indicador escoge o evalúa dentro de un período de tiempo determinado, para poder comparar las variaciones en los diferentes periodos. La comparación de mediciones permite ver la evolución en el tiempo y estudiar tendencias acerca de la situación que evalúan, adquiriendo así un gran valor como herramienta en los procesos de evaluación y de toma de decisiones, y que por medio de estas permiten analizar y estudiar la situación y las tendencias de cambio generadas por un fenómeno determinado, respecto a unos objetivos y metas previstas o ya indicadas (Instituto Nacional de Seguridad e Higiene en el Trabajo, 2015).

Los indicadores se definen en función del sector económico en que la empresa desarrolla sus actividades. Sin embargo, dado que la alta dirección de una organización debe tomar tres clases de decisiones de carácter financiero: (a) decisiones operativas, (b) de inversión, y (c) de financiación; estas decisiones deben conducir a resultados y éstos a su vez deben ser medidos a través de los indicadores y sus respectivos índices Bedoya (2007). Los índices tradicionales, aunque siguen siendo válidos, no reflejan completamente la situación financiera de la empresa, existen nuevos elementos de medición, Bedoya (2007) propuso los siguientes:

1. Contribución financiera. Es la verdadera forma de cálculo para determinar la rentabilidad patrimonial. El accionista al adquirir deuda está corriendo un riesgo y este debe generar un remanente por encima del costo de capital como

consecuencia del endeudamiento. En realidad, la contribución financiera es el remanente que queda de la deuda.

2. Efectivo generado en la operación. El indicador por excelencia para medir la gestión gerencial. El valor resultante muestra la capacidad de la compañía para cubrir incremento del activo operativo de la empresa, es decir el capital de trabajo neto operativo y el incremento del activo fijo.
3. Rentabilidad marginal. Uno de los indicadores más cruciales. Si ésta rentabilidad no es superior al costo de la deuda, la compañía se verá abocada a un déficit financiero de marca mayor. El uso del activo genera obviamente una utilidad operativa, si ésta, después de impuestos, no supera el incremento en el activo operativo, la empresa irá hacia una situación de "ahogo" financiero de grandes proporciones.
4. Rentabilidad operativa del activo. Mide la gestión de la gerencia, es el indicador que verdaderamente muestra la rentabilidad de la inversión. Es de anotar que esta rentabilidad se descompone en dos indicadores: margen operativo y rotación del activo, es decir, una empresa obtiene rendimientos, a través de rotación o a través de margen. Casi ningún balance muestra cómo se llega al resultado final a través del análisis de los dos componentes.
5. Productividad del capital de trabajo neto operativo. Se determina cuanto debe mantenerse en capital de trabajo por cada unidad monetaria sea generada en ventas. Se debe considerar que se inicia a partir del capital de trabajo neto operativo, es decir que incluye la financiación de proveedores, y de esta forma se puede definir como los recursos que debe poseer la empresa de sus propias fuentes en el capital de corto plazo para poder generar ventas. El valor ideal sería el menor posible, sin embargo, como la empresa debe tener recursos para su

operación y dependiendo del sector y el tipo de empresa, es normal tener capital de trabajo invertido.

6. Refleja la necesidad de inversión en activo operativo corriente neto debido a un incremento en ventas, es decir, cuantos centavos requiere la empresa para sostener un aumento de \$1 en facturación.
7. Margen EBITDA. El Ebitda proporciona las ganancias o beneficio obtenido por gestión de la empresa o proyecto, sin considerar los gastos financieros, impuestos y otros gastos contables, que no comprometen salida de dinero en forma de efectivo, como depreciaciones y las amortizaciones, con la finalidad de mostrar el resultado puro de explotación de la empresa. El Ebitda tiene la ventaja, de eliminar el sesgo de la estructura financiera, del entorno fiscal (a través de los impuestos) y de los gastos ficticios (amortizaciones), con lo cual permite obtener una idea concisa de la eficiencia operativo de las empresas, y también comparar de forma apropiada lo bien o mal que lo hacen distintas empresas o sectores en el ámbito puramente operativo.
8. Margen EBIT. Es la utilidad antes de intereses e impuestos. Es la utilidad antes de descontar los gastos financieros y los impuestos, y se conoce como el resultado operacional o de explotación del período. Esta cifra, se obtiene a partir del Estado de resultado y suele ser útil como medida de los beneficios económicos generados por una compañía a partir de sus actividades operacionales y durante un determinado período.
9. El flujo de caja libre partiendo del flujo de tesorería. La mayoría de los autores financieros calculan el FCL (Flujo de Caja Libre) partiendo de la utilidad neta. Se debe considerar como inicio el flujo de tesorería. La razón es que la utilidad es

una cifra de papel, en cambio el saldo de recaudos menos pagos es una realidad de caja.

10. El Índice de lucratividad (profit ratio), es el indicador de rendimiento, que se calcula para cada acción negociada en Bolsa, considerando la ganancia de capital y la entrega de utilidades (acciones liberadas, dividendos en efectivo y suscripciones preferentes). Es un indicador, que permite medir el rendimiento (a diario) de la inversión en un título accionario determinado, sobre la base de una cotización vigente o actual en Bolsa al cierre del año, lo cual permite calcular directamente el rendimiento acumulado de una acción en lo que va del año.

La Metodología- Bolsa de Valores de Lima (2010) permite cuantificar el retorno de una inversión efectuada en acciones de una empresa, en un período dado. Este retorno considera la fluctuación del precio o cotización durante el período (ganancia o pérdida de capital) y los beneficios distribuidos, sean en efectivo o en acciones libres de pago. Los beneficios distribuidos en efectivo se consideran, para efectos del cálculo, reinvertidos en la compra de más acciones de la misma empresa a precio ex derecho (p. 5). El índice de lucratividad, se rige bajo el régimen del comportamiento de la Bolsa de Valores, basado en las acciones de acuerdo a las negociaciones y la contabilización las operaciones por monto efectuado, lo que representa las transacciones realizadas y el volumen de renta variable.

11. Índice de contribución. El uso de este indicador requiere manejar el concepto de Margen de contribución. El índice de contribución muestra la capacidad para cubrir costos y gastos fijos más una utilidad. Muestra cuanto, dada una inversión y/o gasto, tiene que facturar la empresa para obtener ganancias. Este indicador es de vital importancia para tomar decisiones financieras.

12. Comportamiento del capital empleado. En su más simple definición se considera que el valor del patrimonio es el capital empleado; una mayor refinación considera que al patrimonio hay que sumarle el pasivo. Un concepto de mayor avanzada dice que el capital empleado es el patrimonio más pasivo financiero. Podemos resumirlo entonces como la suma del activo operativo más el activo no operativo menos el pasivo no financiero.
13. Autofinanciación. Es la parte del Flujo de Caja Libre (FCL) que se reinvierte, son los recursos generados por la empresa. La capacidad de autofinanciación se da a través del FCL y la política de distribución de dividendos. A mayor autofinanciación, mayor autonomía financiera frente al endeudamiento.

De otro lado, el precio de mercado de la acción de una compañía es otro indicador importante puesto que representa el juicio focal de todas las participaciones de mercado como el valor de la empresa en particular. Toma en cuenta las utilidades por acción actuales y esperadas en el futuro; el tiempo, la duración y el riesgo de estas utilidades; la política de dividendos de la compañía, además de otros factores que influyen en el precio de mercado de las acciones. El precio de mercado sirve como barómetro para el desempeño del negocio; indica qué tan bien se desempeña la administración a nombre de sus accionistas (Van Horne & Wachowicz, 2010).

Es decir, si la organización se constituye como Sociedad Anónima, el capital se dividirá en alícuotas denominadas acciones, que podrán ser ofertadas al público en el caso de una sociedad anónima abierta. Al salir la acción a cotización pública, aparecen dos tipos de financiadores: aquellos que pretenden mantener como inversión dichas acciones y aquellos que buscan especular con ellas. El valor económico de estas acciones está determinado por el valor subjetivo que cada uno se hubiere planteado al momento de la compra, es decir, en las expectativas de que la alta dirección haga un buen o mal trabajo con los recursos invertidos y

las oportunidades de la economía y el sector. Con esto queda claro que los accionistas no se pagan ni por el costo histórico de las inversiones ni por el comportamiento pasado de la empresa (Medina, 2011).

Entonces la rentabilidad que recibe un accionista por las acciones que posee no está marcada por los rendimientos reales que ha obtenido la empresa, sino por la capacidad que tiene la alta dirección de cumplir con sus expectativas. En otras palabras, se puede generar una gran cantidad de valor en el mercado real, pero si la administración no lo hace tan bien como los accionistas esperan que lo haga, la empresa creará menos valor en el mercado financiero, pudiendo llegar a no crearlo o, en el peor de los casos, a destruirlo (Medina, 2011).

Otro indicador importante para el análisis económico-financiero de la empresa es el Q de Tobin, Cuervo y Rivero. (2016) afirmaron que se trata de un indicador clave de la rentabilidad, ratio que mide el valor de mercado de los activos de la empresa con relación a su coste de replazamiento. Una ratio mayor que uno significa que el mercado valora los activos de la empresa más que su costo actual. El ROA evalúa la capacidad de las empresas para obtener o alcanzar ganancias, a través de los activos, lo cual explica el desempeño financiero de una industria.

Según Court (2009) “el ROA es expresado como porcentaje e identifica el grado de retorno necesario para determinar si tiene sentido invertir en una empresa. Comparada con la tasa de interés de la deuda, un ROA menor es un indicador negativo, ya que la empresa rinde menos de lo paga.” (p. 352)

El ROA es el rendimiento de los activos de la institución. Establece la relación entre el margen neto y el activo total. Se utiliza para medir la eficiencia de los activos totales o la capacidad de los activos de una empresa para generar utilidad. El total de los activos de una

empresa está sujeta al valor o cotización de ella misma (activos), se debe tener en cuenta que las empresas, cuyo valor (activos) no correspondan al valor real del mercado.

Según Court (2009) “la rentabilidad de los activos es una figura utilizada para comparar rendimientos de las instituciones financieras, como los Bancos, porque la mayoría de sus activos tendrán un valor que está cerca del valor real del mercado. El ROA, no es útil para las comparaciones entre las industrias debido a factores de escala y peculiares necesidades de capital.” (p. 353)

Precisamente es importante tener en claro, que el valor obtenido a través de la fórmula (utilidad neta sobre activo total), el cual muestra el porcentaje de rentabilidad que producen los activos, no es preponderante, pues no permite saber si estos están rentando o no.

Finalmente, Gitman y Joehnk (2009) definieron el ROE (rendimiento sobre el capital), como una medida del rendimiento general de la empresa, el cual es vigilado muy de cerca por los inversionistas, debido a su relación directa con las utilidades, crecimiento y dividendos de la empresa. El rendimiento sobre el capital o rendimiento sobre la inversión (ROI, return on investment) como lo llaman en ocasiones, mide el rendimiento para los accionistas de la empresa al relacionar las utilidades con el capital de los accionistas. El ROE, introduce las decisiones del financiamiento de la empresa en el análisis del rendimiento, es decir, corresponde al porcentaje de utilidad o pérdida obtenido por el capital que los accionistas han invertido en la empresa, incluyendo las utilidades retenidas.

La tasa de rendimiento sobre la inversión (ROIC) es el elemento financiero el cual juega el rol en la creación de valor. La empresa crea valor para sus accionistas siempre que la rentabilidad del capital (ROIC) exceda al costo medio ponderado del capital (WACC), siendo lo importante pues, a estos efectos, que  $ROIC - WACC > 0$ .

La condición necesaria para la creación de valor en la empresa es que cuando la tasa de inversión neta sea positiva, la rentabilidad de la inversión (ROIC) sea superior al costo

medio ponderado del capital (WACC). El primer paso para valorar una empresa consiste en analizar sus datos históricos. Un adecuado conocimiento de sus rendimientos pasados proporcionará una perspectiva fundamental para efectuar y evaluar las proyecciones financieras futuras. El análisis de los datos históricos debe centrarse en los elementos clave de valor expuestos en el apartado anterior: la rentabilidad sobre el capital invertido (*ROIC*), la tasa de inversión neta y la sostenibilidad de la tasa de rendimiento.

### **1.7.7 Indicadores de gobierno corporativo**

En este punto se procederá a realizar una revisión de los indicadores de Gobierno Corporativo más usuales utilizados por estudios precedentes identificando la valoración asignada o los factores, que según dichos estudios tienen mayor impacto en el valor financiero generado. Se examinarán brevemente ahora los estudios que servirán de base para la evaluación del Gobierno Corporativo en las empresas seleccionadas.

Así, por ejemplo; aunque hay una cantidad sustancial de literatura empírica que apoya la hipótesis de que la composición de la junta es importante para los accionistas en los casos específicos en que los costos de agencia entre accionistas y directivos son más severos, hay poca evidencia que sugiere que la composición de la junta es importante para la calidad de los resultados de la empresa en general. En esta investigación se pretende determinar si, después de controlar la propiedad del directivo de las acciones, la proporción de consejeros externos independientes se relaciona con el rendimiento global de las firmas (Barnhart, Marr, & Rosenstein, 1994). Lo cual ha sido confirmado por Adams y Mehran (2012), John y Senbet (1998), Bhagat y Black (2002) quienes encontraron que la mezcla correcta de directores externos e internos puede mejorar la performance de la firma.

De manera similar Weir, Laing, y Mcknight (2002), así como Gupta y Fields (2009) encontraron una relación positiva entre la proporción de directores no ejecutivos y la performance de la firma. Asimismo, Adams y Mehran (2008) basaron su trabajo, presentando

datos detallados sobre varios aspectos de la gobernabilidad y la junta directiva en la banca durante un período de 40 años. Los autores identificaron como factores clave el tamaño y composición de la junta directiva.

De otro lado, el Consejo Coordinador Empresarial (CCE, 2010), en su Código de Mejores Prácticas Corporativas recomendó que el Consejo de Administración esté integrado por un número que se encuentre entre tres y 15 consejeros. Asimismo, recomienda que los consejeros independientes representen, cuando menos, el 25% del total de consejeros. Incluso va más allá, señalando que un consejero independiente es aquel que no está vinculado con el equipo de dirección de la sociedad, tiene una visión más objetiva, imparcial, libre de conflictos de interés, no está sujeto a intereses personales, patrimoniales o económicos y por tanto es convocado por su experiencia, capacidad y prestigio profesional.

En el mismo sentido, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2004), señaló que, para promover la integridad del directorio, los accionistas deberían tratar de tener un número suficiente de directores que sean independientes de la administración y de los accionistas de control. Agregando, además, que un criterio básico en todos los casos, es que los ejecutivos corporativos no pueden servir como directores independientes. Finalmente, se señala como una buena práctica que la función de CEO y presidente del Consejo Directivo deben ser funciones separadas. Igualmente, Alcalá de León (2011) señaló que el presidente del consejo de directivo debe estar separado de la función de director general, puesto que el presidente debe estar más alineado con los aspectos de visión, objetivos y estrategias; mientras que el director general, por su parte es el implementador de la estrategia.

Avanzando en esta revisión, se encuentra que el Banco de Desarrollo de América Latina y Bolsa de Valores de Lima (2013) afirmaron que debe existir un tamaño equilibrado del directorio que garantice un proceso de toma de decisiones objetivo. Señalaron como

necesaria la definición de los miembros independientes basada en el prestigio profesional y reputación, así como la no vinculación con la propiedad o a la dirección del emisor. Otro aspecto relevante fue la separación entre Ejecutivo Principal (CEO) y Presidente de Directorio (Chairman) para evitar la concentración de poder en una persona.

Es importante considerar a Lagos (2013), quien utilizó el tamaño y composición de la junta directiva como variables, en su estudio correlacional “Análisis de las prácticas de Gobierno Corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia,” esto confirma lo antes señalado por otros autores antes citados.

### **1.7.8 Factores Humanos**

*El problema de Agencia.* Los trabajos seminales de Jensen y Meckling (1976) y de Fama y Jensen (1983a y 1983b) constituyen las bases fundamentales para elaborar una concepción de la empresa en la que se subrayan de forma explícita los conflictos de intereses entre las diferentes partes implicadas. Los problemas de agencia o problemas contractuales surgidos a partir de tales conflictos han recibido considerable atención en la investigación (Barnea, Haugen, & Senbht, 1985; Azofra, & Miguel, 1991), en este sentido, la literatura financiera ha permitido identificar, principalmente tres orígenes de problemas de agencia; los que se producen entre los directivos y los accionistas, los derivados de la relación entre acreedores y los accionistas, y más modernamente, los existentes entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Las consecuencias y manifestaciones de dichos problemas de agencia son muy variadas y en esencia se traducen en efectos negativos, dado que conducen a una pérdida de eficiencia en la asignación de recursos dentro de la empresa, o en un nivel mayor de concreción, se traducen en la gestión de la empresa por los directivos a espaldas de los aportantes de recursos financieros, en la toma de decisiones financieras que transfieren riqueza de accionistas a acreedores o viceversa, y en la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios (Cuervo, 2004).

Con el ánimo de resolver tales conflictos, especialmente el relativo a la separación entre propiedad y gestión; se han diseñado diversos mecanismos de control. La literatura es basta en trabajos que ponen de manifiesto la influencia que elementos, tales como el mercado de control corporativo, la estructura de capital, la política de dividendos, la estructura de propiedad y el consejo de administración tienen en la imposición de mayor disciplina sobre el equipo directivo (Jensen, 1986 y 1993).

En los últimos años ha surgido una abundante literatura que trata de situar los problemas de agencia en el contexto más amplio de los problemas contractuales del sistema financiero y legal de cada país (La Porta et al., 1998, 1999 y 2000; Denis & McConnell, 2003). De acuerdo con esta visión, el peculiar entorno institucional-legal de una nación modelaría las garantías de las partes contratantes y daría forma a los principales problemas de agencia de cada país (Becht & Röell, 1999).

***La moral y la ética en las decisiones.*** Kohlberg (1992) definió tres niveles de razonamiento moral en su Teoría de los niveles y etapas del desarrollo moral, y a su vez, los cuales se definen a continuación:

1. Nivel I. Moralidad preconvencional: en esta etapa los motivos por los cuales se obedecen las reglas son la evasión del castigo o la consecución de recompensas y el interés personal. Se actúa en función de controles externos.
2. Nivel II. Moralidad convencional: se anhela ser visto como “bueno”, agradar y complacer a los otros y mantener el orden social. Ante un dilema moral se tienen en cuenta las expectativas de la sociedad y sus leyes. Se observan patrones de otros que hasta cierto punto han sido interiorizados.
3. Nivel III. Moralidad posconvencional: durante esta etapa las personas hacen sus propios juicios sobre lo que es correcto, equitativo y justo, ya que se reconocen los conflictos existentes entre las normas aceptadas socialmente. El control de la

conducta es interno y los juicios se basan en principios personales que no están definidos por las leyes de la sociedad necesariamente (Papalia, Wendkos & Duskin, 2005).

Cada uno de estos niveles de razonamiento moral se subdivide en dos estadios morales, que a su vez conforman los seis estadios del razonamiento moral. Robbins y Coulter (2010) afirmaron sobre el desarrollo moral en la gerencia que la actuación con ética o sin ella de su titular resulta de una interacción compleja entre la etapa de desarrollo moral del gerente y distintas variables moderadoras que incluyen: características individuales, el diseño estructural de la organización, la cultura de la misma y la intensidad del problema ético. Las personas que carecen de un fuerte sentido moral son menos propensas a hacer cosas negativas si se las restringe con reglas, políticas, descripciones de puesto o normas culturales poderosas que desapruében tales comportamientos. Individuos muy moralistas pueden corromperse por una estructura y cultura organizacional que permita o aliente prácticas carentes de ética.

Etapas de desarrollo moral: en cada etapa sucesiva (Kohlberg (1992) definió tres niveles de razonamiento moral en su Teoría de los niveles y etapas del desarrollo moral), el juicio moral de un individuo se vuelve cada vez menos dependiente de las influencias externas (Robbins & Coulter, 2010).

Características individuales: toda persona entra a una organización con una serie de Valores firmemente establecidos. Estos Valores representan convicciones básicas acerca del bien y del mal. Los gerentes de una organización con frecuencia tienen valores personales muy diferentes. Aun cuando los valores y la etapa de desarrollo moral puedan parecer similares, no lo son. Hay dos variables de personalidad que influyen en las acciones de un individuo: la fuerza del ego y el locus de control. La fuerza del ego es una medida de personalidad de la fortaleza de las convicciones de una persona. Las personas que obtienen una alta calificación en fuerza de ego podrán resistir impulsos y seguir sus convicciones en

mayor grado que aquellas que poseen una fuerza de ego baja. El locus de control es un atributo de personalidad que mide el grado en el que las personas creen que son dueñas de su propio destino. Las personas con un locus de control interno tal vez asuman la responsabilidad por sus consecuencias y dependerán de sus propios estándares del bien y del mal interno para guiar su comportamiento (Robbins & Coulter, 2010).

Las variables estructurales son el diseño estructural de una organización ayuda a conformar el comportamiento ético de sus gerentes. Los diseños estructurales que minimizan la ambigüedad y que continuamente recuerdan a los gerentes lo que es ético, probablemente impulsarán un comportamiento ético. Las reglas y reglamentos formales reducen la ambigüedad (descripciones de puesto y códigos de ética escritos).

El comportamiento de los superiores es la influencia más fuerte en el comportamiento ético o no ético de un individuo. Cuando los gerentes son evaluados solo por sus resultados, habrá una creciente presión para hacer “lo que sea necesario” para mostrar una buena imagen en las variables de resultados. Estrechamente relacionada con el sistema de evaluación del desempeño está la forma como se asignan las recompensas. Las estructuras también difieren en la cantidad de tiempo, competencia, costo y presiones similares establecidas entre los ocupantes del puesto. A mayor presión, es más probable que los gerentes lleguen a comprometer sus normas éticas (Robbins & Coulter, 2010).

La cultura de la organización, es el contenido y la fortaleza de la cultura de una organización también influyen en el comportamiento ético. La cultura organizacional que con mayor probabilidad provoque normas éticas altas, será aquella que tenga una calificación alta en tolerancia a los riesgos, control y tolerancia a los conflictos. Los gerentes de una cultura como esa son alentados a ser emprendedores e innovadores. Una cultura organizacional fuerte ejercerá mayor influencia sobre los gerentes que una débil. Si la cultura es fuerte y apoya normas éticas altas, debe tener una influencia muy poderosa y positiva sobre el

comportamiento ético de un gerente. En una cultura organizacional débil, sin embargo, es muy probable que los gerentes dependan de normas subculturales como una guía de comportamiento. Los grupos de trabajo y las normas departamentales ejercerán una fuerte influencia en el comportamiento ético de organizaciones que tienen una cultura general débil (Robbins & Coulter, 2010).

La intensidad del problema; es el comportamiento ético de un gerente está afectado por las características del problema ético mismo (Robbins & Coulter, 2010):

- Magnitud del daño: ¿Qué tan grande será el beneficio (daño) que se hará a los beneficiarios (víctimas) del acto?
- Consenso de lo malo: ¿Qué tanto consenso existe de que el acto es malo (bueno)?
- Probabilidad de dañar: ¿Cuál es la probabilidad de que el acto se dé en realidad y de que cause el daño (o beneficio) previsto?
- Inmediatez de las consecuencias: ¿Cuál es el lapso entre el acto en cuestión y sus consecuencias esperadas?
- Proximidad con las víctimas: ¿Qué tan próximas considera (social, psicológica o físicamente) a las víctimas (o beneficiarios)?
- Concentración del efecto: ¿Qué tan grande es el efecto concentrado del acto en las personas afectadas?

Se espera que los gerentes se comporten con mayor ética cuando un problema moral les es importante, que cuando no lo es (Robbins & Coulter, 2010).

**Las decisiones financieras.** Reflejan la preferencia de los niveles de financiación y la elección de los instrumentos utilizados para ello. Éstas últimas también pueden formar parte de la estrategia competitiva de las empresas (Neff, 2003). Respecto a los efectos generados por las diferentes decisiones de las empresas sobre su desempeño, en la literatura se ha propuesto la existencia de un efecto positivo entre la diversidad de fuentes de financiamiento

que puede tener una empresa y su desempeño (Levine, 2004; Beck, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2008), e incluso se ha mostrado que los efectos de las decisiones financieras sobre el desempeño dependerán del sector al que pertenece la propia empresa (Fisman, & Love, 2003). En este sentido, Sánchez-Valadez (2012) sugiere que las decisiones financieras podrían estar siendo utilizadas como un instrumento adicional para competir en el mercado.

La relevancia del proceso de toma de decisiones radica en que se ha comprobado empíricamente que el 50% de las decisiones fracasan, lo que sugiere que, a pesar de su importancia, adoptar decisiones de calidad no resulta en absoluto un proceso trivial (Nutt, 2002; Nutt, 2008). En este sentido, la evidencia empírica también muestra que la calidad promedio de las decisiones adoptadas por diferentes organizaciones promedian una calificación solo regular y distante estadísticamente de niveles óptimos o deseables (Rodríguez, & Pedraja, 2007).

En efecto, conocer y comprender los elementos que inciden en el diseño de las decisiones estratégicas es una labor crucial, cuyo resultado puede conllevar a develar las prácticas que producen mejores alternativas de éxito estratégico en las empresas (Arendt, Priem, & Ndofor, 2005). Existen organizaciones que son más exitosas que otras, y las decisiones estratégicas son una herramienta crucial debido a que ellas manifiestan expresamente elecciones a largo plazo que involucran una parte importante de los recursos de la compañía y los esfuerzos de un importante número de personas y funciones.

Resulta fundamental analizar cada uno de los aspectos involucrados en el proceso de toma de decisiones y que finalmente tiene un impacto sobre la eficacia de las organizaciones. La eficacia organizativa puede ser entendida como el grado por el cual una organización logra realizar sus objetivos (Daft, 2011), estando determinada en gran medida por la calidad y rapidez de la inteligencia organizacional, y la toma de decisiones (Huber, 2003). A este respecto la eficacia se configura como una construcción multidimensional (Richard,

Devinney, Yip, & Johnson, 2009), debido a que son diversos los aspectos que logran tener un impacto en la eficacia organizativa.

La eficacia organizativa se puede medir desde diferentes ópticas, al igual que la calidad de las decisiones. Uno de estos elementos de análisis de la calidad de la decisión es la racionalidad con que se delinea esta, y que puede ser definida como una medida que refleja la intención de que cada elección sea la mejor opción para el logro de los objetivos específicos en una situación determinada (Mitchell, Shepherd, & Sharfman, 2011).

Sin embargo, existen diversas razones por las cuales los seres humanos no toman decisiones racionalmente, ya sea para maximizar la utilidad o el valor. Los métodos racionales de elección en la toma de decisiones se basan sobre un concepto de racionalidad ilimitada, que no logra describir la forma en que las personas naturalmente razonan (Jonassen, 2012).

Por tanto, es posible establecer lo siguiente, para lograr mayores niveles de éxito en la toma de decisiones estratégicas y subsecuentemente mayor eficacia organizativa, los equipos de alta dirección deben favorecer la racionalidad de las decisiones estratégicas, buscando y analizando información para la generación de alternativas. Así como también es recomendable favorecer la flexibilidad cognitiva en el proceso de toma de decisiones estratégicas, fomentando la discusión de muchas ideas diferentes, el análisis de diversas perspectivas y opiniones, junto con favorecer el conflicto cognitivo en el proceso de toma de decisiones estratégicas, es decir, estimulando la discusión de nuevas ideas (Rodríguez, Pedraja, Araneda, 2013).

## **1.8 Supuestos**

Se debe considerar lo siguiente, en América Latina se tiene una industria de retail dinámica y creciente, según Guerrero (2012) el negocio del retail en gran escala aún no ha penetrado sustantivamente en nuestra región, sin embargo, es un canal de venta en expansión,

sobre todo los supermercados, definidos por los expertos en mercadotecnia, como el canal de venta moderno. En varios países de la región de América Latina crece el interés de las tiendas de conveniencia, como resultado del aumento de las poblaciones urbanas, cuyos habitantes están adoptando un nuevo estilo de vida. Estas tiendas modernas, están empezando a reemplazar a los pequeños abarroteros independientes, kioscos y mercados en la mayoría de los países. Se debe considerar lo siguiente, el mercado para las tiendas de conveniencia, se encuentra en distintas etapas de desarrollo entre un país y otro, en este sentido Guerrero (2012) sugirió lo siguiente: la naturaleza del negocio del *retail* puede diferir en las diversas regiones del mundo, sobre todo por las cadenas de distribución y el tamaño de las tiendas. Las empresas norteamericanas destacan por manejar grandes centros de distribución y tiendas de gran tamaño —más de 2.000 metros cuadrados— a diferencia de las cadenas de *retail* en China e India, donde existen múltiples cadenas de tiendas en espacios relativamente pequeños.

Se debe considerar que la relación entre las empresas del sector retail en América Latina, son heterogéneas, en cuanto a sus procesos internos productivos y mecanismos de gobierno corporativo e índices financieros. Asimismo, las Bolsas de Valores y los mercados financieros de los países de América Latina cuentan con variados procesos y mecanismos en su funcionamiento, de tal forma que influyen en el valor de mercado de las acciones. Se debe considerar que las buenas prácticas de gobierno corporativo, para cada empresa tienen su propio formato y estructura que es aplicado en la generación de valor financiero en las empresas del sector retail.

## **1.9 Viabilidad y Limitaciones**

La investigación es considerada viable puesto que se cuenta con recursos de índole financieros, administrativos, de infraestructura, logísticos como humanos, para llevarla a cabo y alcanzar los objetivos propuestos. Se tiene información de las empresas a través de sus

páginas webs, de donde se obtiene los balances (bases de datos) anuales o trimestrales de las empresas estudiadas, la composición de sus directorios, los gobiernos corporativos y su estructura. Tener conocimiento de los parámetros de evaluación de las buenas prácticas de gobierno corporativo

Asimismo, se cuenta con recursos de índices financieros, los cuales se obtienen a través de Economática y Bloomberg, así como acceso a bases de datos académicas, entre otros recursos de consulta. La disponibilidad de los recursos financieros, humanos y de materiales que determinarán en última instancia los alcances de la investigación. Se debe considerar que la investigación realizada resulte interesante pues el aporte de información útil para el análisis, discusión y debate, este punto tiene mucha importancia, pues se basa en el estudio de factibilidad, los impactos, la necesidad planteada, los objetivos, si la justificación está bien fundamentada por los anteriores puntos, si todo esto tiene una viabilidad positiva, la investigación se realizará con gran éxito y arrojará los resultados esperados.

### **1.10 Delimitaciones**

El presente estudio se encuentra delimitado por las siguientes variantes: (a) El estudio considero a las empresas privadas pertenecientes al sector retail, que cuentan con operaciones en los países de Brasil, Chile, Colombia y México; (b) el estudio contempló a las empresas que cumplen con proporcionar información financiera y de buenas prácticas de gobierno corporativo publicadas en su páginas web y en la Bolsa de Valores del país donde cuentan con operaciones; y (c) El estudio considero los datos financieros y de buen gobierno corporativo obtenidos de las empresas, para el análisis financiero, comprendido entre los años 2011 al 2015.

### 1.11 Resumen

El propósito del presente trabajo es estudiar el impacto entre las buenas prácticas del gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas del sector retail.

Las empresas seleccionadas para la investigación fueron aquellas que tienen información financiera, buenas prácticas de gobierno corporativo y cotizan en las Bolsas de Valores en el país (Brasil, Chile, Colombia y México), que cuentan con operaciones en el periodo 2011 al 2015. Dado la naturaleza del estudio, no se realizan generalizaciones acerca de los resultados obtenidos y se asume que son fidedignos.



## Capítulo II: Revisión de la Literatura

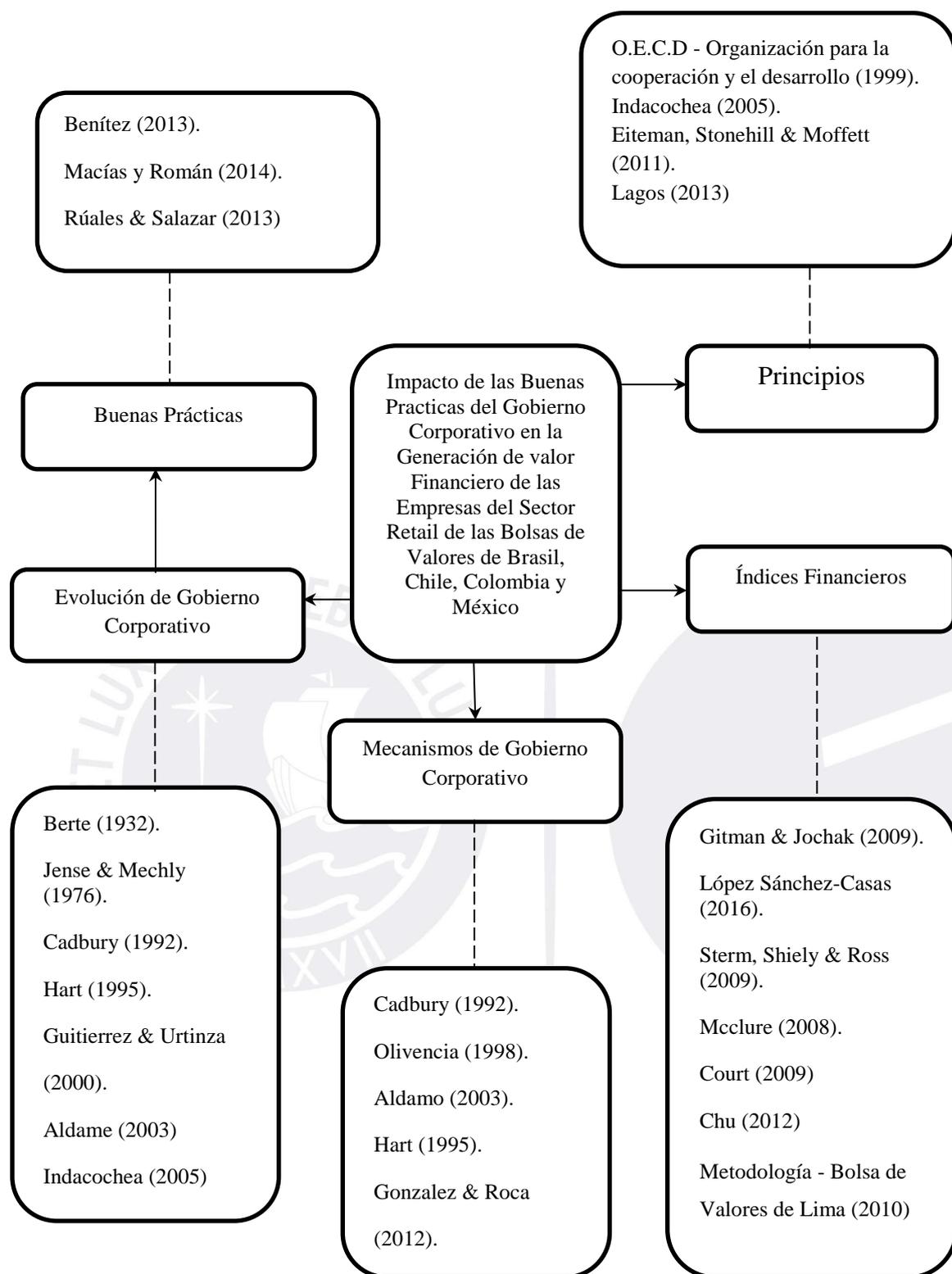
### 2.1 La Revisión de los Estudios Relacionados con el Problema de Investigación y el Fenómeno Bajo Estudio

La investigación se enfoca en la administración del consejo, con respecto a describir el uso de mecanismos de gobierno corporativo que se relacionan con el valor agregado a la economía y valor agregado en el mercado de valores del sector retail, con el objetivo de obtener una información financiera optima, influenciado por las buenas prácticas de buen gobierno corporativo, al mismo tiempo, no se puede evitar el problema de agencia, pues cuando la propiedad de la empresa y el control están separados y se formarán diferencias de intereses entre los accionistas y gerentes.

En la Figura 1 se visualiza el mapa de literatura, el cual se basa en el presente capítulo, el mapa indica de manera gráfica el desarrollo del tema. Se han tomado en cuenta la clasificación teórica que rodea el estudio de los valores financieros, el cual está vinculado principalmente con el gobierno corporativo, los mecanismos e índices financieros, a través de la evolución y los principios.

### 2.2 La Revisión de Literatura de Gobierno Corporativo

El gobierno corporativo en las empresas ha sido objeto de comentarios y estudios en las economías en todo el mundo, habitualmente antes de los años 50, el gobierno corporativo estaba fuertemente relacionado con la relación de agencia. Berle y Means (1932) focalizaron su atención en las grandes empresas con un número elevado de accionistas, conceptualizando al directivo como una persona en búsqueda de prestigio, dinero y poder imponiendo a la empresa objetivos más acorde a las motivaciones propias de los directivos, mientras que los accionistas, solo están interesados en los beneficios y no podían controlar las actividades de los directivos.



*Figura 1.* Mapa de literatura sobre los estudios realizados del valor financiero en el marco del gobierno corporativo

La definición práctica de relación de agencia fue planteada por Jensen y Meckling (1976) con la intervención de un contrato para cumplir determinadas actividades en el que una parte, el agente, se compromete a llevar las acciones en beneficio de la otra parte; el principal. El compromiso del agente es garantizar el beneficio por el cual está comprendido, pues lleva un control y garantiza la fidelidad, y está obligada mediante contrato (el cual puede ser formal o informal) a defender los intereses del principal y como contrapartida cobra una remuneración.

Jensen et al. (1976) instituyeron un sistema de incentivos para reducir los problemas de agencia, denominados como costos de agencia, de la siguiente forma: (a) costo de formalización, originado por el diseño y redacción de los contratos; (b) costo de supervisión, enfocado a supervisar y supeditar la actividad del agente; (c) costos de garantía, abonados por el agente como fianza acreditativa de que sus acciones cumplan lo pactado, y (d) pérdida residual, obtenido de las decisiones adoptadas por el agente diferente a lo que hubiera realizado el principal en la misma situación.

Cadbury (1992) conformó un comité para incrementar la eficiencia y unidad de las empresas que influye en la economía de los países, que se basa en un marco efectivo de la contabilidad, que es la esencia del buen gobierno corporativo. Mediante un informe se recomienda a los auditores enfocarse en las funciones de control y representación en aspectos de gobierno corporativo con relación a información financiera y contable.

El objetivo principal del comité es alcanzar los altos estándares de la conducta de la empresa mediante un código de buenas prácticas, para reforzar el control sobre el negocio de las sociedades cotizables y aumentar su eficacia con la intensificación de las responsabilidades del consejo de administración ante los accionistas, responsabilidades de los directivos y responsabilidades de asesores profesionales.

El código de buenas prácticas, según Cadbury (1992), fortalece la confianza de los inversores y apoya para el desarrollo de los negocios. Tal como señaló Hart (1995) el surgimiento de gobierno corporativo solo es posible si se dan dos coincidencias. En primer lugar, que exista un problema de representación que implica la generación de conflictos de intereses entre algunos de los siguientes agentes: propietarios, ejecutivos, miembros del consejo de administración, trabajadores o clientes. En segundo lugar, que los problemas asociados a los costos de transacción no pueden ser evitados y resueltos a través de los contratos.

La estructura de gobierno corporativo puede ser utilizado como una herramienta para la toma de decisiones, la cual asigna derechos a decidir sobre la utilización de los activos. Es importante que existan controles y comparaciones sobre el comportamiento de los directivos. Un objetivo fundamental del gobierno corporativo consiste en diseñar esos controles. El Informe Olivencia (1998) surgió para ofrecer recomendaciones a las empresas, debido a la necesidad de separar la gestión y propiedad de la empresa incorporando un consejo de administración con la mayoría de consejeros independientes, no vinculados a la dirección de la empresa, teniendo por misión los consejeros, la de defender los intereses de la corporación, para mejorar y arbitrar la gestión y establecer mecanismos de defensa para los pequeños y medianos inversionistas.

Adicionalmente, se recomienda la creación de comisiones delegadas de control, para supervisión del órgano de administración. La comisión está conformada por consejeros externos: (a) de auditoría; (b) nombramientos, encargada de la selección de los consejeros; (c) de retribuciones, encargada de supervisar la política de remuneraciones. Además, el código recomienda que ningún consejero forme parte de más tres consejos de administración y el retiro de ellos al cumplir los 70 años.

De acuerdo a los estudios señalados por Gutierrez-Urtiaga (2000), el CEO hace uso de su experiencia, autoridad e información y lo que se demostró es que el control de las decisiones de políticas existe un equilibrio con el poder de decisión de los CEO y el poder de decisión de los directores, en específico la cantidad de consejeros externos para mantener el equilibrio de poder, en base a evidencia empírica: (a) se demostró que tener demasiados consejeros independientes, el valor de la empresa tiende a disminuir según la proporción de consejeros independientes; (b) si se permite los interés ajenos a los directores con los accionistas, se deduciría un costo de reputación para los directores externos cuando el proyecto fracasa, el CEO disminuye su credibilidad y por ende disminuiría el valor de la empresa. Sin embargo, surge un interés claro en evidenciar empíricamente que las empresas que operan en entornos de crecimiento lento, como las industrias de fabricación, servicios públicos y banca, deben permitir limitar la proporción de los consejeros externos, estos con ciertos incentivos pueden maximizar el valor de los accionistas, asimismo es necesario que exista un mayor detalle de comunicaciones del director en las juntas y el CEO.

El Informe de Aldama (2003) fomentó la transparencia y seguridad de los mercados financieros con medidas concretas a tomar por el Gobierno Corporativo y clasificadas en: (a) analizar las medidas reglamentarias que existe en Estados Unidos y la Unión Europea, y la situación actual; (b) propone medidas para mejorar el buen funcionamiento de las Juntas Generales y Consejos de Administración del gobierno de las sociedades; (c) revisar las responsabilidades de la empresa ante los accionistas y la sociedad; (d) equilibrar las normas obligatorias y la autorregulación.

Para el profesor Indacochea (2005), el gobierno corporativo es el sistema (proceso y estructura) o la manera en que las empresas son dirigidas. La estructura del gobierno corporativo, especifica la distribución y responsabilidades entre los agentes involucrados con la empresa, dando así las normas y procedimientos para una adecuada la toma de decisiones.

El gobierno corporativo se relaciona a través de la conducción o forma de direccionar los intereses de los inversionistas y lo directores, los cuales deben estar alineados, pues de esa forma asegura que el beneficio sea depositado en los inversores. Indacochea (2005) categorizó los principios de buen gobierno corporativo tomadas de la OECD (1999) en cinco aspectos: (a) protección de los derechos de los accionistas; (b) equilibrio entre accionistas, minoritarios y extranjeros; (c) delimitación de funciones de los grupos de interés; (d) comunicación y transparencia informativa; (e) definición clara de la responsabilidad del directorio.

El sistema de gobierno corporativo hace referencia al sistema de los acuerdos institucionales y a través de estas, las empresas son dirigidas y controladas. Por lo cual, las relaciones entre propietarios y equipo directivo son basados en la repercusión de los resultados. Además, Indacochea (2005) consideró que optimizar el valor para el accionista aparte de la rentabilidad del negocio lo que implica maximizar el valor para el accionista, también se debe incluir las necesidades de los grupos de interés de la empresa para tener el apoyo y colaboración conjunta.

A su vez el gobierno corporativo promueve mecanismos de inspección o control, los cuales fomentan minimizar o disminuir los costos de la agencia, además fomentan el crecimiento de las acciones, de esta forma se promueve la unión entre la propiedad y el control, y de esta manera, se impulsa a la organización a obtener una mayor eficiencia. Según Eiteman, Stonehill y Moffett (2011) afirmaron sobre el gobierno corporativo, significa mejorar las relaciones entre las compañías y sus accionistas, para entregar transparencia en la información y evitar fraudes a los inversionistas. Se debe mencionar que el escándalo de Enron en Estados Unidos fue una falla de gobierno de corporativo, lo cual reveló fallas importantes de contabilidad y divulgación de información, por otro lado, lo indignante y

vergonzoso fue que los altos ejecutivos responsables de la destrucción de la empresa fugaron con enormes ganancias a través de las acciones vendidas antes de la caída de la empresa.

Los estudios de San Martín (2012) denotaron estudiar los distintos mecanismos de gobierno corporativo que ayudan a reducir los problemas de agencia, ocasionados por la separación de propiedades y control y la creación de valor, los mecanismos de gobierno estudiados fueron: estructura de propiedad, consejo de administración, nivel de endeudamiento y el marco institucional en la que opera la actividad de la empresa.

Se obtuvo mejores resultados y muy relevantes con la concentración de propiedades y protección al inversionista que proporciona un mayor valor. Sin embargo, para este estudio la discrecionalidad directiva tuvo que ser eliminada del análisis. Además de otros mecanismos de gobierno corporativo utilizados para el análisis como el tamaño del consejo de administración, denotó resultados positivos comparándola con la protección al inversionista y el tamaño del consejo de administradores. Sin embargo, el Q de Tobin, no se utiliza por la complejidad de su estimación en empresas cotizadas y no cotizadas en el mercado de valores.

González y Roca (2012) sostuvieron que los cambios de CEO y Presidentes de Directorio, incluso el anuncio del sucesor del CEO, son tomados positivamente en el valor de la firma, mientras el no realizar este cambio del Presidente del Directorio es negativo, pero no significativamente, donde el mercado chileno valora mucho el recambio e innovaciones debido a la idiosincrasia de los directorios del país. No se menciona sobre el código de buen gobierno corporativo, la evaluación fue por el comportamiento de cambios en el Directorio y su implicancia en el valor de la empresa.

Un indicador relevante en el gobierno corporativo es el rol o papel que tienen el director del consejo de la empresa o CEO y su presidente o "Chairman". Uno de los aspectos más analizados es la elección de la dirección y la presidencia, así como, la acumulación o la

separación de cargos los cuales cuentan con ventajas e inconvenientes. La opción más recomendada es la estructura de liderazgo de la empresa, la cual debe asignar a las personas más idóneas las diferentes cargas, es decir, el director del consejo de la empresa o CEO, sea una persona diferente al presidente Chairman, y de esta forma se evita conflictos de intereses y que una sola persona acumule poder excesivo en la empresa.

El estudio de Lagos (2013) realizó observaciones de la revisión técnica de las buenas prácticas en el mercado de valores colombiano, para interpretar la relación que existe de las buenas prácticas de gobierno corporativo y la influencia en el monto demandado en acciones y bonos por los participantes del mercado. Asimismo, para el tema de problemas de agencia y derechos de los accionistas, surge como relevancia las prácticas de buen gobierno corporativo y las diferentes opciones como son resueltas, concluyendo que el gobierno corporativo es clave para el incremento en el valor de las acciones y bonos de la empresa en el mercado de capitales a largo plazo, obteniendo como resultado la confianza de los inversionistas de la organización.

En los últimos estudios de Lagos (2013) se señaló que se logra una mejor demanda de acciones y bonos de empresas no financieras colombianas cuando la empresa adopta las buenas prácticas en el gobierno corporativo, sin embargo, para las empresas financieras, tiene mayor significancia cuando el valor de empresa es mayor. Las empresas basan su crecimiento a las buenas formas y rendimientos financieros de la empresa, es ahí donde el gobierno corporativo se relaciona con los financiadores de la empresa, los cuales garantizan el rendimiento adecuado de sus inversiones.

Además, los estudios de Macías y Román (2014) señalaron que aún se sigue estudiando la connotación de empresas familiares en México, y el uso de las buenas prácticas no se cumple al cien por ciento, solo se cubre un 25% del directorio como profesionales

independientes, por causa de empresas familiares dominantes, a pesar de que, el gobierno mexicano apoya al inversionista minorista promulgando leyes para su protección.

Por otro lado, Benítez (2013) utilizó el método matemático de Black and Scholes para valorizar la empresa, la valorización se basa en el precio de opciones, eliminando el riesgo de incertidumbre, que no paga dividendos mientras que esté vigente la opción, su aplicación se usa en la actualidad como opciones americanas y valorización de activos reales, las variables que utiliza el modelo son: precio de la acción, tiempo de vencimiento, la varianza del precio de la acción y la tasa libre de riesgo, y se incluye un factor de dividendos. Benítez (2013) determinó que el alto apalancamiento es de gran utilidad para valorar una empresa, es como un contrato de opciones y si puede utilizar esta opción para incrementar el valor, considerando la volatilidad del mercado y el tiempo continuo de la valoración. Considerando que, si el valor de la empresa es mayor a la deuda, los accionistas ejercen su opción de compra, caso contrario, si el valor de la empresa es menor a la deuda, los accionistas no ejercen su opción de compra, dejando que los acreedores adquieran la empresa pagando el valor de las deudas.

Los estudios de Macías y Román (2014) demostraron que a pesar que el gobierno mexicano tiene medidas protectoras al inversionista minorista con disposiciones legales para difundir las buenas prácticas de gobierno corporativo, y cambios de régimen para mejorar uso de las buenas prácticas, las empresas sólo cumplen lo necesario debido al uso indebido de información privilegiada bursátil. El gobierno corporativo está relacionado con los medios financieros, haciendo referencia al mercado de bienes y servicios, es decir, cuando la empresa actúa en un entorno competitivo, las fuerzas de la competencia en los mercados presionan para que el objetivo principal de la empresa sea el de maximizar su valor y garantizar el rendimiento adecuado de sus inversiones.

Además, Ruales y Salazar (2014) enfatizaron que el propósito de la valorización es: (a) reconocer la gestión realizada por los directivos en la empresa; (b) definir políticas de dividendos; (c) percibir la situación actual del patrimonio; (d) resolver la continuidad de la empresa; (e) medir el impacto de las posibles políticas y estrategias en la creación o destrucción de valor; (f) reestructuración del capital; (g) herencias y testamentos comparando el valor de las acciones con otros bienes.

El gobierno corporativo, tiene como referencia de la dirección y control de los negocios de las empresas, y a su vez, estableciendo los derechos de los accionistas y responsabilidades entre los diferentes integrantes que conforman la corporación (consejo, dirección, accionistas y otros grupos de poder); definiendo las reglas y procedimientos en los temas corporativos; y fijando los objetivos de la compañía, y de esta forma, cómo lograr esos objetivos y controlar la rentabilidad.

De acuerdo a los estudios realizados por Briano y Saavedra (2015) basándose en la teoría de la agencia, se observó que el aumento de integrantes del consejo de administración, así como también un número de consejeros independientes se incrementa el índice de transparencia de código de gobierno, para brindar mayor confianza al inversionista. Otro punto del estudio es basado en la concentración de la propiedad, si hay un número mayor de familiares en el Consejo de Administración influye en compartir información y obtener una mayor transparencia en el gobierno corporativo y a su vez atraer mayor número de inversionistas y conservar a los actuales.

Finalmente, el hallazgo realizado en la literatura referente al gobierno corporativo sugiere la existencia de una relación de buena gobernabilidad con el valor de una empresa por intermedio de la valorización de los activos y la vigencia a través del tiempo. Se espera que sean de utilidad en temas relevantes como gestión de prácticas de gobiernos corporativos, y la muestra sea mucho mayor a la encontrada para Latinoamérica, por tal razón lo hace valorable

y válido para ser considerado en el futuro, con mayor relevancia en la etapa de profesionalización de los directorios, que es el interés de las innumerables empresas del sector retail.

### **2.3 La Revisión de Literatura Financiera**

Considerando las investigaciones de Petersen y Schoeman (2008), se definió que el ROE es una medida de la rentabilidad de los accionistas y el potencial de crecimiento de la inversión. Los Bancos cuentan con un fondo, con la finalidad de prevenir caídas bancarias y el compromiso para regular los requisitos de capital sobre la banca. Sin embargo, el Banco no quiere demasiado capital, porque al hacerlo reduciría la rentabilidad de los accionistas. Estas consideraciones ponen de manifiesto la diferencia entre la rentabilidad contable y la rentabilidad económica. Una empresa tiene una rentabilidad contable positiva si obtiene beneficios, esto es, que el ROE sea mayor que cero. No obstante, la empresa sólo será económicamente rentable si el ROE es superior al costo de los recursos propios.

De acuerdo a Gitman y Joehnk (2009) definieron el ROE como una medida del rendimiento general de la empresa, el cual es vigilado muy de cerca por los inversionistas, debido a su relación directa con las utilidades, crecimiento y dividendos de la empresa. El rendimiento sobre el capital o rendimiento sobre la inversión (ROI, return on investment) como lo llaman en ocasiones, mide el rendimiento para los accionistas de la empresa al relacionar las utilidades con el capital de los accionistas. El ROE introduce las decisiones del financiamiento de la empresa en el análisis del rendimiento, es decir, corresponde al porcentaje de utilidad o pérdida obtenido por el capital que los accionistas han invertido en la empresa, incluyendo las utilidades retenidas.

Según la investigación de López Sánchez-Casas (2016), el ROIC (Retorno sobre el Capital Invertido) es la muestra, la rentabilidad del activo operativo de la empresa con respecto al total del capital invertido. Este índice financiero cuantifica la rentabilidad que han

alcanzado los accionistas y acreedores, por el capital que financia los proyectos de inversión promovidos por la empresa. El ROIC permite relacionar lo que la empresa deposita contablemente a los acreedores y los accionistas, neto de impuesto, frente a la inversión que hizo posible dicho resultado. Por consiguiente, mide cuánto de rentabilidad han obtenido los inversionistas por la inversión realizada en la empresa. El ROIC indica que, a mayores tasas, mayor rentabilidad, debiendo tener en cuenta este factor a la hora de tomar decisiones sobre la adquisición de acciones de alguna empresa.

Según la investigación de Stern (2002), el Valor Económico Agregado (EVA) es una estimación del monto de las ganancias que difieren de la tasa de rentabilidad mínima requerida (contra inversiones de riesgo parecido) para los accionistas o acreedores; siendo la diferencia entre la creación de valor o la destrucción de valor. Se debe considerar que el EVA considera el crecimiento de todos los factores utilizados para realizar las actividades empresariales. Se genera valor en una empresa, cuando la rentabilidad obtenida mejora al costo de la oportunidad, con los recursos utilizados por la empresa. En otras palabras, el EVA es la utilidad operacional después de impuestos, menos costo promedio de capital, de donde resulta lo siguiente, si el resultado del EVA resulta positivo, se debe entender que genera valor y por el contrario si el resultado del EVA resulta negativo, se debe entender que se destruye valor.

El valor económico agregado es una medida absoluta del desempeño organizacional que permite apreciar la creación de valor. Desde un punto de vista comercial, es la más exitosa metodología para medir el rendimiento utilizada por las empresas y consultoras. Aunque la gran parte de su popularidad es el resultado del poder de marketing y el despliegue de la firma Stern Stewart, propietario de la marca, la métrica se justifica por la teoría financiera y de conformidad con principios de valorización, que son importantes para cualquier inversor al analizar una empresa (Mcclure 2008). El EVA, en una compañía, sólo

crea valor cuando es capaz de lograr inversiones que retengan más que el costo de capital invertido. Es importante considerar la maximización de valor como el principal objetivo financiero; entendiendo este concepto como la maximización de utilidades en el largo plazo, ya que en el corto plazo maximizar utilidades no garantiza la permanencia de la empresa.

En efecto, una definición adecuada para la aplicación del WACC (Weighted Average Cost of Capital) es la que sigue: El costo del capital o costo promedio ponderado del capital, es una tasa que se calcula ponderando cada uno de los costos de las fuentes de recursos de una empresa por las proporciones de capital y deuda de esta. Todas las fuentes son incluidas, como acciones ordinarias, acciones preferentes, obligaciones, y cualquier otra deuda de largo plazo es incluida en su cálculo (Court, 2009).

El WACC (Weighted Average Cost of Capital) es un índice de descuento que evalúa el costo del capital, siendo una media ponderada entre la proporción de los recursos propios y la proporción de recursos ajenos. Es decir, es una tasa que evalúa el costo medio que ha costado nuestro activo, como pueden ser los edificios, carros y activos financieros, en función de cómo se ha financiado con capital propio, como los aportes de los socios de la empresa y recursos de terceros que se da de cualquier tipo de deuda, emitida en forma de obligaciones o un préstamo adquirido. A su vez este indicador (WACC), puede emplearse como la tasa de descuento para descontar los flujos de fondos operativos y de esta forma poder valorar una inversión utilizando el descuento de flujos de fondos.

El Índice de Lucratividad (profit ratio) se define de la siguiente forma: “Es el indicador de rendimiento, que se calcula para cada acción negociada en Bolsa, considerando la ganancia de capital y la entrega de utilidades (acciones liberadas, dividendos en efectivo y suscripciones preferentes)” (Chu ,2012, p. 73). Es un indicador que permite medir el rendimiento (a diario) de la inversión en un título accionario determinado, sobre la base de

una cotización vigente o actual en Bolsa al cierre del año, lo cual permite calcular directamente el rendimiento acumulado de una acción en lo que va del año.

Según la Metodología- Bolsa de Valores de Lima (2010), permite cuantificar el retorno de una inversión efectuada en acciones de una empresa, en un período dado. Este retorno considera la fluctuación del precio o cotización durante el período (ganancia o pérdida de capital) y los beneficios distribuidos, sean en efectivo o en acciones libres de pago. Los beneficios distribuidos en efectivo se consideran, para efectos del cálculo, reinvertidos en la compra de más acciones de la misma empresa a precio ex derecho. El índice de lucratividad, se rige bajo el régimen del comportamiento de la Bolsa de Valores, basado en las acciones de acuerdo a las negociaciones y la contabilización las operaciones por monto efectuado, lo que representa las transacciones realizadas y el volumen de renta variable.

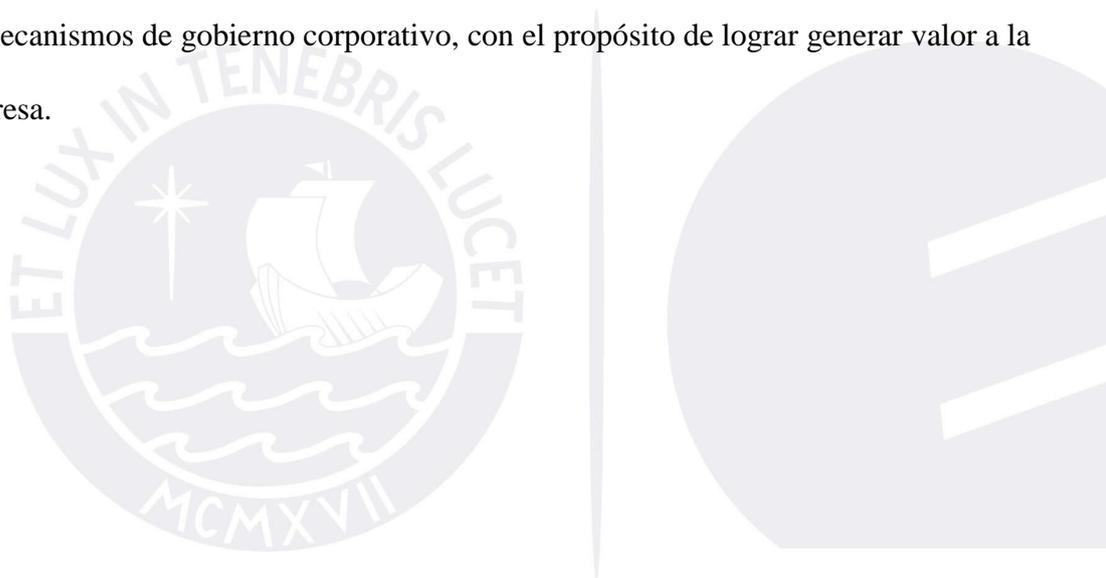
## **2.4 Resumen**

Diversos estudios señalados en la revisión literaria, demuestran que, para realizar el crecimiento de valor de una empresa, se debe resolver antes el problema de agencia, equidad entre accionistas, administradores y el consejo de administración. De igual modo, cada parte busca sus propios intereses entre la propiedad y control de los activos de la empresa, la solución debe ser una parte integradora del código de buen gobierno corporativo, garantizando un mejor uso de los recursos de la empresa que contribuyen a una mayor transparencia de información contable ofrecida al inversionista y el mercado financiero, considerando, además, una mayor rentabilidad para la empresa.

Uno de los mecanismos de gobierno corporativo (tamaño de directorio en la empresa), demuestran que mientras más grande sea una empresa mayor influencia se tendrá en implementar el gobierno corporativo con consejeros independientes, del mismo modo, una de las principales características en empresas familiares es la transparencia al compartir

información, lo que ocasiona que nuevos inversionistas quieran unirse y los que están, permanecer. Otro mecanismo, es el largo tiempo de permanencia en el mercado de valores (mínimo 5 años), se debe mencionar que los países de Latinoamérica carecen significativamente de empresas del sector retail que estén siendo cotizadas en el mercado de Valores, lo que motivó a que los estudios no se puedan demostrar eficientemente mediante la metodología de regresión, por tener una muestra reducida de empresas.

Para finalizar, se hace hincapié en futuras líneas de investigación, que se pueden derivar de esta investigación. De igual manera, se espera que la investigación de los estudios de las buenas prácticas de gobierno corporativo, sean implementadas en las empresas, con el propósito específico, que el sector retail adopte de forma ágil y dinámica una mayor cantidad de mecanismos de gobierno corporativo, con el propósito de lograr generar valor a la empresa.



## Capítulo III: Metodología

### 3.1 Introducción

El estudio del Gobierno Corporativo de las empresas, ha adquirido en los últimos años una mayor relevancia en América Latina (Guzmán & Trujillo, 2012), por la influencia en los resultados Financiero de las empresas, a través de los mecanismos que se establecen al cumplir con el Buen Gobierno Corporativo, puesto que se ven reflejados en el desempeño y valor de la empresa (La Porta, López de Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999).

En América Latina se realizaron investigaciones basadas en el buen gobierno corporativo y el valor financiero de la empresa, teniendo en cuenta distintas metodologías de investigación, Lagos y Vecino (2014) al analizar la influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda, utilizaron el modelo cuantitativo correlacional, como metodología de investigación y el modelo de regresión como herramienta de análisis, de donde se infiere que no existe evidencia alguna de la relación entre prácticas del gobierno corporativo con el valor de la deuda.

Conforme a lo señalado por Briano y Saavedra (2015) al analizar la composición del consejo administrativo y la estructura de los accionistas, como factores de la transferencia en el gobierno corporativo en América Latina, el modelo de investigación empleado es el cuantitativo correlacional y explicativo, en cambio como herramientas de análisis utilizaron la relación bivariados y el modelo de regresión, y como resultado final se observó, una relación positiva entre el nivel de transparencia con el mayor número de integrantes del consejo administrativo y un mayor porcentaje de consejeros independientes.

El estudio realizado por Cabezas y Gómez (2007) señaló que la influencia del gobierno corporativo en el performance de la empresa, mediante el empleo del modelo cuantitativo correlacional como metodología de investigación, y el uso estadístico descriptiva

y modelo de relación binaria para el análisis de los datos, establece una relación positiva entre la práctica de buen gobierno corporativo y el performance de la empresa.

En la presente tesis se estableció la aplicación del enfoque exploratorio con alcance descriptivo en la investigación. Al utilizar este tipo de enfoque para la investigación, se busca realizar un análisis de los datos, con la finalidad de obtener conclusiones y de esta manera poder probar las hipótesis y responder las preguntas planteadas en la investigación (Hernández, Fernández, & Baptista, 2006).

La estrategia utilizada en la investigación está basada en el uso de fuentes documentales y estadísticas, la información documentada se fundamentó en los informes obtenidos de la Organización y Cooperación para el Desarrollo Económico (OCDE), Superintendencia de Mercado y Valores y la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la información financiera de las empresas del sector retail que operan en América Latina, recabada de las bases de datos especializadas (Economatica y Bloomberg), para relacionar y analizar la información publicada en las Bolsas de Valores de los países donde operan. Por consiguiente, el objetivo del presente estudio es generar un análisis, el cual pueda ser utilizado por futuras investigaciones para desentrañar los mecanismos de generación de valor financiero en el marco de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo en América Latina.

### **3.2 Diseño de la Investigación**

La metodología de la investigación utilizado será de forma descriptiva, fundamentado en el análisis de datos y relación con las variables cuantificadas, basado en la observación de hechos supeditados a leyes o patrones generales (Hernández, Fernández, & Baptista, 2006). Para el procesamiento de los datos obtenidos, se utilizó estadística descriptiva, a través de tablas y representaciones gráficas para el cálculo de los parámetros estadísticos, los cuales describen los resultados.

Para la presente investigación se ha propuesto aplicar el tipo de diseño no experimental transversal, al no pretender manipular las variables de estudio y observar los datos en un único momento dentro de un periodo de tiempo. Este tipo de diseño se caracteriza por plantear el análisis del problema de estudio en un único momento dentro de un periodo de tiempo determinado, una única muestra y no se tiene control de las variables independiente. Los datos a analizar se obtuvieron en el periodo de operación de las empresas comprendido entre de los años 2011 al 2015.

VARIABLES DE ESTUDIO DE REFERENCIA AL VALOR FINANCIERO SON:

1. El retorno sobre el capital invertido (ROIC): Damodaran (2007) definió el ROIC como El retorno sobre el capital o la inversión de capital en un negocio y la evaluación del regreso de la ganancia, por lo cual cuantifica la rentabilidad que han obtenido los inversionistas (accionistas y acreedores), por el capital asignado para financiar los proyectos de inversión ejecutados por la empresa.
2. Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE): Según Rapallo (2002) la creación de valor depende de la rentabilidad esperada de los recursos propios, (ROE), y el mínimo riesgo de la inversión ( $K_e$ ) sobre los recurso o acciones. Es evidente, que la condición necesaria para la creación de valor es que la rentabilidad esperada de la inversión, sea superior al costo de su financiación.
3. Costo promedio ponderado del capital (WACC): Fernández (2013) definió el WACC como el promedio ponderado entre el costo y la rentabilidad exigida al capital.
4. Valor económico agregado (EVA): Amat (2002) definió el EVA como un método de desempeño financiero para calcular el verdadero beneficio económico de una empresa.

5. Índice de lucratividad (IL): Según Chu (2012), el Índice de lucratividad es “el indicador de rendimiento, que se calcula para cada acción negociada en Bolsa, considerando la ganancia de capital y la entrega de utilidades (acciones liberadas, dividendos en efectivo y suscripciones preferentes)”. (p.73).

Variable de estudio referente al gobierno corporativo

1. Índice de buen gobierno corporativo: Según la metodología Bolsa de Valores de Lima (2010). define el IBGC como, un indicador estadístico que refleja el comportamiento de los valores de las empresas emisoras que cumplen adecuadamente los principios de buen gobierno corporativo.

### **3.3 Preguntas de Investigación**

De acuerdo al planteamiento del problema determinado en el capítulo I, la investigación propuso la siguiente pregunta principal: ¿Existe relación entre las buenas prácticas del gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas del sector retail de Brasil, Chile, Colombia y México en el periodo 2011 al 2015?

Se considera como preguntas secundarias de la investigación las siguientes:

1. ¿Cuáles son las empresas del sector retail de Brasil, Chile, Colombia y México que cumplen con las buenas prácticas de gobierno corporativo en el periodo 2011 al 2015?
2. ¿Cuáles son las empresas del sector retail de Brasil, Chile, Colombia y México que generaron valor financiero durante el periodo 2011 al 2015?

### **3.4 Participantes de la Investigación**

Los participantes de la investigación están dados por empresas privadas que operan en América Latina, pertenecientes al sector retail y cotizan en Bolsa de Valores en los países en los cuales vienen operando (Brasil, Chile, Colombia y México).

### 3.5 Población

En el marco de muestreo, se consideró a las empresas privadas que pertenecen al sector retail, que cotizan en las Bolsas de Valores de Brasil, Chile, Colombia y México en donde operan. Se evaluó a las empresas que cumplen con las siguientes condiciones: (a) Tener información financiera publicada en la Bolsa de Valores de su respectivo país que operan; (b) participación en la Bolsa de Valores de manera activa; (c) participación mayor al 0% de acuerdo a los sectores más relevantes.

Para obtener una mejor selección de la muestra de la población a investigar se decidió acotar el universo de países en las cuales las empresas operan. Los países seleccionados son Argentina, Brasil Chile, México que representan el 70% de la capitalización del mercado latinoamericano (Diamandis & Drakos, 2011) a este grupo se agregó a Colombia y Perú, por ser las economías grandes de la región que concentran la mayor actividad financiera (Vasco, Cortés, Gaitán, & Duran, 2014).

Para el caso de la investigación, se considera que las empresas tengan información publicada en las Bolsas de Valores del país que operan, en el período comprendido entre los años 2011 al 2015. Se ha acotado el rango de años de participación lo que garantiza que las empresas han venido manteniendo vigentes, mostrando rentabilidad adecuada al contexto presentado a través de los años y se refleja en la variación de los precios de las acciones lo que va ayudar en la investigación para obtener resultados con mayor fiabilidad.

### 3.6 Localización Geográfica

La ubicación geográfica para el siguiente estudio se encuentra en los países pertenecientes a América Latina, de manera específica para la investigación, los países seleccionados como son: Brasil, Chile, Colombia y México, la razón consiste en que las empresas pertenecientes al sector retail seleccionadas se encuentran operando en estos países.

### **3.7 Metodología para Recolección de Datos**

El método seleccionado para la recopilación de datos utilizado para la investigación ha sido el uso de estadísticas y datos secundarios para lo que implicó la revisión de documentos, registros públicos y archivos físicos y electrónicos (Hernández, Fernández, & Baptista, 2006). El instrumento de medición contiene la información requerida a través de estadísticas y archivos electrónicos de las Bolsas de Valores, de las empresas de estudio y de bases de datos de empresas especializadas como los sistemas Economática y Bloomberg. La validez del contenido, criterio y de constructo del instrumento de medición ha sido validado por diferentes estudios que han utilizado la información documentada o por archivo electrónico obtenidos a través de este instrumento, en el caso de Centrum (2011) reporte financiero Centrum de Gloria S.A. para determinar el precio de la acción (Montoro & Navarro, 2010) en determinar el valor de la Q de Tobin de la economía Peruana, Banco Wiese Sudameris (2006) reporte financiero de cementos Lima para determinar el valor de la acción común e información de resultados financieros.

### **3.8 Recolección de Datos**

La fuente de recolección de información son los reportes financieros de las empresas que se encuentran publicadas en las Bolsas de Valores de Brasil, Chile, Colombia y México. Para tal fin también se usaron como herramientas de recolección de datos los sistemas Economática y Bloomberg que cuenta con una base de datos con información financiera de las mil mayores empresas de América Latina, a través de dicha herramienta se podrán acceder a la información financiera de las empresas seleccionadas. Para obtener información referente al buen gobierno corporativo se utilizará los anuarios de cada una de las empresas e informes de gobierno corporativo elaborado por la Bolsa de Valores del país que operan, informes de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y Superintendencia de Mercado de Valores. Para el cálculo del valor del índice de buen

gobierno corporativo se empleó las preguntas que se encuentran en los parámetros de evaluación de buenas prácticas de gobierno corporativo utilizada por la Bolsa de Valores de Lima.

La composición de los datos financieros obtenidos está dada por los valores del ROE, ROIC, WACC, EVA, y el Índice de lucratividad, por parte de datos pertenecientes a las características del Gobierno Corporativo, número de directores, número de directores que son gerentes, número de directores que desarrollan funciones en diferentes empresas, número de directores que son mujeres, número de directores que son externos e independientes, los cuales se encuentran comprendidos dentro del índice de buen gobierno corporativo (IBGC). En la Tabla 1 se muestra la codificación de las variables financieras.

Tabla 1

*Codificación de Variables Financieras y de Buen Gobierno Corporativo*

Variables	Codificación
1 Financieras	
Rentabilidad sobre el Patrimonio	ROE
Retorno sobre Capital Invertido	ROIC
Promedio ponderado del Costo de Capital	WACC
Valor Económico Agregado	EVA
Índice de Lucratividad	IL
2 Indicador de GC	
Índice de Buen Gobierno Corporativo	IBGC

### 3.9 Análisis de Datos

Para el análisis de los datos obtenidos se usó el programa informático Excel como software de análisis (Opción análisis de datos Excel). El estudio se inició con la exploración de los datos a través de un análisis de las variables financieras (ROE, ROIC, EVA, Índice de Lucratividad) y el Índice del buen gobierno corporativo (IBGC). Luego, se realizó el análisis de cada dato de las variables que representan el valor financiero y el índice del buen gobierno corporativo (IBGC) de cada uno de las empresas por año, para determinar comportamientos de las variables financieras a través del desarrollo de tablas y de figuras, a la par determinar el nivel de relación de las variables a través del coeficiente de determinación  $r^2$ . Para el

análisis de los valores obtenidos del coeficiente de determinación  $r^2$  se procedió a ponderar los resultados obtenidos dándoles puntuaciones según las consideraciones (ver Tabla 2).

Tabla 2

*Consideraciones y Puntaje para Coeficiente de Determinación  $r^2$*

Consideraciones	Puntaje	Nivel de Relación
$r^2 > 0.49$	3	Fuerte
$0.49 > r^2 > 0.16$	2	Buena
$0.16 > r^2$	1	Débil

*Nota.*  $r^2$ : Índice de Determinación.

Con los resultados obtenidos de cada una de las variables se procedió a realizar la suma de todos los valores obteniendo un valor total (To) para cada uno de las empresas, se ordenó de mayor a menor, según el valor de To, de esta manera se determinó cuáles son las empresas que presentan mayor número de indicadores financieros que tienen un alto nivel de relación con los índices de lucratividad y de buen gobierno corporativo. Se realizó una evaluación de los valores de los indicadores financieros y a la vez se ponderó los mismos dándoles puntuaciones, como en la Tabla 3 se puede observar.

Tabla 3

*Tabla de Criterios y Puntaje*

Indicadores Financieros	Criterios	Puntaje
ROE	$p > 10$	3
	$10 > p ; p > 5$	2
	$5 > p$	1
ROIC	$Po > WACC$	3
	$Po < WACC$	1
EVA	$EVA(i) > EVA(i-1)$	3
	$EVA(i) < EVA(i-1)$	1
IL	$IL(i-1) < IL(i)$	3
	$IL(i-1) > IL(i)$	1

*Nota.*  $p$ : Valor del ROE,  $Po$  = Valor del ROIC;  $IL(i)$ : Índice de Lucratividad del año,  $i$ : año de estudio.

Para obtener el valor Tc, se procedió a reemplazar los valores de la puntuación de las variables en la siguiente ecuación:  $Tc = a \times ROE + b \times ROIC + c \times EVA + d \times IL$  donde  $a = 1$ ,  $b = 1.5$ ,  $c = 3$ ,  $d = 3$ .

Para el cálculo del valor del índice del buen gobierno corporativo se empleó los principios y parámetros de evaluación de buenas prácticas de gobierno corporativo de la Bolsa de Valores de Lima. Estos principios y parámetros se detallan en el Apéndice A. En la Tabla 4 se muestra el resumen los principios y los puntajes de los parámetros con lo cual se obtuvo el índice de buen gobierno corporativo de las empresas seleccionadas.

Tabla 4

*Resumen de Principios y Puntajes para el Cálculo del IBGC*

Principio (PR <i>i</i> )	Puntaje de Parámetros				
	PAR(1) <i>i</i>	PAR(2) <i>i</i>	PAR(3) <i>i</i>	PAR(4) <i>i</i>	PAR(5) <i>i</i>
PR1	0	1	2	3	4
PR2	0	1	2	3	4
PR3	0	2	3	4	0
PR4	0	2	4	0	0
PR5	0	2	3	4	0
PR6	0	1	2	3	4
PR7	0	1	2	3	4
PR8	0	2	3	4	0
PR9	0	1	2	3	4
PR10	0	1	2	3	4
PR11	0	1	2	3	4
PR12	0	1	2	3	4
PR13	0	2	3	4	4
PR14	0	1	2	3	4
PR15	0	1	2	3	4
PR16	0	1	2	3	4
PR17	0	1	2	3	4
PR18	0	1	2	3	4
PR19	0	2	3	4	0
PR20	0	1	2	3	4
PR21	0	2	3	0	0
PR22	0	1	2	3	4
PR23	0	1	2	3	4
PR24	0	2	4	0	0
PR25	0	2	3	4	0
PR26	0	1	2	3	4

*Nota.* IBGC =  $(\sum_{i=1}^{26} PAR(N)i)$ ; PAR(*m*)*i*: Valor de puntaje de parámetro con mayor cumplimiento del principio *i*, PAR(*j*)*i*: valor del puntaje del parámetro *j* del principio *i* donde *i*: 1 al 26., *j*: 1 al 5, *m*: 1 al 5.

Para identificar si alguna de las empresas cumple con practicar buen gobierno corporativo se consideró, que el valor de la puntuación del IBGC debe de cumplir lo siguiente  $IBGC \geq 50$  puntos.

### **3.10 Validez y Fiabilidad**

La rigurosidad utilizada en la fiabilidad de las herramientas se hace indispensable, puesto que la metodología aplicada a la investigación es de carácter descriptivo. Para la investigación se han utilizado las herramientas adecuadas como el sistema Economatica y Bloomberg cuya información ha sido comparada con la información presentado en las Bolsas de Valores en donde operan las empresas, esta herramienta es utilizadas en distintas investigaciones por la validez y fiabilidad de la información que cuentan, se ha tomado como guía estudios realizados de manera descriptiva lo que hace inviable que algún tipo de subjetividad influya en los investigadores en el análisis de los datos recolectados, La fiabilidad de la investigación se garantiza al haber recolectado datos fidedignos de las variables que representan el valor financiero así como las variables características del gobierno corporativo de las empresa seleccionadas al ser procesadas podrían garantizar un resultado con mayor validez y fiabilidad.

### **3.11 Resumen**

La importancia del estudio de la buena práctica del gobierno corporativo ha obtenido una gran importancia en el entendimiento de la generación de valor financiero de las empresas actualmente en América Latina viene desarrollándose numerosas investigaciones referidas al tema de estudio. En este sentido, la presente investigación tiene como objetivo contribuir con la generación de conocimiento, en los temas de gobierno corporativo en América Latina y generación de valor financiero de la empresa, se consideró el desarrollo de la metodología de investigación aplicando el enfoque cuantitativo correlacional y de alcance descriptivo. Para ello, se estableció el tipo de diseño de la investigación no experimental

transversal o transaccional descriptivo. El estudio se desarrolló en un periodo de tiempo de 8 meses. La estrategia usada en la investigación se basa en el uso de fuentes documentales y estadísticas.

La utilización de la información financiera de las empresas registradas en las Bolsas de Valores de los respectivos países en donde operan las cuales fueron recogidas a través de los sistemas Economática y Bloomberg, así como de los anuarios de las empresas resultó de gran importancia para la estrategia utilizada en la investigación.



## Capítulo IV: Presentación y Análisis de Resultados

### 4.1 Introducción

El presente trabajo de orden descriptivo ha sido desarrollado con la finalidad de identificar lo siguiente, si existe relación entre la generación de valor financiero, bajo el marco de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas del sector retail de las Bolsas de Valores de Brasil, Chile, Colombia y México en el período 2011-2015. Las empresas que participan en la investigación están adecuadas y pertenecen al sector retail, las cuales cotizan en las Bolsas de Valores de los países de América Latina, en donde vienen operando de forma continua, la muestra está conformada por 10 empresas de los países de Brasil, Chile, Colombia y México. En la Tabla 2, se muestra la relación de las empresas seleccionadas para el estudio.

Para el análisis de los datos, se hizo uso del software Excel, el cual genera cálculos y la elaboración de las gráficas. La información obtenida de cada una de las empresas seleccionadas, han sido de valor numérico, las cuales han sido ordenadas desde los años 2011 al 2015. El análisis de la información financiera a través del valor de los índices ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad (IL) indica si la rentabilidad de la empresa es mayor al costo del capital. Para una mejor comprensión, se han desarrollado gráficas con rangos de valores de las variables pertenecientes a los años 2011 al 2015 y se evaluó los resultados de las gráficas (tendencias) a través de la información financiera y los índices del buen gobierno corporativo. En la Tabla 5 se muestra las empresas seleccionadas.

Para presentar los resultados de la presente investigación, se dividen en dos partes. La primera parte muestra el resultado de cada una de las empresas, la segunda parte se analizó a todas las empresas en conjunto, como un solo sector (retail). En las tablas cuyos títulos es indicadores financieros y de buen gobierno corporativo se presentó la información y resultados obtenidos a través del instrumento de medición.

Tabla 5

*Resumen de Indicadores Financieros y de IBGC de empresas seleccionadas*

Nombre de la Empresa	2015				2014				2013				2012				2011			
	ROE (%)	EVA	IL	IBGC	ROE (%)	EVA	IL	IBGC	ROE (%)	EVA	IL	IBGC	ROE (%)	EVA	IL	IBGC	ROE (%)	EVA	IL	IBGC
Lojas Americanas	14.6	-841.3	77.1	57.0	30.0	-451.3	121.8	69.0	46.6	-77.1	75.3	63.0	54.7	80.9	151.4	59.0	59.6	-13.0	85.9	52.0
Lojas Renner	27.8	-33.4	111.8	43.0	28.2	-154.2	125.4	41.0	29.1	-40.6	76.5	43.0	28.9	62.5	164.7	45.0	31.0	31.3	85.8	44.0
P.Acucar	2.4	-3011.7	29.3	56.0	12.7	-444.2	83.7	63.0	11.7	-706.5	102	71.0	13.0	-174.4	125.1	63.0	9.8	-1107	86.9	53.0
Éxito	7.3	318016	35.8	45.0	5.7	-76555	80.1	44.0	5.7	-11611	79	47.0	6.4	357614	154.3	44.0	6.7	-371016	114	43.0
Falabella	14.5	73375.0	96.7	60.0	14.1	383454	75.6	69.0	14.7	170919	88.4	62.0	13.3	119094	135.0	60.0	16.6	187429	70.4	55.0
Chedraui	7.3	-524.9	108.6	43.0	7.7	186.0	91.7	41.0	7.9	-4423.4	110	43.0	7.6	2035.2	119.7	45.0	8.8	-2357.0	93.5	44.0
Grupo Elektra	4.1	-11284	57.9	54.0	10.2	-10034	112.4	50.0	3.9	-8780.4	80.8	53.0	0.3	-6876	42.8	47.0	11.5	4893.3	236	58.0
Puerto Liverpool	13.8	1394.9	122.0	53.0	13.2	193.5	88.0	41.0	14.8	2750.3	111	56.0	15.5	2498.2	146.5	51.0	16.2	1666.5	106	52.0
Femsa	10.0	-10911	123.5	46.0	10.1	-7721	103.5	42.0	10.1	-7320.7	97.7	43.0	13.8	-2554	133.3	45.0	11.7	-19178	140	41.0
Corporación Soriana	7.7	-3610.4	98.0	54.0	8.2	-1195.7	86.6	50.0	7.5	-745.8	94.4	53.0	9.2	-894.8	147.0	47.0	8.9	-2869	84.6	58.0

*Nota.* Empresas seleccionadas que cumplieron los requisitos expuestos en el capítulo III. a) Tener información financiera publicada en la Bolsa de Valores de su respectivo país que operan; (b) participación en la Bolsa de Valores de manera activa;(c) participación mayor al 0% de acuerdo a los sectores más relevantes de la Bolsa de Valores de sus países sedes. Adaptado de “Ratios de rendimiento Bloomberg”, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresas del sector retail.

La fiabilidad de los datos obtenidos por el instrumento de medición, se sustenta por medio de la herramienta software Financiero *Bloomberg* y la información presentada a la Bolsa de Valores del país que vienen operando.

## 4.2 Resultados

### 4.2.1 Empresa Lojas América

La Tabla 6, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Lojas Americanas. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) e índices de gobierno corporativo.

Tabla 6

#### *Indicadores Financieros y Gobierno Corporativo Empresa Lojas Americanas*

Indicadores	AÑO				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Financieros</b>					
ROE (%).	3.6	13.9	12.5	12.8	15.5
ROIC (%).	7.5	11.5	12.3	11.9	13.3
WACC (%).	13.5	15.6	13.1	10.8	13.5
EVA (Millón BRL)*	-841.3	-451.3	-77.1	80.9	-13.0
Índice de Lucratividad	77.1	121.8	75.3	151.4	85.9
<b>Gobierno Corporativo</b>					
IBGC	57	69	63	59	52

*Nota.* Adaptado de “Ratios de rendimiento Bloomberg“, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Lojas Americanas del sector Retail. (\*) Real Brasileño

El índice financiero ROE, se mostró un decrecimiento a lo largo del periodo de estudio, originado por la aplicación de la estrategia de venta, basado en precio de productos y al aumento del gasto de operación, y esto se dio por la apertura de nuevos centros de distribución en el periodo del 2012 al 2015, lo cual se reflejó en el aumento del gasto financiero neto, relacionado con el plan de crecimiento y mejora de atención al cliente. El año 2014 se tuvo un incremento de capital para mejorar la estructura de capital de la empresa.

El índice financiero ROIC, presenta una tendencia a la baja en el periodo de tiempo de estudio, debido a la volatilidad del tipo de cambio de la moneda de Brasil (Real Brasileño), con respecto al dólar, lo que afectó en el incremento del gasto financiero en 10.8% con respecto al año 2013, originado por el pago de obligaciones financieras y un aumento de capital, el cual fue invertido en la apertura de nuevo locales y mejorar la estructura de capital de la empresa.

El índice financiero WACC, en los años 2011 al 2015, ha permanecido de forma constante, presentándose ciertas variaciones debido a factores externos relacionados a la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos, reflejado en la reducción del costo de financiamiento externo, tipo de cambio, Aumento del capital por el plan de crecimiento y obtención de financiamiento a menor costo.

El índice financiero EVA, ha presentado una tendencia decreciente entre el 2011 al 2015 debido a la disminución del valor del ROIC, en comparación del valor del WACC. La caída del valor de este índice, ha sido originada por el incremento de capital invertido asociado al plan de crecimiento y al incremento del gasto financiero por préstamos con mayor costo.

El índice financiero de lucratividad, de los precios de las acciones presenta un comportamiento oscilante con tendencia decreciente en el periodo de estudio obteniendo un porcentaje del 0.91 y el valor de la acción el año 2015 con respecto al año 2011. En las Figuras 2 y 3 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad.

Para la empresa, Lojas Americanas, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice de lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.14 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE, presenta un valor de 0.124, lo

que indica una débil relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC, presenta un valor de 0.056 lo que indica una relación débil.

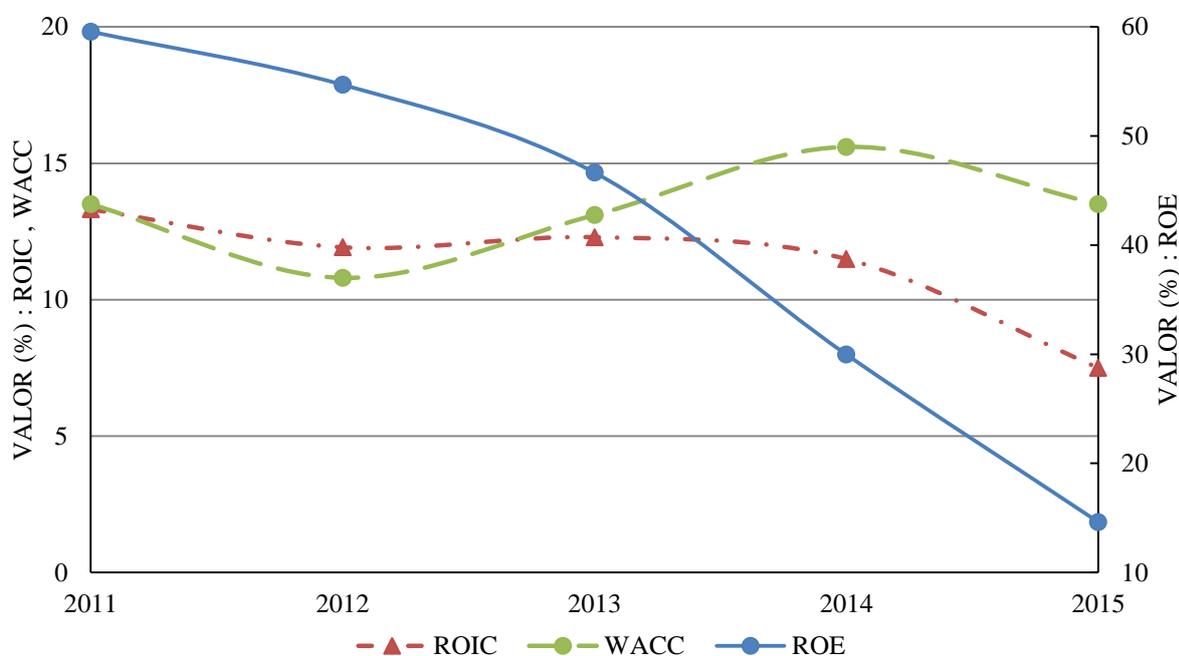


Figura 2. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Lojas Americanas.

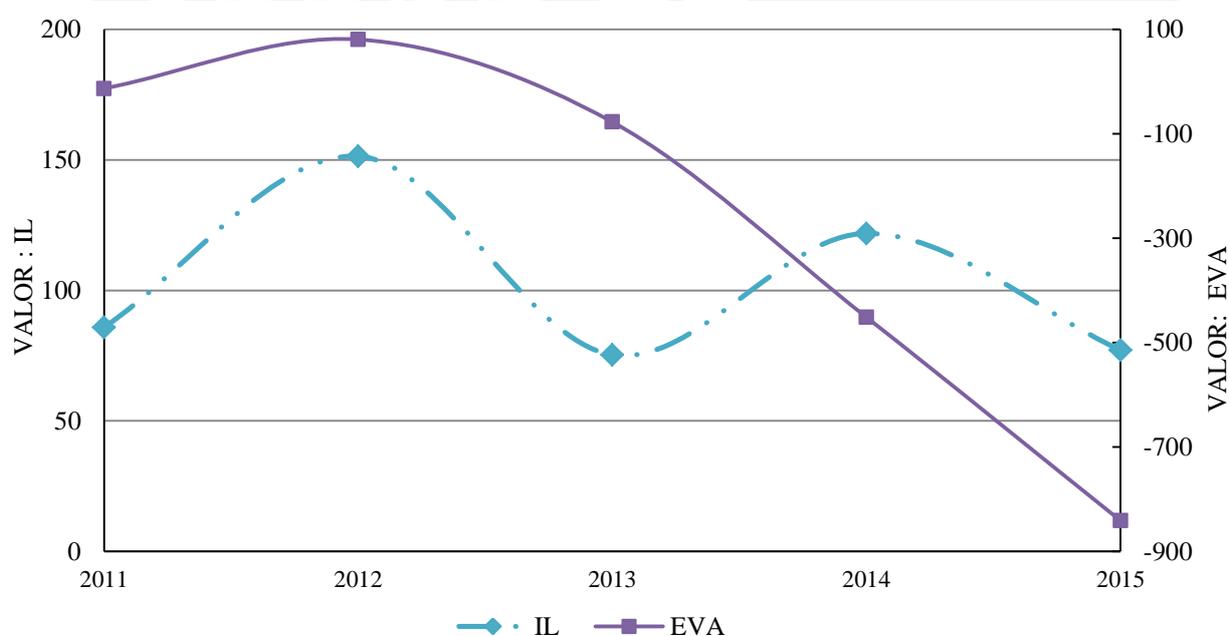


Figura 3. Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, índice de lucratividad (IL) de la empresa Lojas Americanas.

Para la empresa Lojas Americanas, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (GC) y el índice de lucratividad, presenta un valor de 0.088, con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (GC) y el EVA, presenta un valor de 0.032, lo que indica una débil relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (GC) y ROE, presenta un valor de 0.0016 lo indica una débil relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (GC) y el ROIC, presenta un valor de 0.0012 lo que indica una relación débil.

#### 4.2.2 Empresa Lojas Renner

La Tabla 7, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Lojas Renner. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROIC, WACC, EVA y el índice de Lucratividad) e índices de buen gobierno corporativo.

Tabla 7

#### *Indicadores Financieros y Gobierno Corporativo Empresa Lojas Renner*

Indicadores	Año				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Financieros</b>					
Roe	27.79	28.16	29.11	28.89	30.96
Roic (%)	14.98	11.23	13.21	14.12	15.44
Wacc (%)	15.70	15.20	14.40	11.90	14.00
Eva (Millón BRL)	-33.4	-154.19	-40.71	62.54	31.32
IL	111.81	125.36	76.49	164.74	85.83
<b>Gobierno Corporativo</b>					
IBGC	43	41	43	45	44

*Nota.* Adaptado de "Ratios de rendimiento Bloomberg", Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Lojas Renner del sector Retail. (\*) Real Brasileño

El índice financiero ROE, presenta una tendencia a la baja en los años de estudio, originado por una política de aumento del gasto de operación originado por la apertura de

nuevas tiendas y centros de distribución en los años 2012 al 2015, lo que se reflejó en el aumento del gasto financiero neto relacionado con el plan de crecimiento implementación de sistemas tecnológico y remodelación de la infraestructura actual y mejoramiento de la cadena de suministro.

El índice financiero ROIC, presenta una tendencia a la baja en el periodo de tiempo de estudio, debido a la volatilidad del tipo de cambio de la moneda de Brasil (Real Brasileño), con respecto al dólar, lo que afecto en el incremento del gasto financiero en originado por el pago de obligaciones financieras y un aumento de capital invertido en la apertura de nuevo locales y mejorar la estructura de capital de la empresa.

El índice financiero WACC, en los años 2011 al 2015 a presentando variaciones al alza, debido a factores externos relacionados a la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos, el cual es reflejado en el aumento del costo de financiamiento externo, tipo de cambio, aumento del capital por el plan de crecimiento 2011 al 2016. En la Figura 4 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad.

El índice financiero EVA, ha presentado una tendencia decreciente entre el 2011 al 2015 debido a la disminución del ROIC y un aumento del valor de WAC, originado por el incremento de capital invertido asociado al plan de crecimiento 2011 – 2016 y al incremento del gasto financiero por préstamos con mayor costo de financiamiento.

El índice de Lucratividad, de los precios de las acciones ha presentado una tendencia creciente en global en el periodo de análisis obteniendo un porcentaje del 1.3 el valor de la acción el año 2015 con respecto al año 2011. En la Figura 5 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio Eva y el índice de lucratividad.

Para la empresa, Lojas Renner, el coeficiente de determinación  $r^2$  obtenido entre el índice de Lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.0062 con lo que se comprueba que la

relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE, presenta un valor de 0.1758, lo que indica una débil relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC, presenta un valor de 0.3135 lo que indica una relación buena.

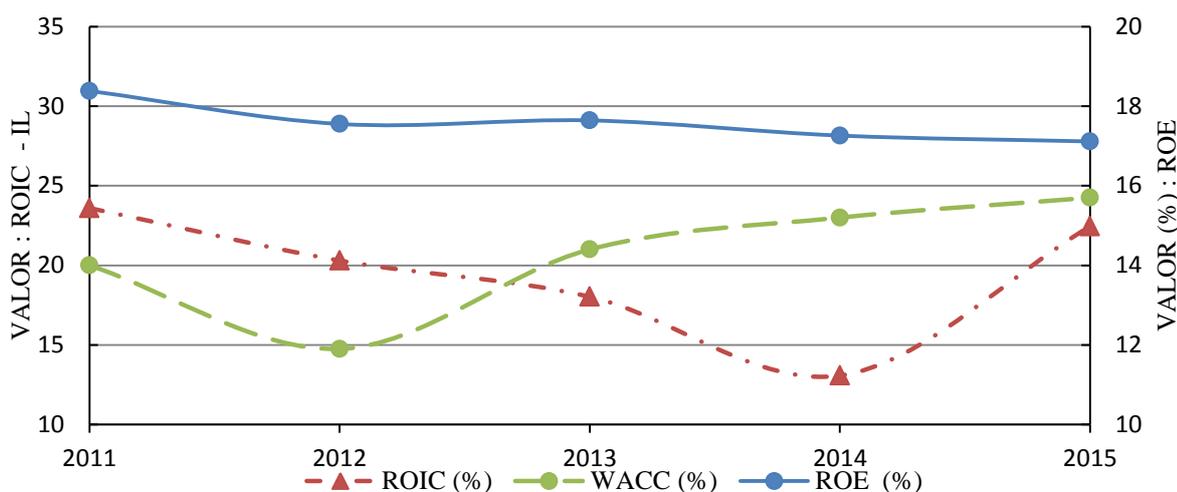


Figura 4. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Lojas Renner.

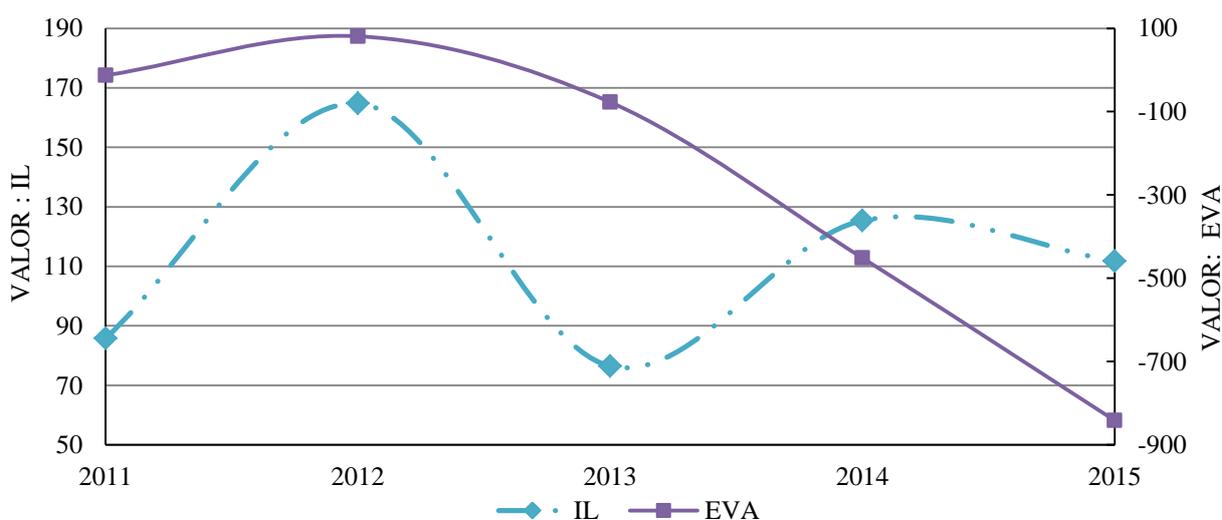


Figura 5. Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, índice de lucratividad (IL) de la Empresa Lojas Renner.

Para la empresa Lojas Renner, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el de Lucratividad presenta un valor de 0.006 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el EVA, presenta un valor de 0.99, lo que indica una fuerte relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE, presenta un valor de 0.22 lo indica una buena relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC, presenta un valor de 0.56 lo que indica una relación fuerte.

#### **4.2.3 Empresa P. Acucar**

La Tabla 8, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa P. Acucar. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROIC, WACC, EVA y Índice de lucratividad) e índices de buen gobierno corporativo. El índice financiero ROE, no manifestó una variación importante en el periodo del año 2011 al 2014. En el año 2015 el ROE, presentó una caída del 75% con respecto al 2014 debido un aumento del gasto de operación, originado por la apertura de nuevos locales relacionado con el plan de expansión y el aumento del costo de financiación.

El índice financiero ROIC, presentó una tendencia a la baja en el periodo de tiempo de estudio debido a al aumento del gasto operación, la volatilidad del tipo de cambio del Real Brasileño con respecto al dólar, lo que afectó en el incremento del gasto financiero para la apertura de nuevo locales. El índice financiero WACC, en los años 2011 al 2015 presentó una tendencia creciente debido a factores externos relacionados al aumento de la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos, aumento del tipo de cambio reflejado en un aumento del costo de financiamiento del capital en un 29.1% en 2015 con respecto al 2011, tipo de cambio. El índice financiero EVA, ha presentado una tendencia decreciente

entre el 2011 al 2015 debido a la disminución del ROIC y un aumento del valor de WACC, originado por el incremento de costos operacionales asociado al plan de crecimiento y al incremento del gasto financiero por préstamos con mayor costo de financiamiento.

El índice de lucratividad de los precios de las acciones no es estable, presentando una tendencia decreciente sostenida en global en el periodo de análisis obteniendo un porcentaje de 0.33 del valor de la acción del año 2011 con respecto al año 2015. En la Figura 6 y 7 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, Roe, Roic, Wacc, Eva y el índice de lucratividad.

Para la empresa, P.Acucar, el coeficiente de determinación  $r^2$  obtenido entre el índice de Lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.8753 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es fuerte, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE, presenta un valor de 0.5637, lo que indica una fuerte relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC, presenta un valor de 0.748 lo que indica una relación fuerte

Tabla 8

*Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa P. Acucar.*

Indicadores	Año				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Financieros</b>					
ROE (%)	2.8	11.1	10.0	9.0	10.8
ROIC (%)	5.3	12.8	10.3	9.8	9.3
WACC (%)	18.6	14.5	13.4	10.6	14.4
EVA (Millón BRL)*	-3011.7	-444.2	-706.5	-174.4	-1107.2
Índice de Lucratividad	29.3	83.7	102.1	125.1	86.9
<b>Gobierno Corporativo</b>					
IBGC	56	63	71	63	53

*Nota.* Adaptado de "Ratios de rendimiento Bloomberg", Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa P. Acucar del sector Retail. (\*) Real Brasileño.

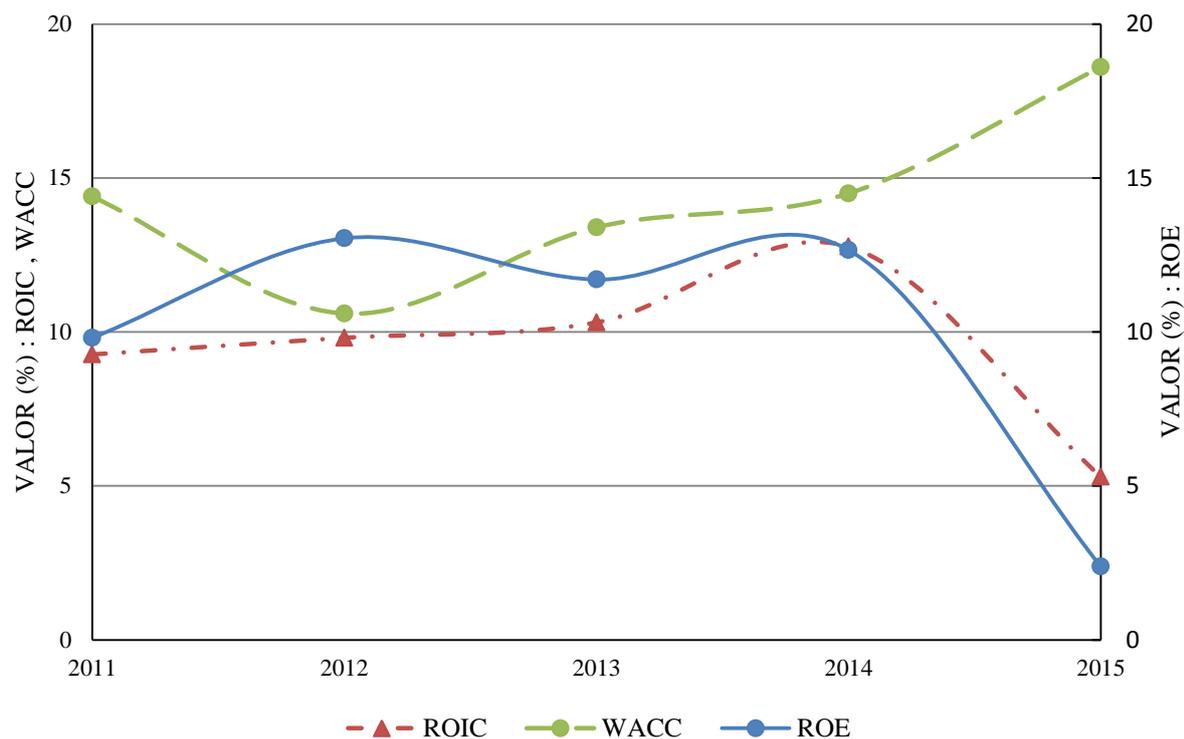


Figura 6. Tendencia de valores de indicadores financieros, Roe, Roic y Wacc de la empresa P. Acucar.

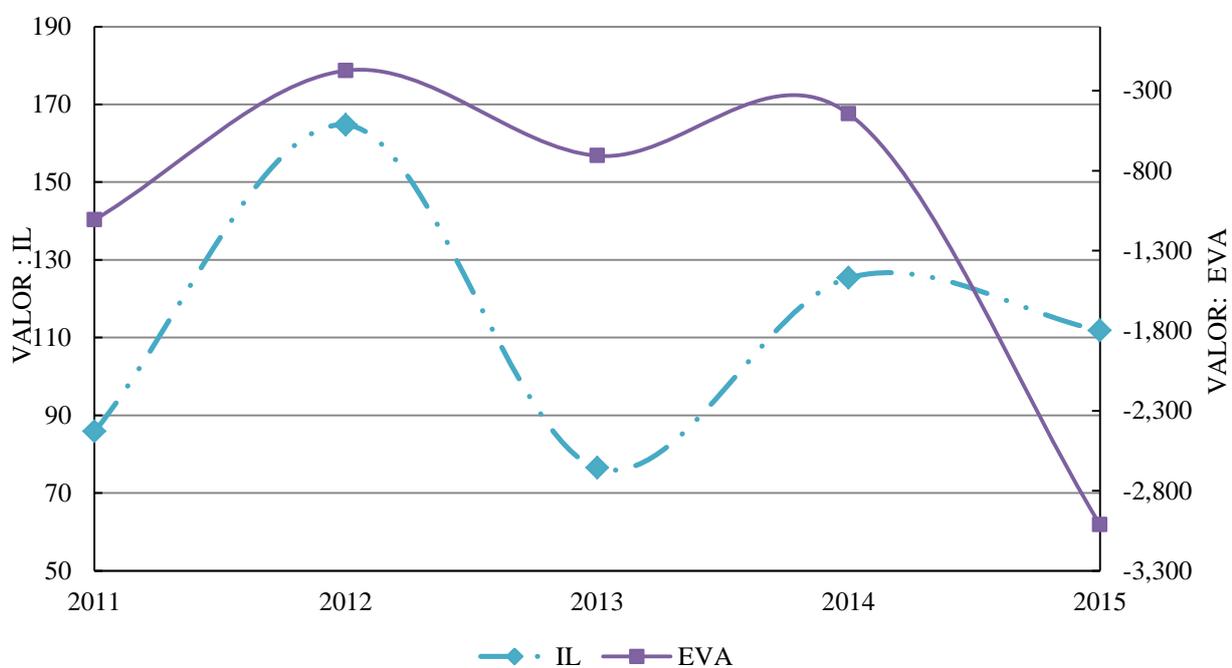


Figura 7. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, índice de lucratividad (IL) de la empresa P. Acucar.

Con respecto a las variables de buen gobierno corporativo se observó que se presenta variación en los valores del ND, PDEI donde se dio una reducción de números total de directores de la empresa. El coeficiente de determinación  $r^2$  del PDEI con el índice de lucratividad presenta un valor de 0.8 que comprueba una fuerte relación de ambas variables, con respecto al ND el valor de  $r^2$  presenta un valor de 0.79 lo que indica una fuerte relación con el Índice de Lucratividad.

Para la empresa P. Acucar, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el índice de lucratividad, presenta un valor de 0.476 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es buena, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el EVA, presenta un valor de 0.39, lo que indica una buena relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE, presenta un valor de 0.47 lo que indica una buena relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC, presenta un valor de 0.69 lo que indica una relación fuerte.

#### **4.2.4 Empresa Éxito**

La Tabla 9 contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Éxito. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) e índices de buen gobierno corporativo. Se verifica, que el índice financiero ROE, presentó una tendencia decreciente en los años 2011 al 2015, debido al entorno competitivo en Colombia, Brasil, Argentina y Uruguay se realizó una inversión de precios que afectó al margen bruto así en los años 2013, 2014 y 2015 teniendo mayor impacto en el margen bruto el último año, en paralelo un menor ingreso financiero en el año 2013 y la adquisición de parte de accionariado de la empresa Pau de Azúcar y el 100% de la empresa Libertad de Argentina.

Tabla 9

*Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Éxito*

Indicadores	AÑO				
	2015	2014	2013	2012	2011
Financieros					
ROE (%).	4.36	5.51	5.46	5.59	6.38
ROIC (%).	5.22	5.39	5.26	9.59	0.63
WACC (%).	4.10	6.30	5.40	5.10	5.70
EVA (Millón COP)	318016.26	-76554.80	-11611.16	357613.77	-371015.91
Índice de Lucratividad	35.84	80.07	79.07	154.31	113.50
Gobierno Corporativo					
IBGC	45	44	47	44	43

*Nota.* Adaptado de “Ratios de rendimiento Bloomberg“, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Éxito del sector Retail. (\*) Peso colombiano.

El índice financiero ROIC, mostró una tendencia creciente en el periodo de tiempo de estudio 2011 al 2015. En el año 2012, se presentó un mayor crecimiento de 0.63%, en el 2011 fue del orden de 9.59% en el 2012, reduciéndose en el año 2013 al 5.26%, sin presentar mayores variaciones en los años 2013 al 2015 teniendo un valor promedio de 5.29%.

El índice financiero WACC, en los años 2011 al 2015, presentó una tendencia decreciente debido a factores externos relacionados a la reducción de la de la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos y una mejor negociación de tasa de interés de préstamos bancarios y reducción de nivel de deuda, así como la emisión de instrumentos financieros dados por bonos con un mayor nivel de calificación por parte de instituciones calificadoras de riesgo.

En la Figura 8 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROE, ROIC, WACC. El índice financiero Eva, ha presentado una tendencia creciente entre el 2011 al 2015, originado por la implementación del plan de expansión a través de la inversión en infraestructura mediante la apertura de nuevos locales en Colombia a través de la adquisición de almacenes Súper Inter y Uruguay, así como el aumento del capital con la adquisición del 18% del accionariado de la empresa Pau de Azúcar de Brasil y el

100% de la empresa Libertad de Argentina, los cuales mostraron desempeños favorables en dichos años.

El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presento una tendencia decreciente sostenida en global en el periodo de análisis obteniendo un porcentaje de 0.32 del valor de la acción del año 2011 con respecto al año 2015.

En la Figura 9 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, Eva y índice de lucratividad. Para la empresa, Éxito, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice de Lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.0024 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE, presenta un valor de 0.49, lo que indica una buena relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de Lucratividad y el ROIC, presenta un valor de 0.093 lo que indica una relación débil.

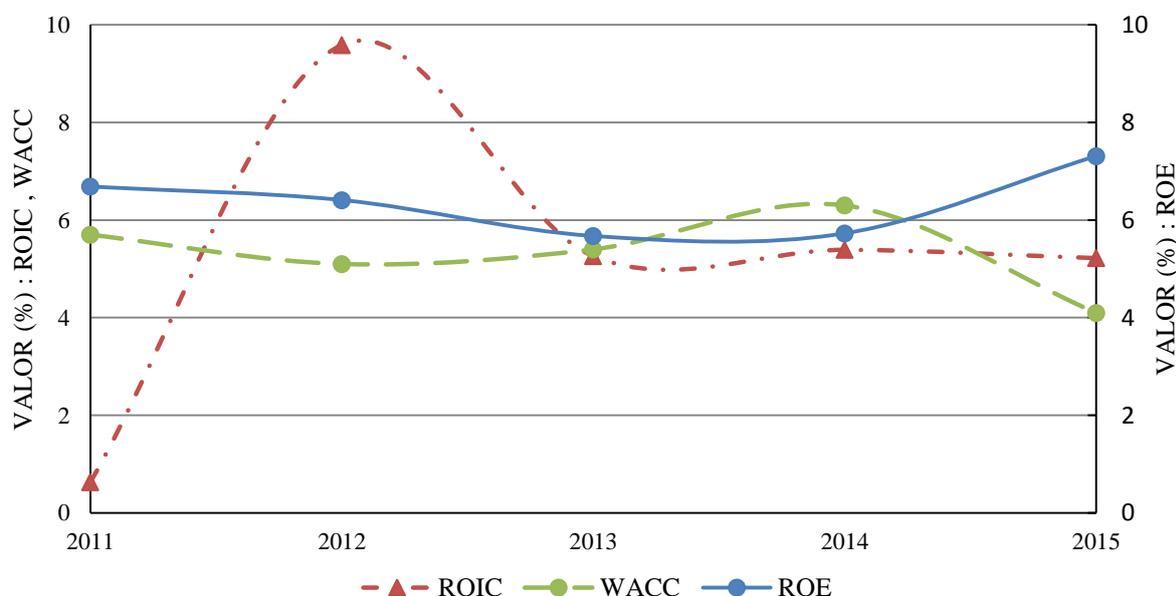


Figura 8. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Éxito.

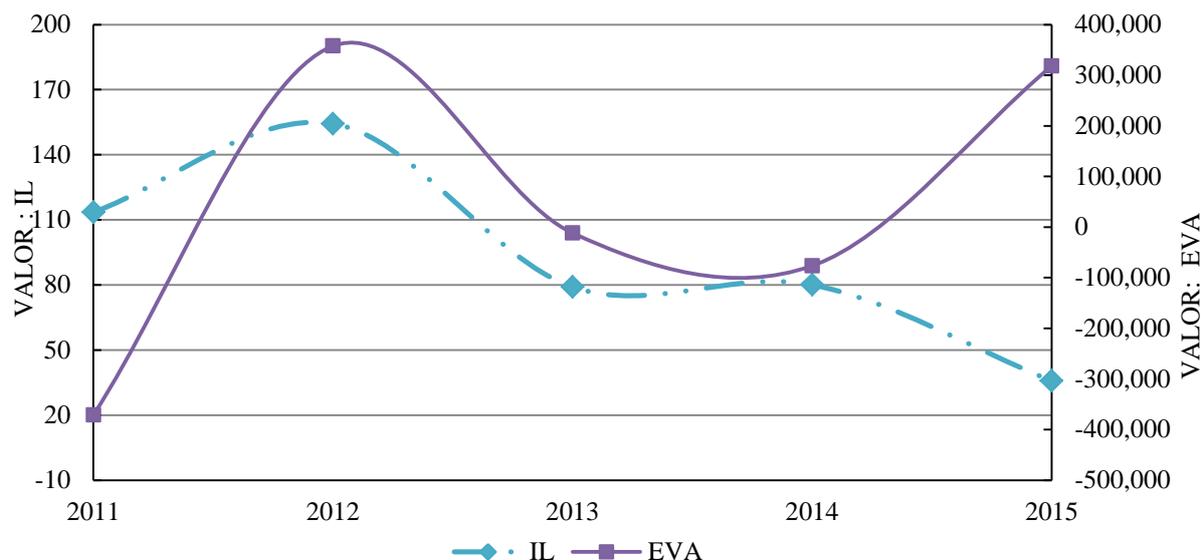


Figura 9. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, índice de lucratividad (IL) de la empresa Éxito.

Para la empresa Éxito, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el índice de lucratividad, presenta un valor de 0.194 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el EVA, presenta un valor de 0.082, lo que indica una débil relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE, presenta un valor de 0.212 lo indica una débil relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC, presenta un valor de 0.06 lo que indica una relación débil.

#### 4.2.5 Empresa Falabella

La tabla 10, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de cada empresa, siendo la primera la empresa Falabella. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) e índice de buen gobierno corporativo. El índice financiero ROE, ha presentado una ligera tendencia a la baja en el periodo de estudio de 11.818%, con respecto al valor del 2011, debido a un aumento del

gasto financiero por deuda, a causa de la apertura de nuevos locales y el plan de expansión 2014 y 2017.

El índice financiero ROIC, ha presentado una ligera tendencia a la baja en el periodo de estudio de 11.9%, con respecto al valor del 2011 debido a un aumento en el gasto administrativo y la volatilidad del tipo de cambio del peso chileno con respecto al dólar, lo cual genero un incremento del gasto financiero originado por el pago de obligaciones financieras y un aumento del capital invertido en la adquisición de sistemas informáticos y la apertura de nuevo locales.

El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presenta una tendencia creciente con un valor mayor con respecto al año 2011, debido a factores externos relacionados a la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos reflejado en el aumento de del costo de financiamiento externo, aumento del tipo de cambio y obtención de financiamiento a mayor costo.

Tabla 10

*Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Falabella*

Indicadores	AÑO				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Financieros</b>					
ROE (%)	9.7	9.9	10.0	9.4	11.0
ROIC (%)	8.9	10.4	9.5	9.5	10.1
WACC (%)	8.1	5.6	7.0	7.6	6.9
EVA (Millón CPL)*	73375.0	383453.5	170919.4	119093.9	187428.7
Índice de Lucratividad	96.7	75.6	88.4	135.0	70.4
<b>Gobierno Corporativo</b>					
IBGC	60	69	62	60	55

*Nota.* Adaptado de “Ratios Bloomberg”, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Falabella del sector Retail.  
(\*) Peso chileno.

El índice financiero EVA, presentó un crecimiento en el año 2014 en un 104% con respecto al año 2011 y una reducción del 80% el 2015 con respecto al año 2014 debido al incremento de capital invertido, asociado al plan de crecimiento, incremento del gasto de financiamiento. En la Figura 10 y 11 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROE, ROIC, WACC, Eva y el Índice de Lucratividad.

El índice de lucratividad de los precios de las acciones presentó una tendencia al alza desde el 2011. La empresa ha mantenido un incremento sostenido en global en el periodo de análisis obteniendo un porcentaje del 37% con respecto al valor de la acción el año 2015, en comparación al año 2011.

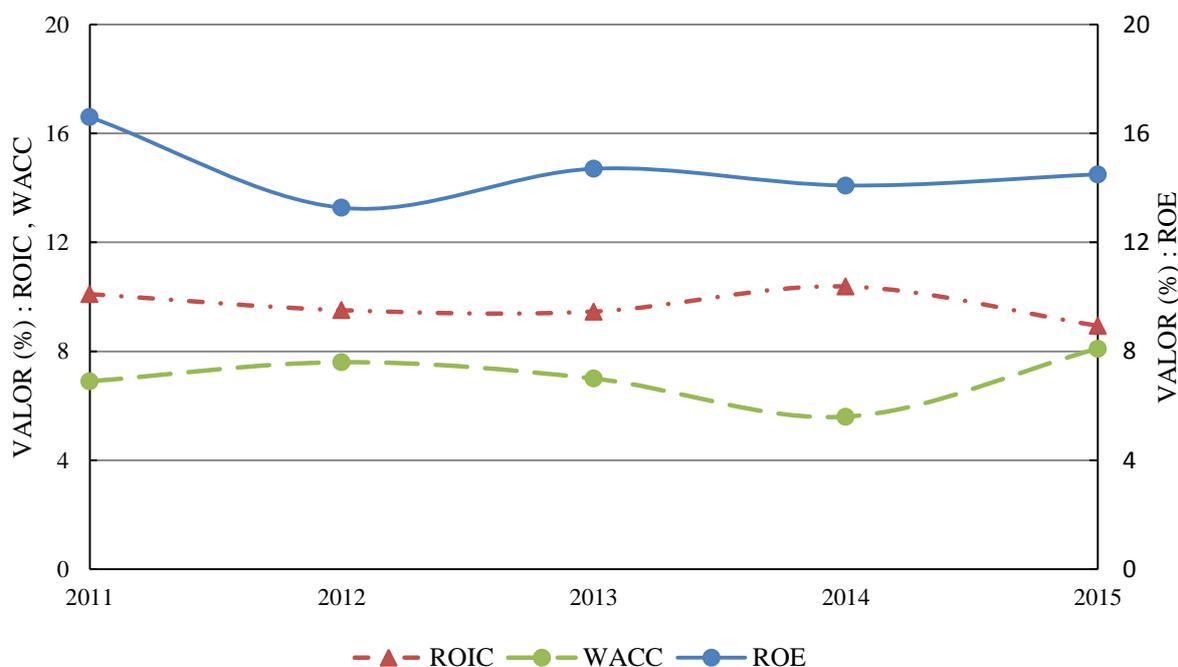


Figura 10. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Falabella.

Para la empresa Falabella el coeficiente de determinación  $r^2$  del EVA, con el índice de lucratividad presente un valor de 0.298 con lo que se comprueba que la relación de ambas variables relativamente buena, con respecto al ROE, el  $r^2$  presenta un valor de 0.612 lo que indica una fuerte relación, con respecto al ROIC, el  $r^2$  presenta un valor de 0.277 con lo que indica que la relación de ambas variables relativamente buena.

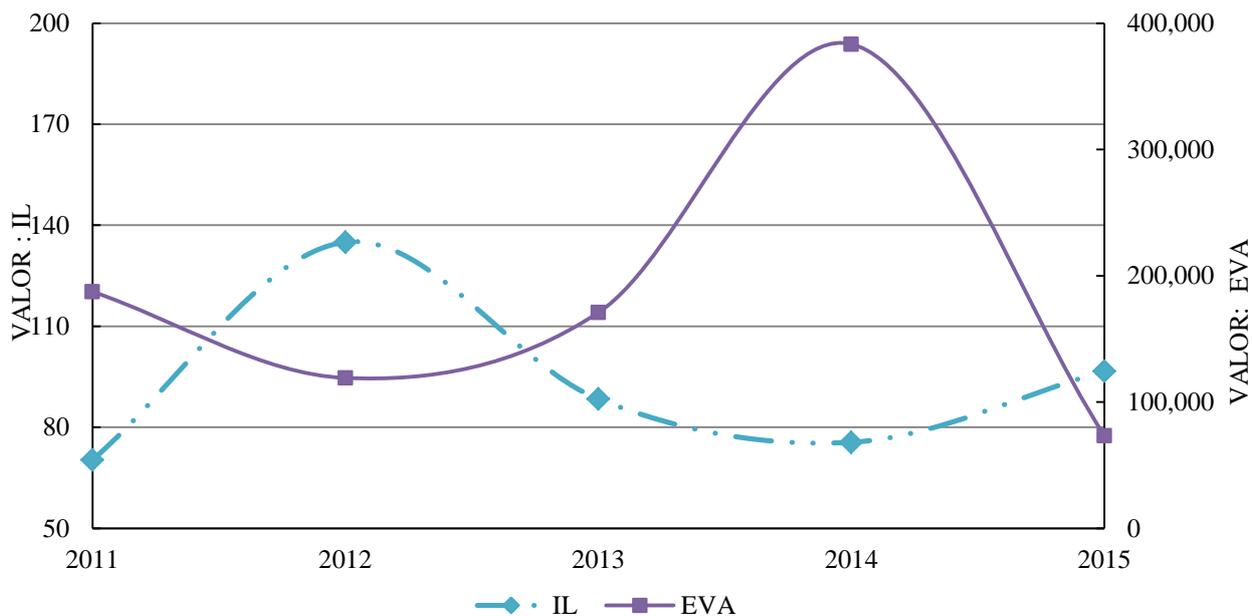


Figura 11. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, índice de lucratividad (IL) de la empresa Falabella.

Para la empresa, Falabella, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice de lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.298 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es buena, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE, presenta un valor de 0.612, lo que indica una fuerte relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC, presenta un valor de 0.277 lo que indica una relación buena.

Para la empresa Falabella, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el índice de lucratividad, presenta un valor de 0.01 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el EVA, presenta un valor de 0.52, lo que indica una fuerte relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE, presenta un valor de 0.22 lo indica una débil relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC, presenta un valor de 0.11 lo que indica una relación débil.

#### 4.2.6 Empresa Chedraui

La Tabla 11, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Chedraui. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad), y el Índice de Gobierno Corporativo.

El índice financiero ROE, presenta una tendencia descendente en el periodo de estudio. En el año 2015 el ROE presentó una caída del 14% con respecto al 2011, debido al mayor gasto operación originado por la apertura de nuevos locales en México y Estados Unidos, la variación del tipo de cambio con respecto al dólar y desaceleración económica de los países que operan.

El índice financiero ROIC presentó una tendencia creciente en el periodo de tiempo de estudio, en el año 2015 presentó un valor de 3.11 veces más con respecto al valor del año 2011, debido al mejor desempeño de las diferentes operaciones de la empresa en México y Estados Unidos.

Tabla 11

#### *Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Chedraui*

Indicadores	Año				
	2015	2014	2013	2012	2011
Financieros					
ROE.	7.26	7.67	7.9	7.59	8.84
ROIC (%).	9.2	9.75	-5.93	16.26	2.24
WACC (%).	10.8	9.10	9.7	9.7	10.9
EVA (Millón MXM(*))	-524.91	185.97	-4423.42	2035.24	-2357.04
IL	108.61	91.7	109.86	119.7	93.47
Gobierno Corporativo IBGC	43	41	43	45	44

*Nota.* Adaptado de "Ratios de rendimiento Bloomberg", Datos financiero y de Gobierno Corporativo de Empresa Chedraui del sector Retail. (\*) Peso mexicano.

El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presento pequeñas variaciones entre los años 2011 al 2015, debido a factores externos relacionados al valor de la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos, la adquisición de deuda con menor costo de financiamiento, con respecto a la deuda de largo plazo, cancelación de la deuda a corto plazo en el 2013. El año 2015 se observó un crecimiento del WACC, debido al

aumento del tipo de cambio reflejado en un aumento del costo de financiamiento del capital dado en dólares. En la Figura 12 y 13 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, Roe, Roic, Wacc, Eva y el índice de lucratividad.

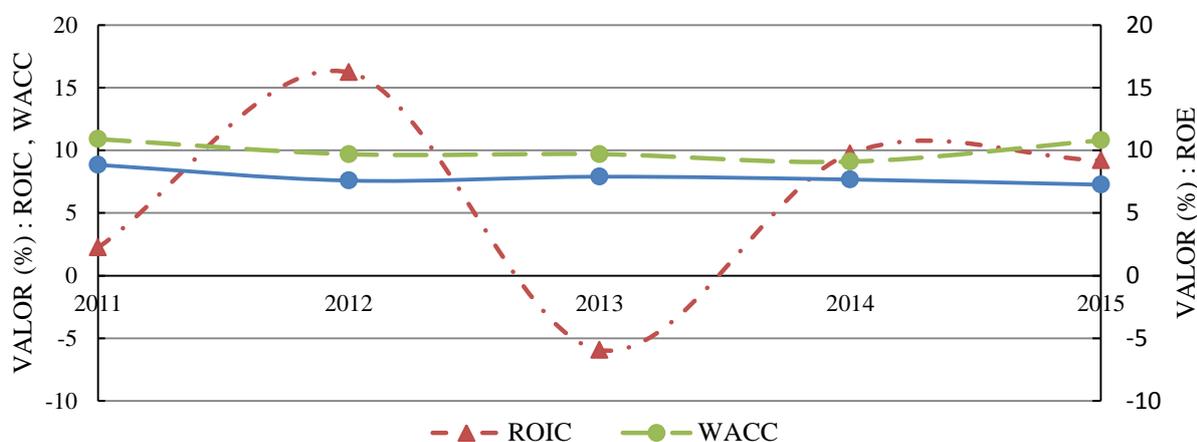


Figura 12. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Chedraui.

El índice financiero EVA ha presentado una tendencia creciente entre el 2011 al 2015, debido al aumento del valor del ROIC y una disminución del valor de WACC, originado por el buen desempeño de las operaciones de la empresa y un menor costo de financiamiento. El índice de lucratividad de los precios de las acciones, presentó una tendencia creciente sostenida en global, en el periodo de análisis obteniendo 1.16 más del valor de la acción del año 2015 con respecto al año 2011.

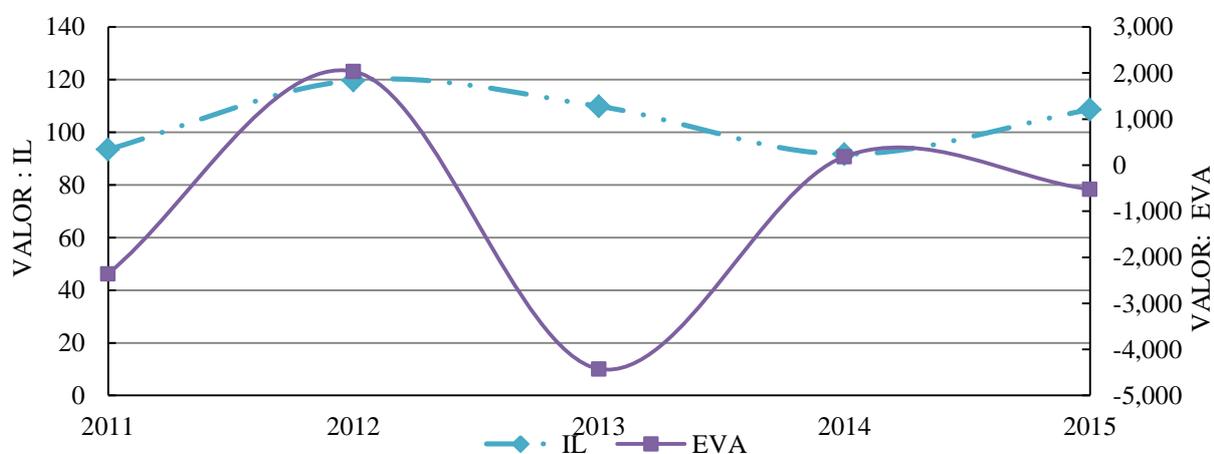


Figura 13. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) de la Empresa Chedraui.

Para la empresa, Chedraui, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice de Lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.064 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE presenta un valor de 0.77, lo que indica una fuerte relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC presenta un valor de 0.06 lo que indica una relación débil.

Para la empresa Chedraui, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el Lucratividad, presenta un valor de 0.406 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es buena, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el EVA presenta un valor de 0.026, lo que indica una débil relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE presenta un valor de 0.053 lo que indica una fuerte relación y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC presenta un valor de 0.032 lo que indica una relación débil.

#### **4.2.7 Empresa Elektra**

La Tabla 12, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Grupo Elektra. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) e índices de buen gobierno corporativo.

El índice financiero ROE, en el año 2012 se observó una reducción debido al aumento de los gastos en un 21%, con respecto al año 2011 y un aumento del gasto financiero, debido al plan de expansión y una mayor minusvalía de los instrumentos financiero que la empresa posee lo que implicó no contar con flujo de efectivo y la compra de Avance América en abril del 2012, a partir del 2013 al 2014, se presenta una tendencia de crecimiento debido a

una menor minusvalía de los instrumentos financieros, que las empresas poseen con respecto al año 2012 y una optimización de los recursos.

Tabla 12

*Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Grupo Elektra*

Indicadores	AÑO				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Financieros</b>					
ROE (%).	4.1	10.2	3.9	0.3	11.5
ROIC (%).	2.3	1.7	2.2	4.7	13.3
WACC (%).	8.5	7.5	7.4	8.8	10.4
EVA (MILLÓN MXM)*.	-11284.3	-10034.2	-8780.4	-6875.7	4893.3
Índice de Lucratividad	57.9	112.4	80.8	42.8	235.5
<b>Gobierno Corporativo</b>					
IBGC	54	50	53	47	58

*Nota.* Adaptado de “Ratios de rendimiento Bloomberg”, Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Grupo Elektra del sector Retail.  
(\*). Peso mexicano.

El índice financiero ROIC, presenta una tendencia a la baja, en el rango de tiempo de estudio 2011 al 2015, debido a la volatilidad del tipo de cambio del peso mexicano con respecto al dólar, lo cual afectó el incremento del gasto financiero con respecto al año 2011, originado por el pago de obligaciones financieras y un aumento de capital invertido en la apertura de nuevos locales, compra de empresa Avance América y aumento del negocio financiero dado por un mayor portafolio de crédito.

El índice financiero WACC, en los años 2011 al 2014 presenta un menor valor debido a factores externos relacionados a la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos, reflejado en la reducción del costo de financiamiento externo, tipo de cambio, aumento del capital por el plan de crecimiento y obtención de financiamiento a menor costo. El índice financiero EVA ha presentado una disminución desde el año 2011 al 2015 en un 3.3 veces menos con respecto al 2011, esto debido al incremento de capital invertido asociado al plan de crecimiento 2013, compra de la empresa Avance América,

minusvalía de los instrumentos financieros de la empresa, el incremento del gasto de financiamiento originado por el tipo de cambio de peso mexicano con respecto al dólar (ver Figura 14).

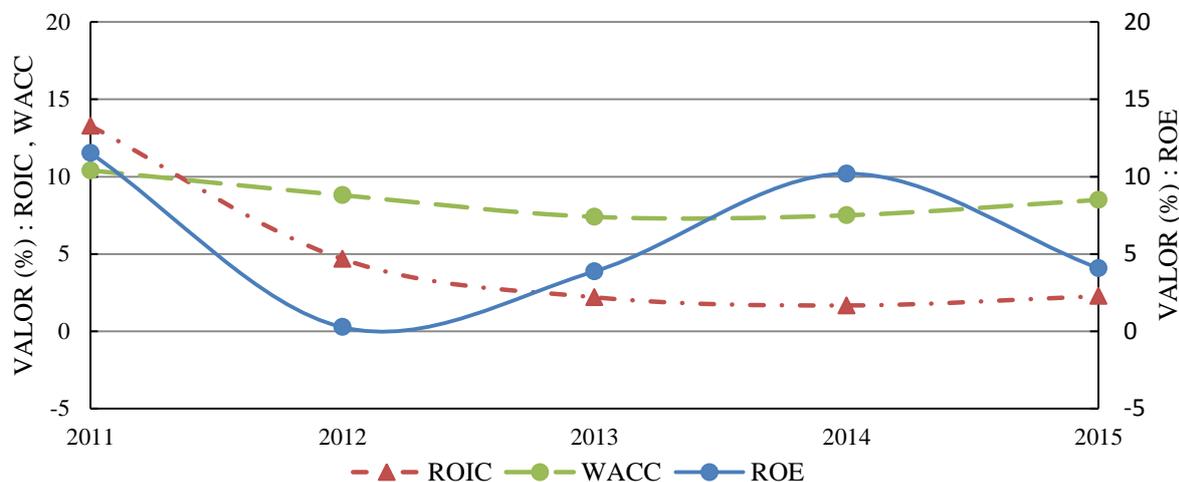


Figura 14. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Elektra.

El índice de Lucratividad de los precios de las acciones, es variable con una tendencia decreciente, desde el 2011 la empresa ha mantenido una disminución sostenida, en global en el periodo de análisis obteniendo un porcentaje del 53% el valor de la acción del año 2015 con respecto al año 2011, presentando un valor de 63% en el año 2014 por un mejor resultado en el año (ver Figura 15).

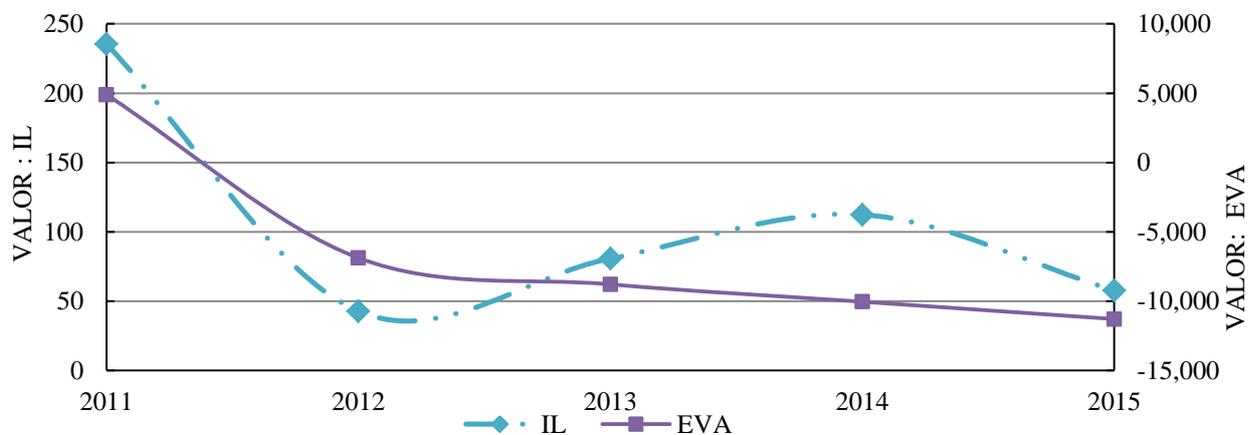


Figura 15. Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, índice de Lucratividad (IL) de la empresa Elektra.

Para la empresa, Elektra, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice de lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.76 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es fuerte, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE, presenta un valor de 0.74, lo que indica una fuerte relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC, presenta un valor de 0.72 lo que indica una relación fuerte.

Para la empresa Elektra, el coeficiente de determinación " $r^2$ ", obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el índice de lucratividad, presenta un valor de 0.56 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es fuerte, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el EVA, presenta un valor de 0.36, lo que indica una buena relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE, presenta un valor de 0.38 lo que indica una buena relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC, presenta un valor de 0.36 lo que indica una relación buena.

#### **4.2.8 Empresa Fomento Económico Mexicano - Femsa**

La Tabla 13, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Femsa. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROIC, WACC, EVA y Índice de lucratividad) e índices de GC.

El índice financiero ROE, presenta una tendencia descendente en el periodo de estudio. En el año 2015 el ROE presentó una caída del 14% con respecto al 2011. En el año 2012 se observó un crecimiento del 18% del ROE, con respecto al año 2011, debido al mejor desempeño al área de logística y por la apertura de dos centros de distribución acorde al desarrollo de sistema de rutas de distribución especializadas. A partir del año 2013 se observa una caída del ROE, debido a mayores gastos financieros por la adquisición de cadenas de

farmacias YZA, Moderna y la adquisición del 80% de la empresa Doña Tota, a su vez la variación del tipo de cambio de peso mexicano con respecto al dólar y desaceleración económica de los países en los que operan.

Tabla 13

*Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Femsá.*

Indicadores	Año				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Financieros</b>					
ROE.	10.05	10.13	10.12	13.83	11.72
ROIC (%).	7.58	6.75	7.23	8.99	2.91
WACC (%).	10.70	9.10	9.60	10.00	11.30
EVA (MILLÓN MXM)	-10910.89	-7720.97	-7320.74	-2553.90	-19178.34
IL	123.49	103.54	97.75	133.28	139.96
<b>Gobierno Corporativo</b>					
IBGC	46	42	43	45	41

*Nota.* Adaptado de “Ratios de rendimiento Bloomberg”, Datos financiero y de Gobierno Corporativo de Empresa Grupo Femsá del sector Retail. (\*) Peso mexicano.

El índice financiero ROIC, presento una tendencia creciente en el periodo de tiempo de estudio, debido al mejor desempeño de las diferentes operaciones de la empresa. El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presentó una tendencia decreciente entre los años 2011 al 2015, debido a factores externos relacionados al valor de la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos, la adquisición de la deuda por la emisión de Bonos (con calificación BBB+ por parte de Standard & Poor’s y de “A” por Fitch Ratings), a mejores condiciones, dicho recurso, fue obtenido y utilizado para mejorar el costo de financiamiento de la empresa. El año 2015, se observó un crecimiento del WACC, debido al aumento del tipo de cambio, reflejado en un aumento del costo de financiamiento del capital dado en dólares.

En la Figura 16 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROE, ROIC, WACC. El índice financiero EVA, ha presentado una tendencia creciente entre el 2011 al 2015 debido al aumento del valor del ROIC, y una disminución del

valor de WACC, originado por el buen desempeño de las operaciones de la empresa y un menor costo de financiamiento.

El índice de Lucratividad de los precios de las acciones presentó una tendencia de creciente, sostenida en el periodo de análisis, obteniendo un porcentaje de 88 % del valor de la acción del año 2011 con respecto al año 2015. En la Figura 17 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero EVA y el Índice de Lucratividad.

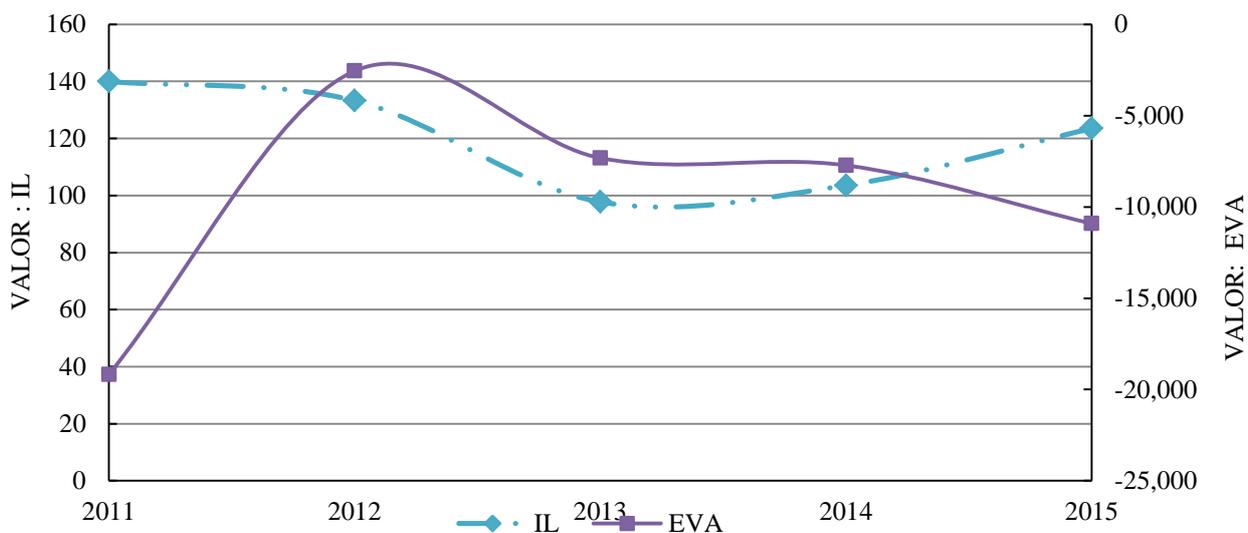


Figura 17. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Femsá.

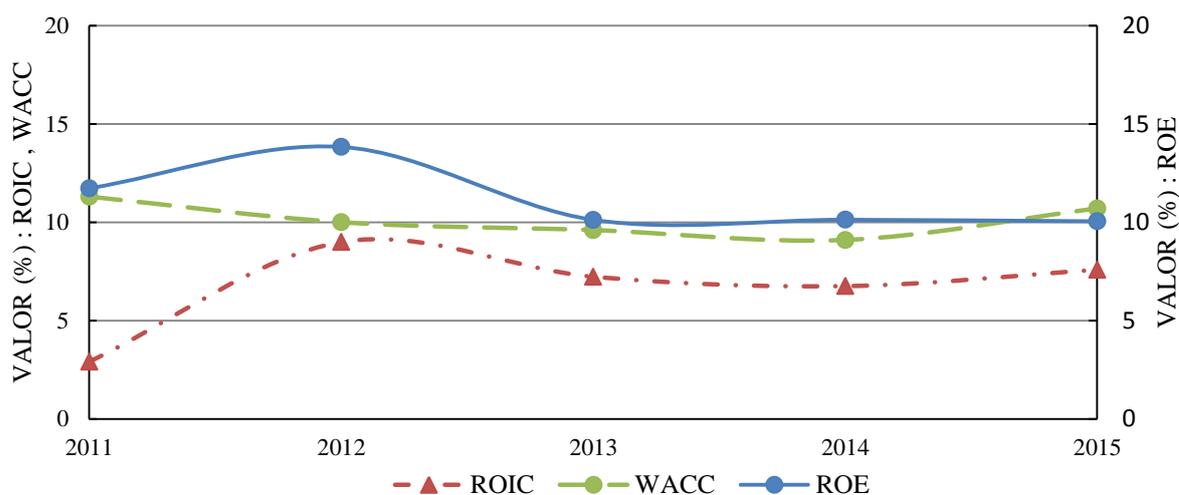


Figura 17. Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, Índice de Lucratividad (IL) de la Empresa Femsá.

Para la empresa Fomento Económico Mexicano, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice de lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.16 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE presenta un valor de 0.47, lo que indica una buena relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC presenta un valor de 0.11 lo que indica una relación débil.

Para la empresa Fomento Económico Mexicano, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el índice de lucratividad, presenta un valor de 0.009 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el EVA, presenta un valor de 0.29, lo que indica una buena relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE presenta un valor de 0.019 lo que indica una débil relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC, presenta un valor de 0.613 lo que indica una relación fuerte.

#### **4.2.9 Empresa Puerto Liverpool**

La Tabla 14, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Puerto Liverpool. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) y los índices de buen gobierno corporativo. El índice financiero ROE, ha presentado una leve variación con tendencia a la baja en los años de estudio del 2011 al 2015, esto originado por el aumento de los gastos de operación, debido a la apertura de nuevos locales, y esto se refleja en el aumento del gasto financiero neto, relacionado con el plan de crecimiento, y a la vez con el capital de trabajo.

Tabla 14

*Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Puerto Liverpool*

Indicadores	AÑO				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Financieros</b>					
ROE (%).	10.8	10.5	11.0	12.1	12.4
ROIC (%).	9.9	7.8	11.6	11.8	11.7
WACC (%).	8.3	7.6	8.0	8.2	8.8
EVA (Millón MXM)*.	1394.9	193.5	2750.3	2498.2	1666.5
Índice de Lucratividad	122.0	88.0	110.5	146.5	105.7
<b>Gobierno Corporativo</b>					
IBGC	53	41	56	51	52

*Nota.* Adaptado de “Ratios de rendimiento Bloomberg”, Datos financiero y de Gobierno Corporativo de la Empresa Puerto Liverpool del sector Retail. (\*) Peso mexicano.

El índice financiero ROIC, presenta una tendencia a la baja el 2014, debido a la volatilidad del tipo de cambio del peso mexicano con respecto al dólar, lo cual afectó al incremento del gasto financiero en 10.8% con respecto al año 2013, originado por el pago de obligaciones financieras y un aumento de capital invertido, y esto se reflejó en la apertura de nuevo locales. El índice financiero WACC, en los años 2011 al 2014 presenta un menor valor debido a factores externos relacionados a la tasa de interés, publicado por la FED, del gobierno de Estados Unidos, y eso es reflejado en la reducción del costo de financiamiento externo, tipo de cambio, aumento del capital por el plan de crecimiento y obtención de financiamiento a menor costo.

El índice financiero EVA, ha presentado un crecimiento en el año 2013, de un 39% con respecto al 2011, esto debido al incremento de capital invertido asociado al plan de crecimiento, dándose una caída en el 2014, debido al incremento del gasto de financiamiento originado por el tipo de tasa de cambio de pesos mexicano con respecto al dólar y decisiones internas de la dirección. En la Figura 17 y 18 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROE, ROIC, WACC, EVA y el Índice de lucratividad.

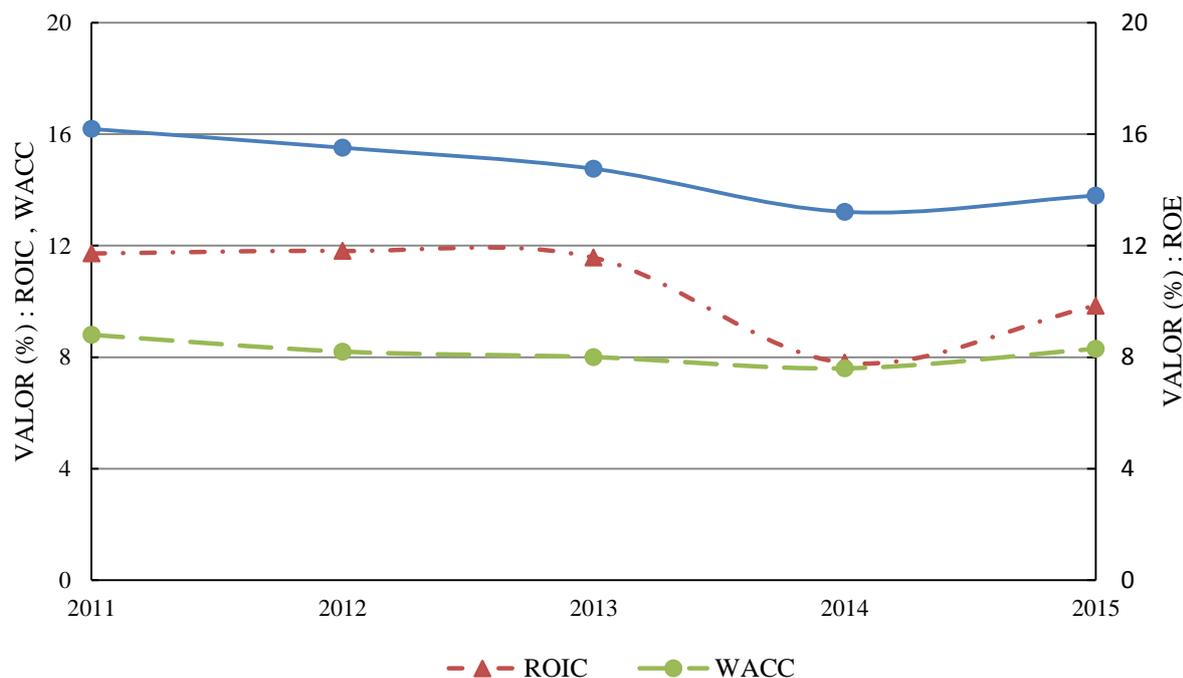


Figura 18. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la Empresa Puerto Liverpool.

El índice de Lucratividad de los precios de las acciones, no se muestra estable, desde el 2011, la empresa ha mantenido un incremento sostenido en global, en el periodo de análisis, obteniendo un porcentaje del 1.7% el valor de la acción el año 2015 con respecto al año 2011, presentando una distorsión en el año 2014, por los factores antes mencionados.

Para la empresa Puerto Liverpool, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice de lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.45 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es buena, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE, presenta un valor de 0.21, lo que indica una débil relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC, presenta un valor de 0.39 lo que indica una relación buena.

Para la empresa Puerto Liverpool, el coeficiente de determinación  $r^2$ , obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el índice de lucratividad, presenta un valor de 0.26 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno

corporativo (BGC) y el EVA, presenta un valor de 0.73, lo que indica una fuerte relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE, presenta un valor de 0.12 lo indica una débil relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC, presenta un valor de 0.69 lo que indica una relación fuerte.

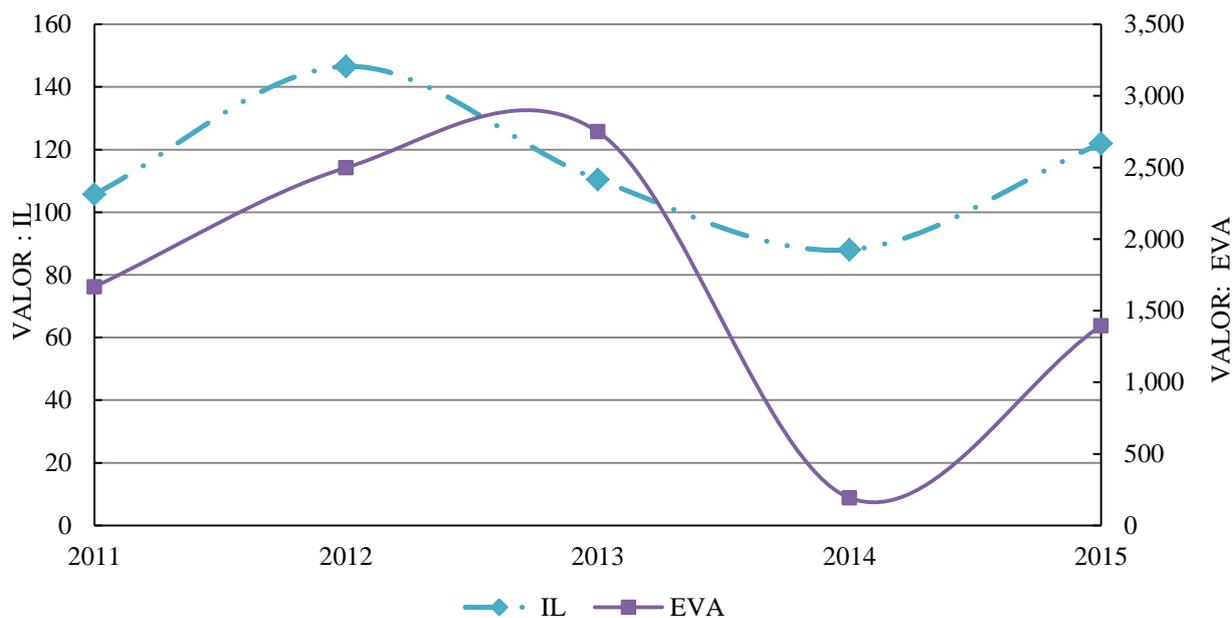


Figura 19. Tendencia de valores de indicadores financieros, Eva, Índice de lucratividad (IL) de la Empresa Puerto Liverpool.

#### 4.2.10 Empresa Corporación Soriana

La Tabla 15, contiene la información y resultados obtenidos de las variables de estudio de la empresa Soriana. Se incluye en la tabla los índices financieros (ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) y los índices de buen gobierno corporativo. El índice financiero ROE, presenta una tendencia descendente en el periodo de estudio. En el año 2015 el ROE presentó una caída del 13.4% con respecto al 2011, debido al mayor gasto operación originado por la apertura de nuevos locales en México alineados al plan de expansión, remodelación de locales, aplicación de la estrategia de bajos precios, apertura de

un nuevo centro de distribución y la implementación de módulos de sistema de la Información (SAP) para la optimación de los recursos de operación.

Tabla 15

*Indicadores Financieros y de Buen Gobierno Corporativo Empresa Corporación Soriana*

Indicadores	AÑO				
	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Financieros</b>					
ROE (%).	7.72	8.25	7.45	9.18	8.92
ROIC (%).	5.44	6.83	7.86	8.37	5.43
WACC (%).	10	8.9	9.2	10.1	11
EVA (Millón MXM)*.	-3610.4	-1195.73	-745.85	-894.84	-2869.43
Índice de Lucratividad	98.01	86.59	94.4	147.03	84.56
<b>Gobierno Corporativo</b>					
IBGC	54	50	53	47	58

*Nota.* Adaptado de "Ratios Bloomberg", Datos financiero y de gobierno corporativo de empresa Soriana del sector retail.  
(\*) Peso mexicano.

El índice financiero ROIC, en general no presentó variación en el periodo de estudio. En los años 2012, se tiene un valor de 54% a comparación del año 2011 debido al mejor desempeño en la venta y la reducción de gasto de operación, a partir del año 2013 empieza a reducirse hasta el 2015, originado por un mayor costo de operación, aumento del capital invertido, destinado a la remodelación e inauguración de nuevos locales alineados al plan de expansión.

El índice financiero WACC, en el periodo de estudio presentó una reducción entre los años 2011 al 2015, debido a factores externos relacionados al valor de la tasa de interés publicado por la FED del gobierno de Estados Unidos, la adquisición de deuda con menor costo de financiamiento con respecto a la deuda de largo plazo. El año 2015, se presentó un

crecimiento del WACC, debido al aumento del tipo de cambio reflejado en un aumento del costo de financiamiento del capital dado en dólares.

El índice financiero EVA, ha presentado una tendencia decreciente entre el 2011 al 2015 debido al aumento del valor del ROIC, y una disminución del valor de WACC, originado por el buen desempeño de las operaciones de la empresa y un menor costo de financiamiento. El índice de lucratividad de los precios de las acciones presentó una tendencia creciente sostenida en global en el periodo de análisis obteniendo un porcentaje de 1.15 del valor de la acción del año 2011 con respecto al año 2015. En la Figura 20 se muestra las tendencias que presentan las variables de estudio financiero, ROE, ROIC y WACC.

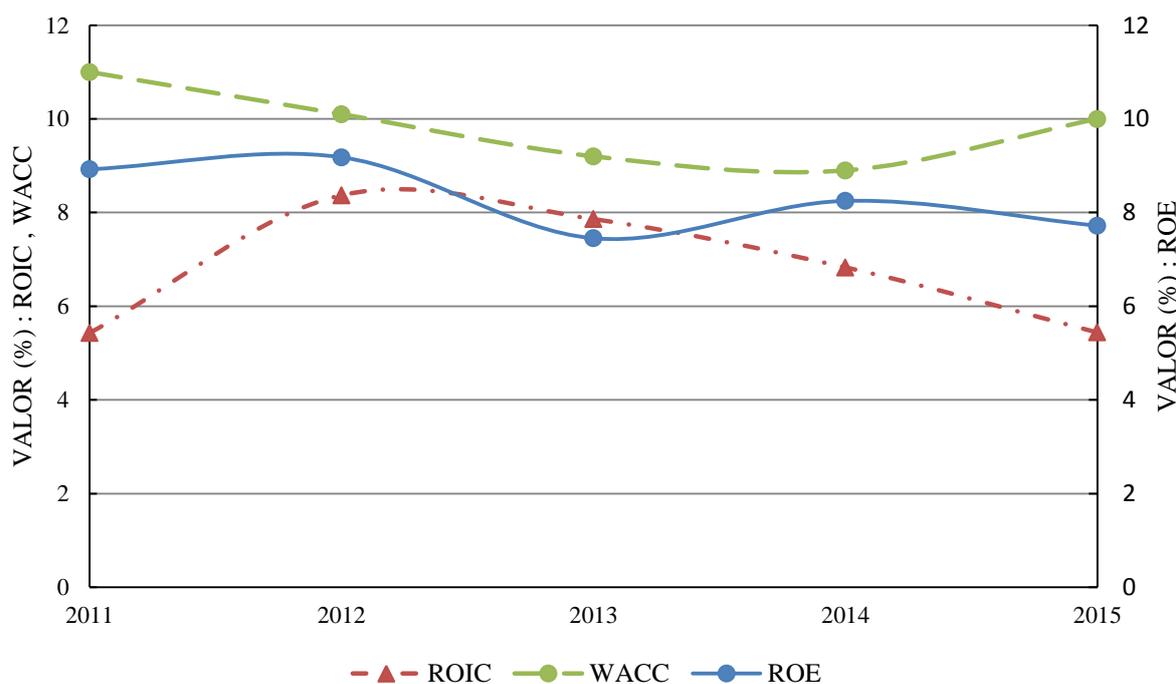


Figura 20. Tendencia de valores de indicadores financieros, ROE, ROIC y WACC de la empresa Soriana.

Para la empresa Soriana, el coeficiente de determinación  $r^2$  obtenido entre el índice de lucratividad y el EVA, presenta un valor de 0.14 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROE, presenta un valor de 0.25, lo que indica una débil

relación, y finalmente, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de lucratividad y el ROIC, presenta un valor de 0.43 lo que indica una relación buena. Para la empresa Soriana, el coeficiente de determinación  $r^2$  obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y el índice de lucratividad, presenta un valor de 0.22 con lo que se comprueba que la relación entre ambas variables es débil, del mismo modo, el coeficiente de determinación obtenido entre índice de buen gobierno corporativo (BGC) y el EVA, presenta un valor de 0.81, lo que indica una fuerte relación, a su vez el coeficiente de determinación, obtenido entre el índice buen gobierno corporativo (BGC) y ROE, presenta un valor de 0.28 lo indica una débil relación y finalmente, el coeficiente de determinación, obtenido entre índice buen gobierno corporativo (BGC) y el ROIC, presenta un valor de 0.03 lo que indica una relación débil. En la Figura 21 se muestra el resumen de los coeficientes de determinación  $r^2$  entre el Índice de buen gobierno corporativo y las variables financieras de estudio.

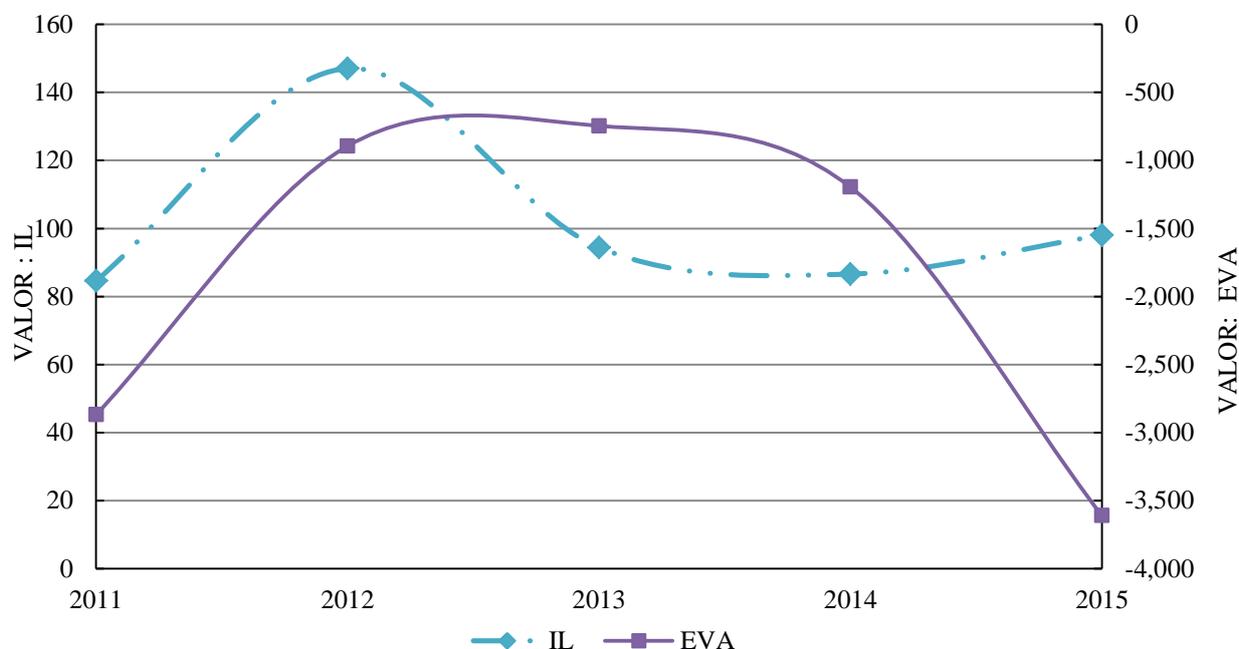


Figura 21. Tendencia de valores de indicadores financieros, EVA, índice de lucratividad (IL) de la empresa Soriana.

#### 4.2.11 Resultado Global

En las siguientes tablas contienen los valores obtenidos de las variables de estudio referente a los índices financieros. En la Tabla 16 se muestra los valores del índice financiero ROE del periodo de estudio del año 2011 al 2015.

En la Tabla 17 se muestra los valores del índice financiero ROIC del periodo de estudio del año 2011 al 2015. En la Tabla 18 se muestra los valores del índice financiero EVA del periodo de estudio del año 2011 al 2015. En la Tabla 19 se muestra los valores del Índice de Lucratividad del periodo de estudio del año 2011 al 2015.

Tabla 16

##### *Indicador Financiero ROE de Empresas Seleccionadas del Sector Retail.*

Nombre de la Empresa	ROE (%)				
	2015	2014	2013	2012	2011
Lojas Americanas	14.63	29.98	46.65	54.69	59.56
Lojas Renner	27.79	28.16	29.11	28.89	30.96
P. Acucar	2.39	12.66	11.70	13.04	9.81
Exito	7.31	5.73	5.67	6.41	6.69
Falabella	14.50	14.09	14.70	13.27	16.60
Chedraui	7.26	7.67	7.90	7.59	8.84
Grupo Elektra	4.08	10.20	3.88	0.27	11.52
Puerto Liverpool	13.80	13.22	14.76	15.51	16.19
Femsa	10.05	10.13	10.12	13.83	11.72
Corporación Soriana	7.72	8.25	7.45	9.18	8.92

*Nota.* Adaptado de “Ratios Financieros Bloomberg”, Datos financiero de las empresas seleccionadas del sector retail.

Tabla 17

##### *Indicador Financiero ROIC de Empresas Seleccionadas del Sector Retail.*

Nombre de la Empresa	ROIC (%)				
	2015	2014	2013	2012	2011
Lojas Americanas	7.50	11.49	12.29	11.92	13.31
Lojas Renner	14.98	11.23	13.21	14.12	15.44
P. Acucar	5.30	12.77	10.31	9.81	9.27
Éxito	5.22	5.39	5.26	9.59	0.63
Falabella	8.94	10.38	9.46	9.51	10.10
Chedraui	9.20	9.75	-5.93	16.23	2.24
Grupo Elektra	2.27	1.67	2.20	4.67	13.28
Puerto Liverpool	9.85	7.80	11.57	8.20	11.72
Femsa	7.58	6.75	7.23	8.99	2.91
Corporación Soriana	5.44	6.83	7.86	8.37	5.43

*Nota.* Adaptado de “Ratios Financieros Bloomberg”, Datos financiero de las empresas seleccionadas del sector retail.

Tabla 18

*Indicador Financiero EVA de Empresas Seleccionadas del Sector Retail .*

Nombre de la Empresa	EVA				
	2015	2014	2013	2012	2011
Lojas Americanas	-841.28	-451.31	-77.15	80.92	-13.00
Lojas Renner	-33.40	-154.19	-40.62	62.54	31.32
P. Acucar	-3011.65	-444.16	-706.53	-174.36	-1107.23
Éxito	318016.26	-76554.80	-11611.16	357613.77	-371015.91
Falabella	161764.49	383453.50	170919.36	119093.89	187428.74
Chedraui	-524.91	185.97	-4423.42	2035.24	-2357.04
Grupo Elektra	-11284.25	-10034.19	-8780.36	-6875.75	4893.35
Puerto Liverpool	1394.85	193.54	2750.29	2498.21	1666.49
Femsa	-10910.89	-7720.97	-7320.74	-2553.90	-19178.34
Corporación Soriana	-3610.40	-1195.73	-745.85	-894.84	-2869.43

*Nota.* Adaptado de “Ratios Financieros Bloomberg “, Datos financiero de las empresas seleccionadas del sector retail.

Tabla 19

*Indicador Financiero Índice de Lucratividad (IL) de Empresas Seleccionadas.*

Nombre de la Empresa	IL				
	2015	2014	2013	2012	2011
Lojas Americanas	77.09	121.82	75.32	151.38	85.86
Lojas Renner	111.81	125.36	76.49	164.74	85.83
P.Acucar	29.29	83.70	102.13	125.09	86.86
Éxito	35.84	80.07	79.07	154.31	113.50
Falabella	96.71	75.55	88.38	134.99	70.35
Chedraui	108.61	91.70	109.86	119.70	93.47
Grupo Elektra	57.88	112.41	80.80	42.79	235.49
Puerto Liverpool	121.96	88.03	110.45	146.53	105.74
Femsa	123.49	103.54	97.75	133.28	139.96
Corporación Soriana	98.01	86.59	94.40	147.03	84.56

*Nota.* Adaptado de “Ratios Financieros Bloomberg “, Datos financiero de las empresas seleccionadas del sector retail.

En la Tabla 20 se muestra los valores del coeficiente de determinación  $r^2$  entre el Índice del Buen Gobierno (IBGC) y las variables financieras de estudio (ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) de las empresas seleccionadas.

Tabla 20

*Coefficiente de Determinación  $r^2$  entre Índice de Buen Gobierno Corporativo y las Variables Financieras de Estudio*

Nombre de la Empresa	$r^2$ IBGC /				
	ROE	ROIC	WACC	EVA	IL
Lojas Americanas	0.02	0.002	0.22	0.03	0.09
Lojas Renner	0.22	0.56	0.62	0.99	0.06
P. Acucar	0.34	0.44	0.40	0.50	0.48
Éxito	0.21	0.06	0.08	0.08	0.20
Falabella	0.74	0.78	0.87	0.21	0.80
Chedraui	0.05	0.03	0.20	0.03	0.41
Grupo Elektra	0.37	0.38	0.28	0.36	0.56
Puerto Liverpool	0.13	0.67	0.33	0.73	0.26
Femsa	0.02	0.61	0.00	0.29	0.01
Corporación Soriana	0.28	0.03	0.81	0.20	0.22

*Nota.* Si  $r^2 > 0.49$ , fuerte relación,  $r$ : índice de relación  $r > |0.7|$ ; Si  $0.49 > r^2 > 0.16$  buena relación; Si  $0.16 < r^2$  débil relación.

El coeficiente de determinación  $r^2$  entre el ROE y el Índice del buen gobierno corporativo en todas las empresas confirma una buena relación entre los índices con valores en general entre 0.22 y 0.34 con cuatro excepciones: Lojas Americanas con 0.02, Chedraui con 0.05, Puerto Liverpool con 0.13 y Femsa con 0.02.

El coeficiente de determinación  $r^2$  entre el ROIC y el Índice del buen gobierno corporativo en todas las empresas confirma una fuerte relación entre los índices con valores en general entre 0.38 y 0.78 con cuatro excepciones: Lojas Americanas con 0.02, Éxito con 0.06, Chedraui con 0.03 y corporación Soriana con 0.03.

El coeficiente de determinación  $r^2$  entre el EVA y el índice del buen gobierno corporativo en todas las empresas confirma una fuerte relación entre los índices con valores en general entre 0.2 y 0.99 con dos excepciones: Lojas Americanas con 0.03 y Chedraui con 0.03.

El coeficiente de determinación  $r^2$  entre el índice de lucratividad (IL) y el índice del buen gobierno corporativo en todas las empresas confirma una fuerte relación entre los índices con valores en general entre 0.2 y 0.8 con tres excepciones: Lojas Americanas con 0.09, Lojas Renner 0.06 y Femsa con 0.03.

En la Tabla 21 se muestra los valores del coeficiente de determinación  $r^2$  entre el Índice de Lucratividad (IL) y las variables financieras de estudio (ROIC, WACC, EVA) de todas las empresas seleccionadas pertenecientes al sector retail de América Latina.

Tabla 21

*Tabla de Coeficiente de Determinación  $r^2$  entre Índice De Lucratividad y las Variables Financieras de Estudio*

Nombre de la Empresa	$r^2$ - IL /				
	ROE	ROIC	WACC	EVA	L
Lojas Americanas	0.12	0.06	0.13	0.13	1.00
Lojas Renner	0.18	0.03	0.29	0.03	1.00
P. Acucar	0.56	0.45	0.98	0.88	1.00
Éxito	0.49	0.09	0.12	0.002	1.00
Falabella	0.94	0.98	0.89	0.56	1.00
Chedraui	0.27	0.06	0.00	0.06	1.00
Grupo Elektra	0.74	0.72	0.44	0.77	1.00
Puerto Liverpool	0.21	0.39	0.10	0.46	1.00
Femsa	0.47	0.11	0.66	0.16	1.00
Corporación Soriana	0.25	0.43	0.01	0.14	1.00

*Nota.* Si  $r^2 > 0.49$  fuerte relación;  $r$ : Índice de relación  $r > |0.7|$ ; Si  $0.49 > r^2 > 0.16$  buena relación; Si  $0.16 > r^2$  débil relación. Elaboración Propia.

El coeficiente de determinación  $r^2$  entre ROE y el índice de lucratividad en todas las empresas confirma una fuerte relación entre los índices con valores en general entre 0.21 y 0.94 con dos excepciones: Lojas Americanas con 0.12 y Lojas Renner con 0.18.

El coeficiente de determinación  $r^2$  entre el ROIC y el índice de lucratividad en todas las empresas confirma una fuerte relación entre los índices con valores en general entre 0.39 y 0.98 con cuatro excepciones: Lojas Americanas con 0.06, Lojas Renner con 0.03, Éxito con 0.09 y Chedraui con 0.06.

El coeficiente de determinación  $r^2$  entre el EVA y el índice de lucratividad en todas las empresas confirma una débil relación entre los índices con valores en general entre 0.002 y 0.16 con cuatro excepciones: P. Acucar con 0.88, Falabella con 0.56, Grupo Elektra con 0.77 y Puerto Liverpool con 0.46.

En la Tabla 22 se muestra el valor de la puntuación de las variables financieras de estudio (ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) de cada una de las empresas con respecto al nivel de relación que presentan con valor del Índice del buen gobierno corporativo (IBGC) de las empresas seleccionadas pertenecientes al sector retail.

La empresa Falabella es la que presentan un mayor número de variables financieras con mayor relación con el índice de buen gobierno corporativo. Las empresas han sido ordenadas de mayor a menor valor de correlaciones entre las variables antes mencionadas, lo que indica que estas empresas se verán más afectados los indicadores financieros al darse un incumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo reflejado en el IBGC.

En la Tabla 23 se muestra el valor de puntuación con respecto al nivel de relación que presentan el índice de lucratividad y las variables financieras de estudio (Roe, Roic, Wacc, Eva) de todas las empresas seleccionadas. Las empresas Falabella, P. Acucar, Grupo Elektra, Femsa y Puerto Liverpool, presentan cada una de ellas, mayor número de variables financieras con mayor relación con su índice de lucratividad.

Las empresas han sido ordenadas de mayor a menor valor de correlaciones entre las variables antes mencionadas. Las empresas que tengan los mayores valores de  $T_o$  indica mayor impacto en el valor del índice de lucratividad al variar los valores de los indicadores financieros ROE, ROIC y EVA de cada empresa. En la Tabla 24 se muestra los valores de las variables financieras de estudio (Roic, Wacc, Eva, Índice de Lucratividad) de todas las empresas seleccionadas del año 2011.

Tabla 22

*Puntuación de las Variables Financieras de Estudio con Respecto al Nivel de Relación con el Índice de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Seleccionadas del Sector Retail de Brasil, Chile, Colombia y México.*

Nombre de la Empresa	IBGC				
	ROE	ROIC	EVA	IL	To
Falabella	3	3	2	3	14
Lojas Renner	2	3	3	1	12
P.Acucar-Cbd	2	2	3	2	11
Grupo Elektra	2	2	2	3	11
Puerto Liverpool	1	3	3	2	11
Corporación Soriana	2	1	2	2	10
Femsa	1	3	2	1	8
Éxito	2	1	1	2	7
Chedraui	1	1	1	2	7
Lojas Americanas	1	1	1	1	6

*Nota.* Si  $r^2 > 0.49$  P = 3; Si  $0.49 > r^2 > 0.16$  P = 2; Si  $0.16 > r^2$  P = 1; r: Índice de relación  $r > |0.7|$ ; Empresas ordenadas de Mayor a menor valor obtenido con respecto a los valores de la columna con encabezado To; Si  $14 \leq To \leq 15$  presenta fuerte relación. P: puntuación, To: suma de puntaje total por fila.

Tabla 23

*Puntuación de las Variables Financieras de Estudio con Respecto al Nivel de Relación con el Índice de Lucratividad de las Empresas Seleccionadas del Sector Retail.*

Nombre de la Empresa	IL				
	ROE	ROIC	WACC	EVA	To
Falabella	3	3	3	3	12
P.Acucar-Cbd	3	2	3	3	11
Grupo Elektra	3	3	2	3	11
Femsa	2	1	3	2	8
Puerto Liverpool	2	2	1	2	7
Lojas Renner	2	1	2	1	6
Éxito	3	1	1	1	6
Corporación Soriana	2	2	1	1	6
Chedraui	2	1	1	1	5
Lojas Americanas	1	1	1	1	4

*Nota.* Si  $r^2 > 0.49$  P = 3; Si  $0.49 > r^2 > 0.16$  P = 2; Si  $0.16 > r^2$  P = 1; r: Índice de relación  $r > |0.7|$ ; Empresas ordenadas de Mayor a menor valor obtenido con respecto a los valores de la columna con encabezado To; Si  $7 \leq To \leq 12$  presenta fuerte relación. P: puntuación, To: suma de puntaje total por fila.

Tabla 24

*Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail Año 2011*

Nombre de la Empresa	2011					
	ROE	ROIC	WACC	EVA (2010)	EVA (2011)	IL
Lojas Americanas	59.56	13.31	13.50	-32.34	-13.00	85.86
Lojas Renner	30.96	15.44	14.00	53.29	31.32	85.83
P. Acucar	9.81	9.27	14.40	-1183.35	-1107.23	86.86
Éxito	6.69	0.63	5.70	-104998.61	-371015.91	113.50
Falabella	16.60	10.10	6.90	133503.85	187428.74	70.35
Chedraui	8.84	2.24	10.90	-855.42	-2357.04	93.47
Grupo Elektra	11.52	13.28	10.40	-9598.08	4893.35	235.49
Puerto Liverpool	16.19	11.72	8.80	795.31	1666.49	105.74
Femsa	11.72	2.91	11.30	1869.15	-19178.34	139.96
Corporación Soriana	8.92	5.43	11.00	-3375.99	-2869.43	84.56

*Nota.* Adaptado de "Ratios Financieros Bloomberg", Datos financieros de las empresas seleccionadas del sector retail.

En la Tabla 25 se muestra el valor de puntuación obtenido al cuantificar las variables financieras de estudio (ROE, ROIC, WACC y el índice de lucratividad) de las empresas seleccionadas del año 2011. Para el año 2011 las empresas tienen mayor valor de To son: Puerto Liverpool, Grupo Elektra, Falabella lo que comprueba que son las empresas que tienen mejores índices financieros y han generado valor en el año 2011 en comparación al año 2010. En la Tabla 26, se muestra los valores de las variables financieras de estudio (Roic, Wacc, Eva y el índice de lucratividad) de todas las empresas seleccionadas del año 2012.

En la Tabla 27, se muestra el valor de puntuación obtenido al cuantificar las variables financieras de estudio (ROE, ROIC, WACC y el índice de lucratividad) de las empresas

seleccionadas del año 2012. Para el año 2012 las empresas que tienen mayor valor de To son: Puerto Liverpool, Lojas Americanas, Lojas Renner, Falabella, Éxito, P. Acucar, Chedraui, Femsa y Corporación Soriana lo que comprueba que son las empresas que tienen mejores índices financieros y han generado valor en el año 2012 en comparación al año 2011. En la Tabla 28 se muestra los valores de las variables financieras de estudio (ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) de todas las empresas seleccionadas del año 2013.

Tabla 25

*Tabla de Puntuación de las Variables Financieras de Estudio para el Año 2011*

Nombre de la Empresa	2011				
	ROE	ROIC	EVA	IL	To
Lojas Americanas	3	1	3	1	17
Lojas Renner	3	3	1	1	14
P. Acucar	2	1	3	1	16
Éxito	2	1	1	3	16
Falabella	3	3	3	1	20
Chedraui	2	1	1	1	10
Grupo Elektra	3	3	3	3	26
Puerto Liverpool	3	3	3	3	26
Femsa	3	1	1	3	17
Corporación Soriana	2	1	3	1	16

*Nota.* Si  $Roe > 10$   $p = 3$ , Si  $10 > Roe > 5$   $p = 2$ , Si  $5 > Roe$   $p = 1$ , Valor de  $To = a \times Roe + b \times Roic + c \times Eva + d \times IL$ ; Si  $Roic > Wacc$   $p = 3$ ,  $Roic < Wacc$   $p = 1$ ; Si  $IL(i-1) < IL(i)$   $p = 3$ ,  $IL(i-1) > IL(i)$   $p = 1$ ; Si  $Eva(i) > Eva(i-1)$   $p = 3$ ,  $Eva(i) < IL(i-1)$   $p = 1$ . Donde  $a = 1$ ,  $b = 1.5$ ,  $c = 3$ ,  $d = 3$ ;  $i$ : año de estudio;  $To$ : suma Total por fila, para  $To > 16$  genero valor financiero  $p$ : puntaje. Elaboración propia

Tabla 26

*Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail.*

Nombre de la Empresa	2012					
	ROE	ROIC	WACC	EVA (2011)	EVA (2012)	IL
Lojas Americanas	54.69	11.92	10.80	-13.00	80.92	151.38
Lojas Renner	28.89	14.12	11.90	31.32	62.54	164.74
P. Acucar	13.04	9.81	10.60	-1,107.23	-174.36	125.09
Éxito	6.41	9.59	5.10	-371,015.91	357,613.77	154.31
Falabella	13.27	9.51	7.60	187,428.74	119,093.89	134.99
Chedraui	7.59	16.23	9.70	-2,357.04	2,035.24	119.70
Grupo Elektra	0.27	4.67	8.80	4,893.35	-6,875.75	42.79
Puerto Liverpool	15.51	8.20	7.60	1,666.49	2,498.21	146.53
Femsa	13.83	8.99	10.00	-19,178.34	-2,553.90	133.28
Corporación Soriana	9.18	8.37	10.10	-2,869.43	-894.84	147.03

*Nota.* Adaptado de "Ratios Financieros Bloomberg", Datos financieros de las empresa seleccionadas del sector Retail.

Tabla 27

*Puntuación de las Variables Financieras de Estudio Año 2012*

Nombre de la Empresa	2012				
	ROE	ROIC	EVA	IL	To
Lojas Americanas	3	3	3	3	26
Lojas Renner	3	3	3	3	26
P. Acucar	3	1	3	3	23
Éxito	2	3	3	3	25
Falabella	3	3	1	3	20
Chedraui	2	3	3	3	25
Grupo Elektra	1	1	1	1	9
Puerto Liverpool	3	3	3	3	26
Femsa	3	1	3	3	23
Corporación Soriana	2	1	3	3	22

*Nota.* Si  $Roe > 10$   $p = 3$ , Si  $10 > Roe > 5$   $p = 2$ , Si  $5 > Roe$   $p = 1$ , Valor de  $To = a \times Roe + b \times Roic + c \times Eva + d \times IL$ ; Si  $Roic > Wacc$   $p = 3$ ,  $Roic < Wacc$   $p = 1$ ; Si  $IL(i-1) < IL(i)$   $p = 3$ ,  $IL(i-1) > IL(i)$   $p = 1$ ; Si  $Eva(i) > Eva(i-1)$   $p = 3$ ,  $Eva(i) < IL(i-1)$   $p = 1$ . Donde  $a = 1$ ,  $b = 1.5$ ,  $c = 3$ ,  $d = 3$ ;  $i$ : año de estudio;  $To$ : suma Total por fila.  $p$ : puntaje; para  $To > 16$  genero valor financiero.

Tabla 28

*Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail Año 2013*

Nombre de la Empresa	2013					
	ROE	ROIC	WACC	EVA (2012)	EVA (2013)	IL
Lojas Americanas	46.65	12.29	13.10	80.92	-77.15	75.32
Lojas Renner	29.11	13.21	14.40	62.54	-40.62	76.49
P. Acucar	11.70	10.31	13.40	-174.36	-706.53	102.13
Éxito	5.67	5.26	5.40	357,613.77	-11,611.16	79.07
Falabella	14.70	9.46	7.00	119,093.89	170,919.36	88.38
Chedraui	7.90	-5.93	9.70	2,035.24	-4,423.42	109.86
Grupo Elektra	3.88	2.20	7.40	-6,875.75	-8,780.36	80.80
Puerto Liverpool	14.76	11.57	8.00	2,498.21	2,750.29	110.45
Femsa	10.12	7.23	9.60	-2,553.90	-7,320.74	97.75
Corporación Soriana	7.45	7.86	9.20	-894.84	-745.85	94.40

*Nota.* Adaptado de "Ratios Financieros Bloomberg", Datos financieros de las empresas seleccionadas del sector retail.

En la Tabla 29 se muestra el valor de puntuación obtenido al cuantificar las variables financieras de estudio (ROE, ROIC, WACC y el índice de lucratividad) de las empresas seleccionadas del año 2013. Para el año 2013 las empresas que tienen mayor valor de To son: Puerto Liverpool y Falabella, lo que comprueba que son las empresas que tienen mejores índices financieros y han generado valor en el año 2013 en comparación al año 2012. En la Tabla 30 se muestra los valores de las variables financieras de estudio (ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) de todas las empresas seleccionadas del año 2014.

Tabla 29

*Puntuación de las Variables Financieras de Estudio Año 2013*

Nombre de la Empresa	2013				
	ROE	ROIC	EVA	IL	To
Lojas Americanas	3	1	1	1	11
Lojas Renner	3	1	1	1	11
P. Acucar	3	1	1	3	17
Éxito	2	1	1	1	10
Falabella	3	3	3	1	20
Chedraui	2	1	1	3	16
Grupo Elektra	1	1	1	1	9
Puerto Liverpool	3	3	3	3	26
Femsa	3	1	1	1	11
Corporación Soriana	2	1	3	1	16

*Nota.* Si  $Roe > 10$   $p = 3$ , Si  $10 > Roe > 5$   $p = 2$ , Si  $5 > Roe$   $p = 1$ , Valor de  $To = a \times Roe + b \times Roic + c \times Eva + d \times IL$ ; Si  $Roic > Wacc$   $p = 3$ ,  $Roic < Wacc$   $p = 1$ ; Si  $IL(i-1) < IL(i)$   $p = 3$ ,  $IL(i-1) > IL(i)$   $p = 1$ ; Si  $Eva(i) > Eva(i-1)$   $p = 3$ ,  $Eva(i) < Eva(i-1)$   $p = 1$ . Donde  $a = 1$ ,  $b = 1.5$ ,  $c = 3$ ,  $d = 3$ ;  $i$ : año de estudio; To: suma Total por fila.  $p$ : puntaje; para  $To > 16$  genero valor financiero

En la Tabla 31 se muestra el valor de puntuación obtenido al cuantificar las variables financieras de estudio (ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) de las empresas seleccionadas del año 2014. Para el año 2014 la empresa que tienen mayor valor de To son: Falabella, lo que comprueba que es la empresa que tienen mejores índices financieros y han generado valor en el año 2014 en comparación al año 2013. En la Tabla 32 se muestra los valores de las variables financieras de estudio (ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) de todas las empresas seleccionadas del año 2015.

Tabla 30

*Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail Año 2014*

Nombre de la Empresa	2014					
	ROE	ROIC	WACC	EVA (2013)	EVA (2014)	IL
Lojas Americanas	29.98	11.49	15.00	-77.15	-451.31	121.82
Lojas Renner	28.16	11.23	15.20	-40.62	-154.19	125.36
P. Acucar	12.66	12.77	14.50	-706.53	-444.16	83.70
Éxito	5.73	5.39	6.30	-11,611.16	-76,554.80	80.07
Falabella	14.09	10.38	4.82	170,919.36	383,453.50	75.55
Chedraui	7.67	9.75	9.10	-4,423.42	185.97	91.70
Grupo Elektra	10.20	1.67	7.50	-8,780.36	-10,034.19	112.41
Puerto Liverpool	13.22	7.80	7.60	2,750.29	193.54	88.03
Femsa	10.13	6.75	9.10	-7,320.74	-7,720.97	103.54
Corporación Soriana	8.25	6.83	8.90	-745.85	-1,195.73	86.59

*Nota.* Adaptado de “Ratios Financieros Bloomberg“, Datos financieros de las Empresa seleccionadas del sector retail.

Tabla 31

*Puntuación de las Variables Financieras de Estudio Año 2014*

Nombre de la Empresa	2014				
	ROE	ROIC	EVA	IL	To
Lojas Americanas	3	1	1	3	17
Lojas Renner	3	1	1	3	17
P. Acucar	3	1	3	1	17
Éxito	2	1	1	1	10
Falabella	3	3	3	1	20
Chedraui	2	3	3	1	19
Grupo Elektra	3	1	1	3	17
Puerto Liverpool	3	3	1	1	14
Femsa	3	1	1	3	17
Corporación Soriana	2	1	1	1	10

*Nota.* Si  $Roe > 10$   $p = 3$ , Si  $10 > Roe > 5$   $p = 2$ , Si  $5 > Roe$   $p = 1$ , Valor de  $To = a \times Roe + b \times Roic + c \times Eva + d \times IL$ ; Si  $Roic > Wacc$   $p = 3$ ,  $Roic < Wacc$   $p = 1$ ; Si  $IL(i-1) < IL(i)$   $p = 3$ ,  $IL(i-1) > IL(i)$   $p = 1$ ; Si  $Eva(i) > Eva(i-1)$   $p = 3$ ,  $Eva(i) < IL(i-1)$   $p = 1$ . Donde  $a = 1$ ,  $b = 1.5$ ,  $c = 3$ ,  $d = 3$ ;  $i$ : año de estudio;  $To$ : suma Total por fila.  $p$ : puntaje. para  $To > 16$  genero valor financiero.

Tabla 32

*Indicadores Financieros de Empresas Seleccionadas del Sector Retail Año 2015*

Nombre de la Empresa	2015					
	ROE	ROIC	WACC	EVA (2014)	EVA (2015)	IL
Lojas Americanas	14.63	7.50	13.50	-451.31	-841.28	77.09
Lojas Renner	27.79	14.98	15.70	-154.19	-33.40	111.81
P. Acucar	2.39	5.30	18.60	-444.16	-3,011.65	29.29
Éxito	7.31	5.22	4.10	-76,554.80	318,016.26	35.84
Falabella	14.50	8.94	8.10	383,453.50	161,764.49	96.71
Chedraui	7.26	9.20	10.80	185.97	-524.91	108.61
Grupo Elektra	4.08	2.27	8.50	-10,034.19	-11,284.25	57.88
Puerto Liverpool	13.80	9.85	8.30	193.54	1,394.85	121.96
Femsa	10.05	7.58	10.70	-7,720.97	-10,910.89	123.49
Corporación Soriana	7.72	5.44	10.00	-1,195.73	-3,610.40	98.01

*Nota.* Adaptado de "Ratios Financieros Bloomberg", Datos financieros de las Empresa seleccionadas del sector retail.

En la Tabla 33 se muestra el valor de puntuación obtenido al cuantificar las variables financieras de estudio (ROE, ROIC, WACC y el índice de lucratividad) de las empresas seleccionadas del año 2015. Para el año 2015 la empresa que tienen mayor valor de To son: Lojas Renner, Puerto Liverpool y Éxito la, lo que comprueba que es la empresa que tienen mejores índices financieros y han generado valor en el año 2015 en comparación al año 2014. En la Tabla 34 se muestra el valor de puntuación obtenido de las variables financieras de estudio (ROE, ROIC, WACC, EVA y el índice de lucratividad) del periodo de años del 2011 al 2015 de las empresas seleccionadas.

Tabla 33

*Puntuación de las Variables Financieras de Estudio Año 2015*

Nombre de la Empresa	2015				
	ROE (%)	ROIC (%)	EVA	IL	To
Lojas Americanas	3	1	1	1	11
Lojas Renner	3	1	3	3	23
P. Acucar	1	1	1	1	9
Éxito	2	3	3	1	19
Falabella	3	3	1	1	14
Chedraui	2	1	1	3	16
Grupo Elektra	1	1	1	1	9
Puerto Liverpool	3	3	3	3	26
Femsa	3	1	1	3	17
Corporación Soriana	2	1	1	1	10

*Nota.* Si  $Roe > 10$   $p = 3$ , Si  $10 > Roe > 5$   $p = 2$ , Si  $5 > Roe$   $p = 1$ , Valor de  $T = a \times Roe + b \times Roic + c \times Eva + d \times IL$ ; Si  $Roic > Wacc$   $p = 3$ ,  $Roic < Wacc$   $p = 1$ ; Si  $IL(i-1) < IL(i)$   $p = 3$ ,  $IL(i-1) > IL(i)$   $p = 1$ ; Si  $Eva(i) > Eva(i-1)$   $p = 3$ ,  $Eva(i) < IL(i-1)$   $p = 1$ . Donde  $a = 1$ ,  $b = 1.5$ ,  $c = 3$ ,  $d = 3$ ;  $i$ : año de estudio;  $To$ : suma Total por fila; para  $To > 16$  genero valor financiero

Las empresas Puerto Liverpool, Falabella, Lojas Lenner, Chedraui y Femsa presentan mayor valor de  $To$  promedio de los años de estudio (5 Años), lo que indica que dichas empresas presentan mejores valores de índices financieros y han generado valor en el periodo de estudio. Con respecto al IBGC se observa que las empresas que Lojas Renner y Chedraui presentan buenos valores de índices financieros y no cumplen con practicar Buen Gobierno Corporativo.

Tabla 34

*Puntuación de las Variables Financieras y Valor Promedio del Índice de Bueno Gobierno Corporativo*

Nombre de la Empresa	2011	2012	2013	2014	2015	To	PIBGC
Puerto Liverpool	26	26	26	14	26	23.1	51
Falabella	20	20	20	20	14	18.3	61
Lojas Renner	14	26	11	17	23	17.7	43
Chedraui	10	25	16	19	16	16.7	44
Femsa	17	23	11	17	17	16.5	43
Lojas Americanas	17	26	11	17	11	15.9	60
P. Acucar	16	23	17	17	9	15.9	61
Éxito	16	25	10	10	19	15.5	45
Corporación Soriana	16	22	16	10	10	14.3	52
Grupo Elektra	26	9	9	17	9	13.5	52

*Nota.* To: Promedio ponderado, para To > 16 genero valor financiero; PIBGC: valor promedio de índice de buen gobierno corporativo del periodo de estudio.

#### **4.2.12 Análisis de Resultados**

Con base en los resultados mostrados en la columna 6 de la Tabla 22, se observó que el 70% de la muestra del estudio presenta una relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo (representado por el IBGC) y las variables financieras que determinan la generación de valor financiero. La empresa Falabella se destaca sobre la totalidad de las empresas seleccionadas como aquel con mejor relación entre los indicadores financieros y el IBGC obteniendo un valor de 14, seguido en el respectivo orden, la empresa Lojas Renner con un valor de 12, P.Acucar con un valor de 11, Grupo Elektra con un valor de 11, Puerto Liverpool con un valor de 11, Corporación Soriana con un valor de 10 y Femsa con un valor de 8.

En los resultados que se presentan en la columna ocho, Tabla 34 se observan que las empresas Falabella y P.Acucar se destacan sobre las empresas seleccionadas como aquellas cumplen con mejores prácticas de gobierno corporativo con un valor de 61, seguido de ellos Lojas Americanas con un valor de 60, la empresa Grupo Elektra con un valor de 52 y Puerto Liverpool con un valor de 51.

En los resultados que se presentan en la columna siete, Tabla 34 se observan las empresas que han generado valor financiero destacando Puerto Liverpool con un valor de 23.1, seguido en el respectivo orden, la empresa Falabella con un valor de 18.3, las que a su vez fueron las únicas empresas que realizaron buenas prácticas de gobierno corporativo.

### **4.3 Resumen**

El índice de Lucratividad de los precios de las acciones se observó que no es estable, desde el 2011 las empresas Elektra, Falabella, Puerto Liverpool, Lojas Americanas, P. Acucar y Éxito han mantenido un incremento sostenido respecto al año anterior comenzando desde el 2011, los porcentajes de incremento son de forma variable, revisando para la empresa Falabella, se observa que ha mantenido su índice de lucratividad estable, manteniendo un porcentaje promedio de 0.93 veces el precio de la acción respecto al año 2010. Para el caso de Elektra el índice de lucratividad del 2010 al 2011 fue más de dos veces el precio de la acción al cierre del año 2010, debido al incremento de capital y tomados de los estudios de Mock et al (1988) y Kole (1992), certifican que el incremento de la propiedad incrementan el valor de la empresa sin embargo, para los años 2012 al 2015, se observa que siguió manteniéndose en un promedio de 1.05 veces el precio de la acción al cierre del año 2010. Para el caso de la empresa Puerto Liverpool, se observa que el precio de la acción presenta variaciones con un alza en el 2012 y una caída abrupta en el 2014 el 2015 presenta un valor promedio de 1.15 veces al valor del año 2011 lo que indica un incremento sostenido esto debido al incremento del capital por el plan de expansión, el cumplimiento de la

obligaciones financieras y el buen manejo financiero que la empresa mantienen. Para el caso de la empresa Lojas Americanas presenta variaciones de precio de la acción de forma considerable desde el 2011 el valor promedio de los cinco últimos años es 1.19 veces el valor de la acción con respecto al año 2011 debido al aumento del capital para inversión en mejora de operación de 1 billón de reales brasileños, uno de los proyectos que tuvo un mayor impacto ha sido la implementación de la nueva plataforma digital. Para el caso de las acciones de las empresas P. Acucar y Éxito presentan un decremento de forma sostenida en el año 2015 se tiene un valor porcentual por acción 0.33 y 0.31 veces el valor de la acción con respecto al año 2011 para la respectiva empresa.

Cabe señalar que el ROIC de las empresas Elektra, Falabella, Éxito, Liverpool, Lojas Americanas, P. Acucard, fueron positivos en relación con los precios de las acciones, sin embargo, presentaron una tendencia descendente pronunciada a partir del año 2012 hasta el año 2015 originado por el aumento del capital, variación del tipo de cambio y un aumento de los gastos de operación.

El WACC se obtuvo en base a la estructura de capitales de cada empresa obtenida de Bloomberg, para los casos de las empresas de estudio se observó una tendencia decreciente de los años 2011 al 2013 debido al valor de la tasa de referencia que publica la FED de Estados Unidos lo que origina una variación del tipo de cambio y el riesgo país, en el caso de las empresas brasileñas Lojas Americanas, Lojas Lenner y P. Acucard presentaron un WACC promedio del 13.74% , este valor se dio como resultados a nivel país de la caída de las exportaciones a China en 6.8% y un descenso de las exportaciones con respecto a Mercosur en 13.7%. Para financiar el déficit de cuenta corriente del 3.7% del PBI, el ingreso de capital externo se incrementó por causa de préstamos y bonos por un total de \$38,500 millones de financiamiento para el desarrollo de compromisos ya pactados, para las empresas Grupo Elektra, Falabella, Puerto Liverpool, Corporación Soriana , Chedraui y Éxito presentan un

Wacc promedio en los últimos cinco años de 8.4% con un máximo de 11.3% y un 4.2% mínimo, en global el sector presento una reducción del WACC en los años 2011 al 2014.

Con respecto al EVA los resultados finales fueron negativos, debido a que el EVA relaciona al ROIC con el WACC y los valores que presentó el ROIC en los años 2012 al 2015 sufrieron mayor variación a la baja con respecto al WACC, las empresas que cotizan en Brasil presentaron una mayor tendencia negativa originado por el nivel porcentual que presenta el WACC en los años de estudio.

En la Tabla 35 se muestra el resumen del análisis realizado a las empresas si cumplen con tener una buena relación entre los índices financieros (ROE, ROIC, EVA) con el índice de lucratividad, con el índice de buen gobierno corporativo, a la vez se muestra si las empresas cumplen con presentar buenos índices financieros lo cual indica que generan valor y finalmente en el estudio se da a conocer si cumplen con practicar buen gobierno corporativo.

Tabla 35

*Tabla Resumen*

	C1.-Presenta un alto nivel de relación de las variable financieras con el IL.	C2.-Presenta un alto nivel de relación de las variable financieras con el IBGC.	C3.-Cumple con presentar buenos índices financieros.	C4.- La empresa cumple con practicar buen gobierno corporativo.
1. Puerto Liverpool	Sí	Sí	Sí	Sí
2. Falabella	Sí	Sí	Sí	Sí
3. Lojas Renner	No	Sí	Sí	No
4. Chedraui	No	No	Sí	No
5. Femsa	Sí	Sí	Sí	No
6. Lojas Americanas	No	No	No	Sí
7. P. Acucar	Sí	Sí	No	Sí
8. Éxito	No	No	No	No
9. Corporación Soriana	No	Si	No	Si
10. Grupo Elektra	Sí	Sí	No	Sí

*Nota.* IL: índice de lucratividad, IBGC: índice de buen gobierno corporativo.

En el análisis realizado las empresas Puerto Liverpool, Falabella presentan buenos indicadores financieros y de buen gobierno corporativo a la vez tienen una alta relación entre

las variables financieras (ROE, ROIC, EVA) con el índice buen gobierno corporativo. Las empresas Lojas Americanas, Lojas Renner, P. Acucar, Grupo Elektra, Corporación Soriana y Femsa presentan buen indicador gobierno corporativo o buenos indicadores financieros a excepción de la empresa Éxito que no presenta buenos indicador financieros y de buen gobierno corporativo para el periodo de estudio 2011 al 2015.



## Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

### 5.1 Conclusiones

A través del desarrollo del presente trabajo se plantearon las preguntas, de las cuales se desprende de la siguiente forma la pregunta principal: (a) Existe relación entre las buenas prácticas del gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas del sector retail de Brasil, Chile, Colombia y México en el periodo 2011 al 2015?; y en segundo orden las preguntas secundarias (b) ¿Cuáles son las empresas del sector retail de Brasil, Chile, Colombia y México que cumplen con las buenas prácticas de gobierno corporativo en el periodo 2011 al 2015? y (c) ¿Cuáles son las empresas del sector retail de Brasil, Chile, Colombia y México que generaron valor financiero durante el periodo 2011 al 2015?

Las conclusiones de este estudio son las siguientes:

Dentro del presente trabajo, no se puede afirmar la existencia de la relación entre las buenas prácticas del gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas seleccionadas que pertenecen al Sector Retail de Brasil, Chile, Colombia y México, debido a que el número de empresas que conforman la muestra no es significativa, y el periodo de estudio ha sido limitado.

Del análisis de los resultados obtenidos del IBGC mostrado en la columna 8 Tabla 34 (columna PIBGC), indican que el 60% de la muestra de estudio, presentan el cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo, (IBGC debe de cumplir lo siguiente  $IBGC \geq 50$  puntos), se observan que de las 6 empresas P.Acucar y Falabella se destacan con un igual puntaje de 61, sobre las 4 empresas restantes como son Lojas Americanas con un valor de 60, seguido del Grupo Elektra y corporación Soriana con un valor de 52 y Puerto Liverpool con un valor de 51.

Los criterios que se utilizaron para determinar el IBGC (cumplimiento con ejecutar buenas prácticas de gobierno corporativo) se indican en el apéndice A.

En el estudio, los criterios planteados para que las empresas generen Valor Financiero, se describen a continuación: (a) el valor del retorno del patrimonio (ROE) superior al 10%; (b) El valor del retorno del capital invertido (ROIC) debe ser superior al costo promedio ponderado del capital (WACC); (c) el valor del valor económico agregado (EVA) del año “i” debe de ser superior al valor del “i-1”; y (d) el valor del índice de Lucratividad (IL) del año “i” debe de ser superior al valor del año “i-1”.

Con los criterios antes descritos, se obtuvieron los resultados que se presentan en la columna 7 tabla 34 y se puede apreciar lo siguiente; las empresas que destacaron en generar valor financiero (To: promedio ponderado, para  $To > 16$  genera valor financiero) son Puerto Liverpool con un valor de 23.1, seguido en el respectivo orden, la empresa Falabella con un valor de 18.3, y estas de dos empresas también realizaron buenas prácticas de gobierno corporativo, de manera que ambas empresas, cumple con generar valor financiero y buenas prácticas de gobierno corporativo.

## **5.2 Contribuciones Teóricas**

El presente trabajo ha contribuido a entender el impacto de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo en la generación de valor de las empresas de sector retail que cotizan en la bolsa de valores de Brasil, Chile, Colombia y México, durante el periodo 2011 al 2015. Primero, la investigación ha contribuido en afianzar y mejorar los conceptos precedentes de generación del valor financiero, considerando como herramienta de este crecimiento al gobierno corporativo y los índices financieros. Segundo, analizar las diferentes teorías del gobierno corporativo, en la búsqueda, de la generación de valor financiero en las empresas, las cuales han sido utilizadas en el marco teórico. Tercero, se identifican los factores que influyen o determinan el crecimiento o disminución, del valor financiero en las empresas. Cuarto, se observan nuevas consideraciones, las cuales inicialmente no fueron valoradas

como concluyentes, pero fueron determinantes al final de la investigación (tiempo de evaluación de las empresas: 5 años).

### **5.3 Contribuciones Prácticas**

A través del desarrollo del presente trabajo, considera la importancia (capítulo 3), el análisis de la información financiera (ROE, ROIC, WACC, EVA) y el índice de Lucratividad (IL), a fin de proveer el conocimiento e información, para analizar primero la realidad de cada una de las empresas y luego a todas las empresas en conjunto, como un solo sector (retail).

### **5.4 Implicancias**

La implicancia de la investigación es de orden académico, dado que las preguntas plantean la existencia de una relación, criterios e impacto que se generan entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor; y se llegó a lo siguiente: (a) no se evidencia el cumplimiento de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo, y la generación de valor financiero; y (b) este resultado obtenido, también flexibiliza las conjeturas literarias con respecto al beneficio financiero que se otorga cuando se utilizan las buenas prácticas del gobierno corporativo.

### **5.5 Recomendaciones**

La muestra del estudio conformada por diez empresas de sector retail (Brasil, Colombia, Chile y México), debe ser significativa, de manera que se debe ampliar la cantidad de empresas, las cuales deben cotizar en la Bolsas de Valores, en los países que operan.

El tiempo de estudio de cinco años resultó insuficiente, por lo cual, se debe analizar los datos obtenidos, de un mayor número de años de operación de la empresa, pues al revisar los anuarios, se observó que los cambios del comité directivo no han sufrido variación alguna y la cantidad de mujeres en la alta dirección no se ha visto alterada. Se recomienda ampliar el tiempo de análisis y de esa forma observar si se presentan cambios significativos en los puestos de confianza y comités directivos. Se debe realizar un análisis de las empresas según

los indicadores del buen gobierno comparativo, que presentan las bolsas de valores de los países en donde vienen operan las empresas.

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

El presente trabajo presenta varias limitaciones, las cuales deben ser consideradas para futuras trabajos, como el tamaño de la muestra y el tiempo de evaluación. El presente trabajo servirá de soporte para futuras análisis en el sector de retail, se sugiere ampliar la muestra o poder ampliar el periodo de investigación, de esta manera se podrá analizar con mayor amplitud las variaciones de los índices financieros y los cambios que se incurran en los comités directivos.



## Referencias

- Adams, R., & Mehran, H. (2008, Junio). Corporate performance board structure and their determinants in the banking industry. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 330.
- Adams, R.B., & Mehran, H. (2012). Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. *Journal of Financial Intermediation*, 21, 243-267.
- Alcalá de León, F. J. (2011). Gobierno corporativo en México: 1ra encuesta de gobierno corporativo en México. *Entrevistas a Profundidad, PricewaterhouseCoopers, México*.
- Aldama (2003). *Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*. Recuperado de <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/informefinal.pdf>
- Amat, O. (2002). *EVA. valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio*. Bogotá; Editorial Norma, 2002, 195.
- Anderson, R., Mansi, S. & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342.
- Arendt, L., Priem, R., & Ndofor, H. (2005). A CEO-Adviser model of strategic decision making. *Journal of Management*, 31(5), 680-699.
- Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales. (2015). *Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas: el directorio y la alta gerencia*. Lima: GHG Publicidad SAC.
- Azofra., V., & Miguel., A. (1991). Teoría financiera de la agencia, endeudamiento y estructura de la propiedad. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 1(2), 135-146.
- Banco de Desarrollo de América Latina, & Bolsa de Valores de Lima. (2013). *Gobierno corporativo para empresas del mercado peruano: Casos de buenas prácticas*.

- Banco Wiese Sudameris (2006). Reporte Empresarial Cementos Lima. Recuperado: [http://cdiserver.mba-sil.edu.pe/mbapage/BoletinesElectronicos/BWiese/Reporte-empresarial/20060822\\_emp\\_es\\_CementosLima.pdf](http://cdiserver.mba-sil.edu.pe/mbapage/BoletinesElectronicos/BWiese/Reporte-empresarial/20060822_emp_es_CementosLima.pdf)
- Baker, H., & Anderson, R. (2011). *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.
- Barbosa, D., Piñeros, R. & Noguera, A. (2013). Retos actuales del gobierno corporativo en torno a la creación de valor. *Criterio Libre*, 11(19), 187-204.
- Barnea, A., Haugen, R., & Senbht, L. (1985). *Agency problems and financial contracting*. New Jersey, USA: Prentice Hall.
- Barnhart, S., Marr, M. & Rosenstein, S. (1994). Firm performance and board composition: Some new evidence. *Managerial and Decision Economics*, 15, 329–340.  
doi:10.1002/mde.4090150407
- Baysinger, D., & Butler, H. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1(1), 101-124. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/764908>
- Becht, M., & Röell, A. (1999). Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review*, 43, 1049-1056.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467-487.
- Bedoya, J. (2007). *10 indicadores financieros*. Obtenido de Gerencia y Negocios en HispanoAmérica. Recuperado de [www.degerencia.com/articulo/10\\_indicadores\\_financieros](http://www.degerencia.com/articulo/10_indicadores_financieros).
- Benítez, G. (2013). *Valoración de empresas. Aplicación Modelo Black and Scholes* (Tesis Maestría, Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador). Recuperado de <http://hdl.handle.net/10644/3430>.

- Berle, A. & Means, G.(1932). *The modern corporation and private property*. New York: Commerce Clearing House.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-273.
- Briano, G. & Saavedra, M. (2015). *La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México*. *Journal of Management and Economics for Iberoamérica. Estudios Gerenciales*, 31, 275-286
- Bolsa de Valores de Lima (2013). *Bolsa de valores de Lima*. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2013\\_12.pdf](http://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2013_12.pdf)
- Cabolis, C. (2004). *Three Essays in Regime Changes in Corporate Governance and Competition* (Tesis doctoral, University of California, Santa Barbara, Estados Unidos).
- Cabezas, L., & Gómez, A. (2007). Análisis de la Influencia del Gobierno Corporativo en la Performance Empresarial. Documento de trabajo presentado en el congreso nacional de la Asociación Europea de Dirección y Economía de Empresas, Madrid, Artículo. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2527648>
- Cadbury, A. (1992). *Code of best practice: report of the committee on the financial aspects of corporate governance*. Londres: Gee and Co.
- Centrum (2011). Reporte Financiero de Gloria S.A. Recuperado de <http://www.centrum.pucp.edu.pe/adjunto/upload/publicacion/archivo/gloria.pdf>
- Chu, M. (2012). *La creación de valor en las finanzas. Mitos y paradigmas*. Lima, Perú: UPC.
- Chung, K., Elder, J., & Kim, J.-C. (2008). Corporate Governance and Liquidity. *European Financial Management Association*. Obtenido de <http://ssrn.com/abstract=1142975>

- Conde, J. (2009). *¿Existe una forma óptima de gobierno corporativo? Problemas, principios y modelos de propiedad y control*. Obtenido de Centro de Estudios de Derecho Corporativo – USMP. Recuperado de [http://www.derecho.usmp.edu.pe/cedec/publicaciones/Articulo\\_3\\_Dr\\_Jorge\\_Conde.pdf](http://www.derecho.usmp.edu.pe/cedec/publicaciones/Articulo_3_Dr_Jorge_Conde.pdf)
- Consejo Coordinador Empresarial. (2010). *Código de mejores prácticas corporativas*. México.
- Court, E. (2009). *Aplicaciones para finanzas empresariales*. Pontificia Universidad Católica del Perú - Escuela de Graduados - Centrum - Centro de Negocios - Pontificia Universidad Católica. Primera edición, 2009. Editorial Pearson Educación de México S.A.
- Cuervo, A. (2004), *El gobierno de la empresa. Un problema de conflicto de intereses*. Madrid, España: Pirámide.
- Cuervo, A. & Rivero, P (2016). El análisis económico-financiero de la empresa. *E-Journal of Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 15(49), 15-33.
- Daft, R. (2011). *Teoría y diseño organizacional*. México: Cengage Learning.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J. & Ellstrand, A. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *The Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686
- Damodaran, A. (2007). Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. (pp. 69). Recuperado de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1105499](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105499)
- Diamandis, P. F. & Drakos, A. A. (2011). Financial liberalization, exchange rates and stock prices: Exogenous shocks in four Latin American countries. *Journal of Policy Modeling*, 33(3), 381–394.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). *The structure of corporate ownership: Causes and consequences*. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177

- Denis., D., & McConnell, J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). *The structure of corporate ownership: Causes and consequences*. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Eguidazu Mayor, S. (1999). *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Ab Asesores. Madrid.
- Eiteman, D., Stonehill, A., & Moffett, M. (2011). *Las finanzas en las empresas multinacionales*. México: Pearson Educación.
- Ertugrul, M., & Hegde, S.(2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of corporate Finance*, 14(5), 512-531.
- Ezat, A., & El-Masry, A (2008). The impact of corporate governance on the timeliness of corporate internet reporting by Egyptian listed companies. *Managerial Finance*, 34(12), 848-867.
- Fama, E., & Jensen., M. (1983a). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26,301-325.
- Fama, E., & Jensen., M. (1983b). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Fisman, R., & Love, I. (2003). Trade credit, financial intermediary development, and industry growth. *Journal of Finance*, 58(1), 353-374.
- Ganga, F., Quiroz, J., & Maluk, S. (2015). ¿Qué hay de nuevo en la teoría de agencia? Algunos trabajos teóricos y empíricos aplicados a las organizaciones. *Prisma Social*, 15.
- Gitman, L. (2007). *Principios de administración financiera*. México: Pearson Educación.
- Gitman, L., & Joehnk, M. (2009). *Fundamentos de Inversiones*. Décima edición, 2009. Editorial Pearson Educación de México S.A.

- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66, 2308–2320.
- González, A., & Roca, Á. (2012). *Efecto de cambios de gerentes generales y presidentes de directorio en el valor de la firma para el mercado chileno, periodo 2001-2011*. *Estudios de Administración*, 19(2).
- Gupta, M., & Fields, L.P. (2009). Board independence and corporate governance: evidence from director resignations. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1 & 2), 161-184.
- Guzmán, A., & Trujillo, A. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*. Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración. Departamento de comunicaciones y Marketing.
- Guerrero, D. (2012). Factores clave de éxito en el negocio del retail. *Ingeniería Industrial* n.º 30, enero-diciembre 2012, ISSN 1025-9929, pp. 189-205. Recuperado de [http://fresno.ulima.edu.pe/sf/sf\\_bdfde.nsf/OtrosWeb/Ing30Factores/\\$file/09-ingenieria30-empresa-GUERRERO.pdf](http://fresno.ulima.edu.pe/sf/sf_bdfde.nsf/OtrosWeb/Ing30Factores/$file/09-ingenieria30-empresa-GUERRERO.pdf)
- Global Corporate Governance Forum. (2011). *Gobierno corporativo en latinoamérica 2010--2011 (IFC-544 ICGLA\_Pub\_spanish.indd)*. Obtenido de International Finance Corporation. Recuperado de [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno\\_Corporativo\\_en\\_Latinoamerica\\_2010-11.pdf?MOD=AJPERES](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES).
- Goodstein, J., Gautman, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
- Gutiérrez-Urtiaga, M. (2000). *Managers and directors: A model of strategic information transmission*. Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Madrid, España.

- Hart, O. (1995). *Corporate Governance: Some Theory and Implications*. The Economic Journal, 105(430), 678-689. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2235027>.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1992). *The effects of board composition and direct incentives on firm performance*. Financial Management, 20,101-112
- Hernández, R.; Fernández, C., & Baptista, P. (2006). Metodología de la Investigación. México D.F., México: Mc Graw Hill, Interamericana Editores.
- Huber, G. (2003). *Information Technology and Organizational Decision Making. Strategic Information Management*. Oxford: UK: Routeladge.
- Indacochea, A. (2005). Una propuesta para mejorar las prácticas de gobierno corporativo en el Perú. Lima: CENTRUM-Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Instituto Nacional de Seguridad e Higiene en el Trabajo. (2015). *Definición de indicador*. [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno\\_Corporativo\\_en\\_Latinoamerica\\_2010-11.pdf?MOD=AJPERES](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES). Instituto Nacional de Seguridad e Higiene en el Trabajo:
- <http://www.oect.es/portal/site/Observatorio/menuitem.1a9b11e0bf717527e0f945100bd061ca/%3Fvgnextoid%3Db80b5052be683110VgnVCM100000dc0ca8c0RCRD&vgnnextchannel%3De68f6a5f01d63110VgnVCM100000dc0ca8c0RCRD>
- Jensen, M. (1983): Organization Theory and Methodology, The Accounting Review, 58: 319-339.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Teoría de la firma: comportamiento Managerial, Agencia de costos y estructura de la propiedad*. *Journal of financial Economics*, 3: 305 – 306. Recuperado de [http://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen\\_76.pdf](http://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen_76.pdf)
- John, K., & Senbet, L.W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22, 371-403.
- Jonassen, D. H. (2012). *Thinking Technology. Toward a Constructivist Design Model*. Educational Technology. USA.
- Kaserer, C., & Moldenhauer, B. (2005). Insider ownership and corporate performance evidence from Germany. *Center for Enterprenuerial and Financial Studies (CEFS) and Department for Financial management and Capital Markets. CEFS Working Paper Series*.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-303.
- Kole, S. (1992). Managerial ownership and firm performance: incentives or rewards? *Working Paper No. FR 93-10*.
- Kohlberg, L. (1992). *Psicología del desarrollo moral*. Sevilla, España: Desclée de Brouwer S.A.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate Ownership Around The World, *Journal Of Finance*. 54.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, volumen 106, Issue 6, 1113 – 1155. Recuperado de [http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/law\\_finance.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/law_finance.pdf)
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

- Lagos, D. (2013, julio - diciembre). Análisis de las prácticas de gobierno corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia. *AD-minister*, 23.
- Lagos, D., & Vecino, C. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo del capital proveniente de la emisión de deuda. *Journal of Economics, Estudios Gerenciales* 30, 73 - 84.
- Laksmana, I. (2008). Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary Accounting Research*, 25(4), 47–82.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). *Law and Finance. The journal of political economy*, 106(6), 1113 – 1155. Recuperado de [http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/law\\_finance.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/law_finance.pdf)
- Levine, R. (2004). Finance and growth: Theory and evidence. *NBER*, Working Paper Núm. 10766. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w10766>
- Li Bonilla, F. (2010). *El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio*. RNA, 1(1): 55-70 enero-junio, 2010. Recuperado <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/icap/unpan044043.pdf>
- Lodi, J. (2000). *Governança Corporativa: O governo da empresa e o conselho da administração*. Rio de Janeiro: Campus.
- Lopez Sanchez- Casas, A. (2016). *Valoración barón de Ley S.A* (Tesis máster universitario en finanzas de empresa, Universidad complutense de Madrid). Recuperado de <http://eprints.ucm.es/40487/1/Alejandro%20L%C3%B3pez%20S%C3%A1nchez-Casas.pdf>
- Mace, M. L., (1972). The president and the board of directors. *Harvard Business Review*, 50(2): 37-49.
- Macías, A. J., & Román, F. J. (2014). Consecuencias económicas de la reforma de gobierno

- corporativo en un mercado de capitales emergente. Pruebas de México. *El Trimestre Económico*, 81(322), 357-412.
- Mak, Y., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: further evidence on negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basic Finance Journal*, 13 (3), 301-318.
- Mallin, C., & Ow-Yong, K. (2012). Factors influencing corporate governance disclosures: evidence from Alternative Investment market (AIM) companies in the UK. *The European Journal of finance*, 18(6), 515-533.
- Mcclure, B. (2008). All About EVA. Recuperado de <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/031203.asp>
- Medina, A. (2011). Valor económico de la empresa: alcances y consideraciones. *Contabilidad y Negocios*, 6(12), 36-49.
- Metodología – Bolsa de Valores de Lima (2010). *Metodología explanatory data*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/vademecum/electronico/2010/pdf/por%20secciones/05%20metodologia.pdf>
- Mitchell, R., Shepherd, D., & Sharfman, M. (2011). Erratic strategic decisions: when and why managers are inconsistent in strategic decision making. *Strategic Management Journal*, 32(7), 683-704.
- Montoro, C., & Navarro, A. (2010). Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana. *Revista Estudios Económicos*, 19(1), 33-45.
- Morck, A., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Muñoz, A. (2010). Análisis del proceso de toma de decisiones financieras en las empresas de Barranquilla desde la perspectiva del desarrollo moral. *Pensamiento & Gestión*, 28, 54-84.

- Neff, C. (2003). Corporate Finance, Innovation, and Strategic Competition. *Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems*, 522.
- Nutt, P. (2002). *Why decisions fail: Avoiding the blunders and traps that lead to debacles*. San Francisco, California: Berrett-Koehler Publisher.
- Nutt, P. (2008). Investigating the success of decision making processes. *Journal of Management Studies*, 45(2), 425-455.
- OCDE. (1999). Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades. *Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico*.
- Olivencia, M. (1998). *Informe de la comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades*. Recuperado de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2004). “White Paper” sobre *gobierno corporativo en América Latina*.
- Papalia, D., Wendkos, S., & Duskin, R. (2005). *Desarrollo cognoscitivo en la adolescencia. Psicología del desarrollo de la infancia a la adolescencia*. México: McGraw-Hill.
- Petersen, M. A., & Schoeman, I. (2008). *Modeling of banking profit via return-on-assets and return-on-equity*. In proceedings of the world congress on engineering (2), 1-6.  
Recuperado de [http://www.iaeng.org/publication/WCE2008/WCE2008\\_pp828-833.pdf](http://www.iaeng.org/publication/WCE2008/WCE2008_pp828-833.pdf)
- Pincus, K., Rusbarky, M., & Wong, J. (1989). Voluntary formation of corporate audit committees among NASDAQ firms. *Journal of accounting and Public Policy*, 8(4), 239-265.
- Pucheta-Martínez, M. (2015). El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. *Revista de Contabilidad*, 18(2), 148-161.

- Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. (2005). *Corporate finance. Theory and practice*. England: John Wiley & Sons.
- Rapallo, M<sup>a</sup> del Carmen. (2002). *La creación de valor: una aproximación*. ISSN-e 2255-5471, 11(28). Recuperado de <http://search.proquest.com/docview/920743330?pq-origsite=gscholar>
- Richard, P., Devinney, T., Yip, G., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804.
- Robbins, S., & Coulter, M. (2010). *Administración*. Naucalpan de Juárez, México: Prentice-Hall.
- Rodriguez, E., & Pedraja, L. (2007). Efectos e implicaciones de las decisiones estratégicas en las instituciones universitarias. *Interciencia*, 32(9), 593-600.
- Rodríguez, E., Pedraja, L., & Araneda, C. (2013). El proceso de toma de decisiones y la eficacia organizativa en empresas privadas del norte de Chile. *Ingeniare. Revista chilena de ingeniería*, 21(3).
- Ruales, G. & Salazar, M. (2014). *Valoración de la empresa Aceroscenter CIA. LTDA*. Quito, Universidad San Francisco de Quito.
- Salas, V. (1999). El gobierno de la empresa. Document d'Economia Industrial, 11. Barcelona.
- San Martín, J. (2012). Interacción entre mecanismos internos y externos de gobierno como elemento detonante de la creación de valor: un estudio internacional. *Revista de Brasileña de Gestión de Negocios*, 14(43), 143-158.
- Sánchez-Valadez, M. (2012). Decisiones financieras, competencia en el mercado y desempeño de las empresas: Evidencia empírica para Iberoamérica. *Estudios de Economía Aplicada*, 30(1).

- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), June 1997, 736-783. Recuperado de <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>
- Subramanian, G. (2015, Marzo). Corporate governance 2.0. *Harvard Business Review*, pp. 97-105.
- Stern, J. (2002). *El reto del EVA: Cómo implantar y gestionar el cambio de valor añadido en una organización*. Barcelona: Gestión 2000.
- Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de administración financiera*. Naucalpan de Juárez, Estado de México, México: Pearson.
- Vasco, M., Cortés, L., Gaitán, S., & Duran, I. (2014). Fusiones y adquisiciones en Latinoamérica, gobierno corporativo y modelos gravitacional. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* 19(2014) 108 - 117.
- Velásquez, C. (2009). Gobierno corporativo: Normas que generan valor en la empresa. *Leadership*, 38-39.
- Weir, C., D. Laing & P.J. McKnight, (2002). Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance and Accounting* 29(1), 579-611.
- Xie, B., Davidson, W., & DaDalt, P. (2003): Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(1), 295-316.
- Zahra, S., & Pearce, J.(1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A. *Journal of Management* 15(2), 291-334.
- Zingales, L. (1998). *Corporate Governance*. NBER, Working Paper, 6309. Cambridge.

**Apéndice A: Principios y Parámetros de Evaluación de Buenas Prácticas de  
Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima**

1. Principio (PR1): Envío de la agenda a tratar con anticipación.

Parámetros

- PAR(1)1:El porcentaje de coincidencia promedio entre los asuntos incorporados en la agenda con los puntos consignados en las actas es inferior a 50% (0 ptos.).
  - PAR(2)1:El porcentaje de coincidencia promedio entre los asuntos incorporados en la agenda con los puntos consignados en las actas se encuentra entre 50% y menos de 65% (1 pto.).
  - PAR(3)1:El porcentaje de coincidencia promedio entre los asuntos incorporados en la agenda con los puntos consignados en las actas se encuentra entre 65% y menos de 75% (2 ptos.).
  - PAR(4)1:El porcentaje de coincidencia promedio entre los asuntos incorporados en la agenda con los puntos consignados en las actas se encuentra entre 75% y menos de 85% (3 ptos.).
  - PAR(5)1:El porcentaje de coincidencia promedio entre los asuntos incorporados en la agenda con los puntos consignados en las actas es por lo menos 85% (4 ptos.)
2. Principio (PR2): Las juntas deben realizarse en localidades (ciudades) en donde se facilite la asistencia del mayor número de accionistas.

Parámetros:

- PAR(1)2:El lugar de celebración de la Junta es en una localidad en la que residen menos del 67% de los accionistas. Asimismo, la empresa no brinda los medios tecnológicos de asistencia y participación remota en tiempo real (0 ptos.).
- PAR(2)2:El lugar de celebración de la Junta es en una localidad en la que residen entre el 67% y menos del 70% de los accionistas. Asimismo, la empresa no brinda

los medios tecnológicos de asistencia y participación remota en tiempo real (1 pto.).

- PAR(3)2:El lugar de celebración de la Junta es en una localidad en la que residen entre el 70% y menos del 80% de los accionistas. Asimismo, la empresa no brinda los medios tecnológicos de asistencia y participación remota en tiempo real (2ptos.).
  - PAR(4)2:El lugar de celebración de la Junta es en una localidad en la que residen entre el 80% y menos del 95% de los accionistas y, asimismo, la empresa no brinda los medios tecnológicos de asistencia y participación remota en tiempo real (3ptos.).
  - PAR(5)2:El lugar de celebración de la Junta es en una localidad en la que residen más del 95% de los accionistas y/o, la empresa pone a disposición de los accionistas los medios tecnológicos adecuados que permitan la asistencia y participación remota en tiempo real (4 ptos.).
3. Principio (PR3): Los accionistas deben contar con la oportunidad de introducir puntos a debatir, dentro de un límite razonable, en la agenda de las Juntas Generales. Los temas que se introduzcan en la agenda deben ser de interés social y propio de la competencia legal o estatutaria de la Junta. El Directorio no debe denegar esta clase de solicitudes sin comunicar al accionista un motivo razonable.

Parámetros:

- PAR(1)3:No existe ningún mecanismo implementado en el estatuto, reglamento interno, manual u otro documento similar que permita al accionista incorporar puntos a debatir en las Juntas (0 ptos.) Se permite al accionista incorporar puntos a debatir en las Juntas, pero el mecanismo no se encuentra definido formalmente (2 ptos.).

- PAR (2)3: El estatuto, reglamento interno, manual u otro documento similar comprende en sus artículos el mecanismo que permite a los accionistas incorporar puntos a debatir en las Juntas, pero no incluye el mecanismo de comunicación de negación o aprobación de dicho pedido de inclusión (3 ptos.).
  - PAR (3)3: El estatuto, reglamento interno, manual u otro documento similar comprende en sus artículos el mecanismo que permite a los accionistas incorporar puntos a debatir en las Juntas, así como el mecanismo de comunicación de negación o aprobación de dicho pedido de inclusión (4 ptos.).
4. Principio (PR4): El estatuto no debe imponer límites a la facultad que todo accionista con derecho a participar en las Juntas Generales pueda hacerse representar por la persona que designe.

Parámetros:

- PAR (1)4: El estatuto, reglamento interno u otro documento similar no permite a los accionistas ejercer su derecho de hacerse representar en las Juntas Generales (0 ptos.).
  - PAR (2)4: El Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar impone algunas restricciones en cuanto a la asistencia y voto (2 ptos.).
  - PAR (3)4: El estatuto, reglamento interno u otro documento similar, no impone restricción alguna en cuanto a la asistencia y voto (4 ptos.).
5. Principio (PR5): Es recomendable que la sociedad emisora de acciones de inversión u otros valores accionarios sin derecho a voto, ofrezca a sus tenedores la oportunidad de canjearlos por acciones ordinarias con derecho a voto o lleve a cabo un proceso de redención de las mismas; incorporándose estas posibilidades al momento de su emisión.

Parámetros:

- PAR (1)5: La empresa no cuenta con un documento formalmente aprobado en sesión de Directorio o en Junta General en el que se estipula que los tenedores de acciones sin derecho a voto, pueden participar en un proceso voluntario de canje por acciones con derecho a voto o de redención luego de un periodo determinado (0 pts.).
  - PAR (2)5: La empresa cuenta con un documento formalmente aprobado en sesión de Directorio o en Junta General, en el que se estipula que los tenedores de acciones sin derecho a voto, pueden participar en un proceso voluntario de canje por acciones con derecho a voto o redención, sin embargo, nunca ha llevado a cabo alguno de los mencionados procesos (2 pts.).
  - PAR (3)5: La empresa cuenta con un documento formalmente aprobado en sesión de Directorio, en el que se estipula que los tenedores de acciones sin derecho a voto, pueden participar en un proceso voluntario de canje por acciones con derecho a voto o de redención, y ha efectuado al menos un proceso en los últimos cinco años (3 pts.).
  - PAR (4)5: La empresa cuenta con un documento formalmente aprobado en sesión de Directorio, en el que se estipula que los tenedores de acciones sin derecho a voto, pueden participar en un proceso voluntario de canje por acciones con derecho a voto o de redención, y ha efectuado al menos un proceso en el periodo en evaluación (4 pts.).
6. Principio (PR6): Se debe elegir un número suficiente de directores capaces de ejercer un juicio independiente, en asuntos donde haya potencialmente conflictos de intereses, pudiéndose, para tal efecto, tomar en consideración la participación de los accionistas carentes de control. Los directores independientes son aquellos

seleccionados por su prestigio profesional y que no se encuentran vinculados con la administración de la sociedad ni con los accionistas principales de la misma.

Parámetros:

- PAR (1)6: No existen directores independientes como miembros del Directorio (0 pts.).
  - PAR (2): Existe al menos un director independiente como miembro del Directorio (1 pts.).
  - PAR (3)6: El número de directores independientes representa del 20% a menos del 30% del total de miembros del Directorio (2 pts.).
  - PAR (4)6: El número de directores independientes representa del 30% a menos del 40% del total de miembros del Directorio. En caso el 50% o más del poder de votación se encuentre concentrado en manos de un solo accionista o de un mismo grupo económico, el número de directores independientes representa del 20% a menos del 30% del total de miembros del Directorio (3 pts.).
  - PAR (5)6: El número de directores independientes representa al menos el 40% del total de miembros del Directorio. En caso el 50% o más del poder de votación se encuentre concentrado en manos de un solo accionista o de un mismo grupo económico, el número de directores independientes representa al menos el 30% del total de miembros del Directorio (4 pts.).
7. Principio (PR7): Si bien, por lo general las auditorías externas están enfocadas a dictaminar información financiera, éstas también pueden referirse a dictámenes o informes especializados en los siguientes aspectos: peritajes contables, auditorías operativas, auditorías de sistemas, evaluación de proyectos, evaluación o implantación de sistemas de costos, auditoría tributaria, tasaciones para ajustes de activos, evaluación de cartera, inventarios, u otros servicios especiales. Es

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

Parámetros:

- PAR (1)7: La empresa no contrata asesorías en aspectos distintos o no relacionados a la sociedad auditora que dictaminó la información financiera, para la prestación de los servicios contemplados en el presente principio. (0 pts.).
- PAR (2)7: La empresa contrata asesorías en aspectos distintos o no relacionados a la sociedad auditora que dictaminó la información financiera, para la prestación de los servicios contemplados en el presente principio. (1 pts.).
- PAR (3)7: La empresa contrata asesorías en aspectos distintos o no relacionados a la sociedad auditora que dictaminó la información financiera para la prestación de los servicios contemplados en el presente principio. Asimismo, revela algunos de estos servicios más no el porcentaje que representa cada uno respecto al total de los servicios prestados a la empresa (2 pts.).
- PAR (4)7: La empresa contrata asesorías en aspectos distintos o no relacionados a la sociedad auditora que dictaminó la información financiera para la prestación de los servicios contemplados en el presente principio. Asimismo, revela todos estos servicios más no el porcentaje que representa cada uno respecto al total de los servicios prestados a la empresa. (3 pts.).
- PAR (5)7: La empresa contrata asesorías en aspectos distintos o no relacionados a la sociedad auditora que dictaminó la información financiera para la prestación de los servicios contemplados en el presente principio. Asimismo, revela todos estos

servicios y el porcentaje que representa cada uno respecto al total de los servicios prestados a la empresa. (4 pts.).

8. Principio (PR8): La atención de los pedidos particulares de información solicitados por los accionistas, los inversionistas en general o los grupos de interés relacionados con la sociedad, debe hacerse a través de una instancia y/o personal responsable designado al efecto.

Parámetros:

- PAR (1)8: No se cuenta con una instancia y/o personal designado para la atención de pedidos de información de los accionistas, inversionistas y grupos de interés. (0 pts.).
  - PAR (2)8: Se cuenta con la instancia y personal designado para la atención de estos pedidos, pero sólo se verifica ello en el papel, no hay nombramiento de personal a cargo ni atenciones verificables. (2 pts.).
  - PAR (3)8: Existe la instancia o personal designado, verificable en Estatuto, reglamento interno o similar. (3 pts.).
  - PAR (4)8: La persona o personas a cargo han realizado actividades en el sentido del principio. (4 pts.).
9. Principio (PR9): Los casos de duda sobre el carácter confidencial de la información solicitada por los accionistas o por los grupos de interés relacionados con la sociedad deben ser resueltos. Los criterios deben ser adoptados por el Directorio y ratificados por la Junta General, así como incluidos en el estatuto o reglamento interno de la sociedad. En todo caso la revelación de información no debe poner en peligro la posición competitiva de la empresa ni ser susceptible de afectar el normal desarrollo de las actividades de la misma.

Parámetros:

- PAR (1)9: El Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar no especifica los criterios de confidencialidad de la información. (0 pts.).
- PAR (2)9: El Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar no especifica los criterios de confidencialidad de la información, pero se firman acuerdos de confidencialidad previo a la entrega de información a los accionistas, inversionistas y grupos de interés (1 pts.).
- PAR (3)9: El Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar especifica los criterios de confidencialidad de la información a ser entregada a accionistas, inversionistas y grupos de interés (2 pts.).
- PAR (4)9: El Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar especifica los criterios de confidencialidad de la información a ser entregada a accionistas, inversionistas y grupos de interés, así como los mecanismos para resolver los casos de duda (3 pts.).
- PAR (5)9: El Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar especifica los criterios de confidencialidad de la información a ser entregada a accionistas, inversionistas y grupos de interés, así como los mecanismos para resolver los casos de duda. Asimismo, se han firmado acuerdos de confidencialidad en forma previa a la entrega de la información (4 pts.).

10. Principio (PR10): La sociedad debe contar con auditoría interna. El auditor interno, en el ejercicio de sus funciones, debe guardar relación de independencia profesional respecto de la sociedad que lo contrata. Debe actuar observando los mismos principios de diligencia, lealtad y reserva que se exigen al Directorio y la Gerencia.

Parámetros:

- PAR (1)10: La entidad no cuenta con un área de auditoría interna. (0 pts.).

- PAR (2)10: La entidad cuenta con un área de auditoría interna que reporta a la Gerencia General. (1 pto.)
  - PAR (3)10: La entidad cuenta con un área de auditoría interna que reporta al Directorio. (2 ptos.).
  - PAR (3)10: La entidad cuenta con un área de auditoría interna conformada por un equipo multidisciplinario con experiencia en investigación de fraudes. El área reporta al Directorio. (3 ptos.).
  - PAR (4)10: La entidad cuenta con un área de auditoría interna conformada por un equipo multidisciplinario con experiencia en investigación de fraudes. Adicionalmente, al menos uno de los auditores cuenta con certificación. El área reporta al Comité de Auditoría. (4 ptos.).
11. Principio (PR11): El Directorio debe realizar ciertas funciones clave, a saber: 1) Evaluar, aprobar y dirigir la estrategia corporativa; 2) establecer los objetivos y metas, así como los planes de acción principales, la política de seguimiento, control y manejo de riesgos, los presupuestos anuales y los planes de negocios; 3) controlar la implementación de los mismos; y supervisar los principales gastos, inversiones, adquisiciones y enajenaciones.

Parámetros:

- PAR (1)11: Las actas de las sesiones de Directorio no incluyen ninguno de los aspectos especificados. (0 ptos.).
- PAR (2)11: Las actas de las sesiones de Directorio incluyen al menos uno de los aspectos especificados. (1 pto.).
- PAR (3)11: Las actas de las sesiones de Directorio incluyen el aspecto N°1 arriba especificado y adicionalmente uno de los tres aspectos restantes. (2 ptos.).

- PAR (4)11: Las actas de las sesiones de Directorio incluyen el aspecto N°1 arriba especificado y adicionalmente dos de los tres aspectos restantes. (3 pts.).
  - PAR (5)11: Las actas de las sesiones de Directorio incluyen todos los aspectos especificados. (4 pts.).
12. Principio (PR12): Seleccionar, controlar y, cuando se haga necesario, sustituir a los ejecutivos principales, así como fijar su retribución.

Parámetros:

- PAR (1)12: Las políticas de selección y/o sustitución de los ejecutivos principales no se encuentran debidamente especificadas en el Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar (0 pts.).
- PAR (2)12: Las políticas de selección y/o sustitución de los ejecutivos principales se encuentran debidamente especificadas en el Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar. Asimismo, el Directorio ha participado de la selección y/o sustitución de al menos el 30% de sus ejecutivos principales (1 pts.).
- PAR (3)12: Las políticas de selección y/o sustitución de los ejecutivos principales se encuentran debidamente especificadas en el Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar. Asimismo, el Directorio ha participado en la selección y/o sustitución de todos los ejecutivos principales (2 pts.).
- PAR (4)12: Las políticas de selección y/o sustitución de los ejecutivos principales se encuentran debidamente especificadas en el Estatuto, Reglamento Interno u otro documento similar. Asimismo, el Directorio ha participado en la selección y/o sustitución de todos los ejecutivos principales, así como en la fijación de su retribución. (3 pts.).
- PAR (5)12: Las políticas de selección y/o sustitución de los ejecutivos principales se encuentran debidamente especificadas en el Estatuto, Reglamento Interno u otro

documento similar. Asimismo, el Directorio ha participado en la selección y/o sustitución de todos los ejecutivos principales, así como en la fijación de su retribución a través de un Comité de Compensaciones y Remuneraciones.

Adicionalmente, el Directorio ha participado en la evaluación y determinación de los criterios de cálculo de la retribución variable de los ejecutivos principales (4 pts.).

13. Principio (PR13): Evaluar la remuneración de los ejecutivos principales y de los miembros del Directorio, asegurándose que el procedimiento para elegir a los directores sea formal y transparente.

Parámetros:

- PAR (1)13: La Junta de Accionistas no participa en la evaluación de la remuneración de los miembros del Directorio (0 pts.).
  - PAR (2)13: La Junta de Accionistas participa en la evaluación de la remuneración de los miembros del Directorio (2 pts.).
  - PAR (3)13: La Junta de Accionistas participa en la evaluación de la remuneración de miembros del Directorio. Adicionalmente, han aprobado un procedimiento que asegura la elección formal y transparente de directores (3 pts.).
  - PAR (4)13: La Junta de Accionistas participa en la evaluación de la remuneración de miembros del Directorio. Adicionalmente, han aprobado un procedimiento que asegura la elección formal y transparente de directores. Dicho procedimiento se encuentra disponible para el público inversionista interesado (4 pts.).
14. Principio (PR14): Realizar el seguimiento y control de los posibles conflictos de intereses entre la administración, los miembros del Directorio y los accionistas, incluidos el uso fraudulento de activos corporativos y el abuso en transacciones entre partes interesadas.

Parámetros:

- PAR (1)14: No existe un código de ética o similar que defina los mecanismos de seguimiento y control de los posibles conflictos de interés. (0 pts.).
  - PAR (2)14: Existe un código de ética o similar que se encuentra debidamente difundido y aprobado, pero no contempla un artículo específico sobre conflictos de interés. (1 pto.).
  - PAR (3)14: Existe un código de ética o similar que se encuentra debidamente difundido y aprobado, que contempla uno o más artículos sobre seguimiento y control de conflictos de interés. (2 pts.).
  - PAR (4)14: Existe un código de ética o similar que se encuentra debidamente difundido y aprobado, que contempla uno o más artículos sobre seguimiento y control de conflictos de interés. Asimismo, el Directorio ha analizado reportes de Auditoría Interna (ó del área encargada del seguimiento de los asuntos de ética) con respecto a uso fraudulento de activos, lo cual se encuentra debidamente detallado en las actas del Directorio (3 pts.).
  - PAR (4)14: Existe un código de ética o similar que se encuentra debidamente difundido y aprobado, que contempla uno o más artículos sobre seguimiento y control de conflictos de interés. Asimismo, el Directorio ha analizado reportes de Auditoría Interna (ó del área encargada del seguimiento de los asuntos de ética) con respecto a uso fraudulento de activos y transacciones entre partes interesadas, lo cual se encuentra debidamente detallado en las actas del Directorio (4 pts.).
15. Principio (PR15): Velar por la integridad de los sistemas de contabilidad y de los estados financieros de la sociedad, incluida una auditoría independiente, y la existencia de los debidos sistemas de control, en particular, control de riesgos financieros y no financieros y cumplimiento de la ley.

Parámetros:

- PAR (1)15: No existe un Comité de Auditoría formalmente establecido al interior del Directorio que haya tratado estos aspectos. Tampoco han sido tratados por el Directorio (0 ptos.).
  - PAR (2)15: Existe un Comité de Auditoría formalmente establecido que sesiona una vez al año para tratar estos aspectos. O estos aspectos han sido tratados solo una vez por el Directorio (1 pto.).
  - PAR (3)15: Existe un Comité de Auditoría formalmente establecido que sesiona al menos dos veces al año para tratar estos aspectos en cada una de las sesiones (2 ptos.).
  - PAR (4)15: Existe un Comité de Auditoría formalmente establecido que sesiona al menos tres veces al año para tratar estos aspectos en cada una de las sesiones (3 ptos.).
  - PAR (5)15: Existe un Comité de Auditoría formalmente establecido que sesiona al menos cuatro veces al año para tratar estos aspectos en cada una de las sesiones (4 ptos.).
16. Principio (PR16): Supervisar la efectividad de las prácticas de gobierno de acuerdo con las cuales opera, realizando cambios a medida que se hagan necesarios.

Parámetros:

- PAR (1)16: El Directorio no ha constituido formalmente un Comité de Gobierno Corporativo. Asimismo, la empresa no cuenta con un área especializada que se encargue de la función que menciona el principio (0 ptos.).
- PAR (2)16: El Directorio no ha constituido formalmente un Comité de Gobierno Corporativo. Sin embargo, la empresa cuenta con un área especializada que se

encarga de la función que menciona el principio. Dicha función se encuentra debidamente estipulada en algún documento aprobado por el órgano competente (e.g. Manual de Organización y Funciones) (1 pto.).

- PAR (3)16: El Directorio ha constituido formalmente un Comité de Gobierno Corporativo que cuenta con al menos un director independiente y que sesiona como mínimo una vez al año para tratar estos aspectos (2 ptos.).
- PAR (4)16: El Directorio ha constituido formalmente un Comité de Gobierno Corporativo que cuenta con al menos un director independiente y que sesiona como mínimo dos veces al año para tratar estos aspectos (3 ptos.).
- PAR (5)16: El Directorio ha constituido formalmente un Comité de Gobierno Corporativo que cuenta con al menos un director independiente y que sesiona como mínimo tres veces al año para tratar estos aspectos (4 ptos.).

17. Principio (PR17): Supervisar la política de información.

Parámetros:

- PAR (1)17: La entidad no cuenta con una política de información formalmente definida en Estatuto, Reglamento Interno o similar (0 ptos.).
- PAR (2)17: La entidad cuenta con una política de información formalmente definida en Estatuto, Reglamento Interno o similar, pero el Directorio no realiza supervisión (1 pto.).
- PAR (3)17: La entidad cuenta con una política de información formalmente definida en Estatuto, Reglamento Interno o similar y el Directorio incluye en su agenda este tema una vez al año (2 ptos.).
- PAR (4)17: La entidad cuenta con una política de información formalmente definida en Estatuto, Reglamento Interno o similar y el Directorio incluye en su agenda este tema dos veces al año (3 ptos.).

- PAR (5)17: La entidad cuenta con una política de información formalmente definida en Estatuto, Reglamento Interno o similar y el Directorio incluye en su agenda este tema tres o más veces al año (4 ptos.).
18. Principio (PR18): El Directorio podrá conformar órganos especiales de acuerdo a las necesidades y dimensión de la sociedad, en especial aquella que asuma la función de auditoría. Asimismo, estos órganos especiales podrán referirse, entre otras, a las funciones de nombramiento, retribución, control y planeamiento. Estos órganos especiales se constituirán al interior del Directorio como mecanismo de apoyo y deberán estar compuestos preferentemente por directores independientes, a fin de tomar decisiones imparciales en cuestiones donde puedan surgir conflictos de intereses.

Parámetros:

- PAR (1)18: El Directorio no ha conformado ningún Comité u órgano especial. (0 ptos.).
- PAR (2)18: El Directorio ha conformado al menos un Comité que sesionó 2 o más veces en el periodo de evaluación, pero no cuenta con director independiente. (1 pto.).
- PAR (3)18: El Directorio ha conformado al menos un Comité que cuenta con director independiente y sesiona 2 o más veces en el periodo de evaluación (2 ptos.).
- PAR (4)18: El Directorio ha conformado al menos dos Comités que cuentan con director independiente y sesionan 2 o más veces en el periodo de evaluación (3 ptos.).

- PAR (5)18: El Directorio ha conformado al menos dos Comités que cuentan con director independiente y sesionan 4 o más veces al año en el periodo de evaluación (4 pts.).
19. Principio (PR19): El número de miembros del Directorio de una sociedad debe asegurar pluralidad de opiniones al interior del mismo, de modo que las decisiones que en él se adopten sean consecuencia de una apropiada deliberación, observando siempre los mejores intereses de la empresa y de los accionistas.

Parámetros:

- PAR (1) 19: El Directorio está conformado únicamente por directores propuestos solo por accionistas mayoritarios o de control (0 pts.).
  - PAR (2)19: El Directorio está conformado por directores propuestos por dos tipos de accionistas (2 pts.).
  - PAR (3)19: El Directorio está conformado por directores propuestos por todos los tipos de accionistas con que cuenta la empresa (3 pts.).
  - PAR (4)19: El Directorio está conformado por directores propuestos por todos los tipos de accionistas con que cuenta la empresa y al menos un director independiente (4 pts.).
20. Principio (PR20): La información referida a los asuntos a tratar en cada sesión, debe encontrarse a disposición de los directores con una anticipación que les permitan su revisión, salvo que se traten de asuntos estratégicos que demanden confidencialidad, en cuyo caso será necesario establecer los mecanismos que permita a los directores evaluar adecuadamente dichos asuntos.

Parámetros:

- PAR (1)20: La información referida a los asuntos a tratar es puesta a disposición de los miembros del Directorio el mismo día o un día antes que se realice la sesión

programada. Además, dicha información no fue entregada por completo, quedando pendientes de regularizar algunos documentos (entrega parcial) (0 pts.).

- PAR (2)20: La información referida a los asuntos a tratar es puesta a disposición de los miembros del Directorio dos días antes que se realice la sesión programada. Además, dicha información no fue entregada por completo, quedando pendientes de regularizar algunos documentos (entrega parcial) (1 pto.).
- PAR (3)20: La información referida a los asuntos a tratar es puesta a disposición de los miembros del Directorio tres días antes que se realice la sesión programada. Asimismo, la información requerida fue entregada en su totalidad en el plazo mencionado (2 pts.).
- PAR (4)20: La información referida a los asuntos a tratar es puesta a disposición de los miembros del Directorio cuatro días antes que se realice la sesión programada. Asimismo, la información requerida fue entregada en su totalidad en el plazo mencionado (3 pts.).
- PAR (5)20: La información referida a los asuntos a tratar es puesta a disposición de los miembros del Directorio cinco o más días antes que se realice la sesión programada. Asimismo, la información requerida fue entregada en su totalidad en el plazo mencionado (4 pts.).

21. Principio (PR21): Siguiendo políticas claramente establecidas y definidas, el Directorio decide la contratación de los servicios de asesoría especializada que requiera la sociedad para la toma de decisiones.

Parámetros:

- PAR (1)21: La entidad no cuenta con alguna política definida para la contratación de servicios especializados para la toma de decisiones, por parte del Directorio (0 pts.).

- PAR (2)21: La entidad cuenta con una política informal pero aplicada de manera consistente, para la contratación de servicios especializados para la toma de decisiones, por parte del Directorio (2 pts.).
  - PAR (3)21: La entidad cuenta con una política formalmente definida y aprobada, para la contratación de servicios especializados para la toma de decisiones, por parte del Directorio (4 pts.).
22. Principio (PR22): Los nuevos directores deben ser instruidos sobre sus facultades y responsabilidades, así como sobre las características y estructura organizativa de la sociedad.

Parámetros:

- PAR (1)22: La entidad no cuenta con una política de inducción para los miembros del Directorio. (0 pts.).
- PAR (2)22: La entidad cuenta con una política de inducción para los miembros del Directorio, pero no existe evidencia de su aplicación durante el período en revisión o el último en que se eligieron o reemplazaron directores. (1 pts.).
- PAR (3)22: La entidad cuenta con una política de inducción para los miembros del Directorio, existiendo evidencia de su aplicación durante el período en revisión o el último en que se eligieron o reemplazaron directores para al menos 50% de los nuevos directores (2 pts.).
- PAR (4)22: La entidad cuenta con una política de inducción para los miembros del Directorio, existiendo evidencia de su aplicación durante el período en revisión o el último en que se eligieron o reemplazaron directores para al menos 75% de los nuevos directores (3 pts.).
- PAR (5)22: La entidad cuenta con una política de inducción para los miembros del Directorio, existiendo evidencia de su aplicación durante el período en revisión o el

último en que se eligieron o reemplazaron directores para todos los nuevos directores (4 ptos.).

23. Principio (PR23): Se debe establecer los procedimientos que el Directorio sigue en la elección de uno o más reemplazantes, si no hubiera directores suplentes y se produjese la vacancia de uno o más directores, a fin de completar su número por el período que aún resta, cuando no exista disposición de un tratamiento distinto en el estatuto.

Parámetros:

- PAR (1)23: La entidad no cuenta con procedimientos definidos para la elección de directores reemplazantes (0 ptos.).
  - PAR (2)23: La entidad cuenta con procedimientos definidos para la elección de directores reemplazantes en las cuales las vacancias son cubiertas en un máximo de cinco sesiones ordinarias (1 pto.).
  - PAR (3)23: La entidad cuenta con procedimientos definidos para la elección de directores reemplazantes en las cuales las vacancias son cubiertas en un máximo de cuatro sesiones ordinarias (2 ptos.).
  - PAR (4)23: La entidad cuenta con procedimientos definidos para la elección de directores reemplazantes en las cuales las vacancias son cubiertas en un máximo de tres sesiones ordinarias (3 ptos.).
  - PAR (5)23: La entidad cuenta con procedimientos definidos para la elección de directores reemplazantes en las cuales las vacancias son cubiertas en un máximo de dos sesiones ordinarias (4 ptos.).
24. Principio (PR24): Las funciones del Presidente del Directorio, Presidente Ejecutivo de ser el caso, así como del Gerente General deben estar claramente

delimitadas en el estatuto o en el reglamento interno de la sociedad con el fin de evitar duplicidad de funciones y posibles conflictos.

Parámetros:

- PAR (1)24: El Estatuto, Reglamento Interno, Manual u otro documento similar aprobado formalmente no cuentan con una definición clara de las funciones del Presidente de Directorio, Presidente Ejecutivo y del Gerente General (0 pts.).
  - PAR (2)24: El Estatuto, Reglamento Interno, Manual u otro documento similar aprobado formalmente cuentan con una definición clara de las funciones del Presidente de Directorio, Presidente Ejecutivo y del Gerente General, sin embargo, algunas de ellas se superponen (2 pts.).
  - PAR (3)24: El Estatuto, Reglamento Interno, Manual u otro documento similar aprobado formalmente cuentan con una definición clara de las funciones del Presidente de Directorio, Presidente Ejecutivo y del Gerente General (4 pts.).
25. Principio (PR25): La estructura orgánica de la sociedad debe evitar la concentración de funciones, atribuciones y responsabilidades en las personas del Presidente del Directorio, del Presidente Ejecutivo de ser el caso, del Gerente General y de otros funcionarios con cargos gerenciales.

Parámetros:

- PAR (1)25: La entidad no cuenta con un manual de organización y funciones o un manual de descripción de puestos, que defina claramente las funciones de los funcionarios con cargos gerenciales (0 pts.).
- PAR (2)25: La entidad cuenta con un manual de organización y funciones o un manual de descripción de puestos que define claramente las funciones de los funcionarios con cargos gerenciales, sin embargo, algunas de ellas se superponen

entre ellas y/o con las funciones del Presidente del Directorio, Presidente Ejecutivo y/o Gerente General (2 ptos.).

- PAR (3)25: La entidad cuenta con un manual de organización y funciones o un manual de descripción de puestos que define claramente las funciones de los funcionarios con cargos gerenciales y además no se superponen entre ellas ni con las funciones del Presidente del Directorio, Presidente Ejecutivo y/o Gerente General (3 ptos.).
  - PAR (4)25: La entidad cuenta con un manual de organización y funciones o un manual de descripción de puestos que define claramente las funciones de los funcionarios con cargos gerenciales y además no se superponen entre ellas ni con las funciones del Presidente del Directorio, Presidente Ejecutivo y/o Gerente General. Además, debe contar con una estructura formal de poderes, otorgados por el órgano competente, que permita a estas personas desempeñar sus funciones de manera efectiva. (4 ptos.).
26. Principio (PR26): Es recomendable que la Gerencia reciba, al menos, parte de su retribución en función a los resultados de la empresa, de manera que se asegure el cumplimiento de su objetivo de maximizar el valor de la empresa a favor de los accionistas.

Parámetros:

- PAR (1)26: La entidad no cuenta con una política de remuneración variable para la Gerencia General (0 ptos.).
- PAR (2)26: La entidad cuenta con una política de remuneración variable para la Gerencia General, pero los factores de cálculo no han sido actualizados en función a las estrategias vigentes del negocio (1 pto.).

- PAR (3)26: La entidad cuenta con una política de remuneración variable para la Gerencia General, con factores de cálculo alineados a las estrategias del negocio, siendo el porcentaje de la remuneración variable menos del 15% de la remuneración total (2 ptos.).
- PAR (4)26: La entidad cuenta con una política de remuneración variable para la Gerencia General, con factores de cálculo alineados a las estrategias del negocio, siendo el porcentaje de la remuneración variable menos del 30% de la remuneración total (3 ptos.).
- PAR (5)26: La entidad cuenta con una política de remuneración variable para la Gerencia General, con factores de cálculo alineados a las estrategias del negocio, siendo el porcentaje de la remuneración variable del 30% o más de la remuneración total (4 ptos.).

