



Universidad
Continental

FACULTAD DE CIENCIAS DE LA EMPRESA

Escuela Académico Profesional de
Administración y Finanzas

Tesis

**Gobierno corporativo y creación de valor en
empresas del sector financiero que cotizan en la
Bolsa de Valores de Lima durante el periodo
2008-2017**

Antonella Jhois Rojas Camayo

Huancayo, 2019

Para optar el Título Profesional de
Licenciada en Administración y Finanzas



Repositorio Institucional Continental
Tesis digital



Obra protegida bajo la licencia de [Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivadas 2.5 Perú](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/peru/)

Agradecimientos

A los docentes de la facultad de ciencias de la empresa de la Universidad Continental por los conocimientos y experiencias compartidas durante toda mi estancia en esta prestigiosa casa de estudios.

A mis docentes de Seminario de Tesis, Margarita Calle Arancibia y David Anglas Urdánegui, y a mi asesor Silvino Aliaga Castro por el apoyo y orientación en la ejecución de la tesis.

Dedicatoria

A Dios, por sus enseñanzas y su fuerza espiritual.

A mi madre María Aurelia Camayo Orihuela, por ser mi guía y haberme brindado todo su apoyo incondicional en toda etapa de mi vida.

A mis hermanos, por ser mi motivo para seguir creciendo personal y profesionalmente.

A mis compañeros de clase y amigos, por el tiempo compartido y los buenos trabajos realizados en equipo.

A los docentes que dictaron clases sobre temas en Finanzas, por sus valiosas enseñanzas pues aportarán mucho a mi vida profesional.

Índice de Contenido

Portada.....	i
Agradecimientos	ii
Dedicatoria	iii
Resumen	ix
Abstract	x
Introducción.....	xi
Capítulo I: Planteamiento del Estudio	13
1.1. Planteamiento del Problema.....	13
1.2. Formulación del Problema	16
1.2.1. Problema General.....	16
1.2.2. Problemas Específicos.....	16
1.3. Objetivos	16
1.3.1. Objetivo General.	16
1.3.2. Objetivos específicos.....	16
1.4. Justificación e Importancia.....	17
1.4.1. Justificación.	17
1.4.1.1. Justificación teórica.	17
1.4.1.2. Justificación práctica.....	17
1.4.2. Importancia.	18
1.5. Hipótesis.....	18
1.5.1. Hipótesis General.	18
1.5.2. Hipótesis Específicas.....	18
1.6. Variables	19
1.6.1. Definición conceptual de las Variables	19
1.6.2. Definición Operacional de las variables.....	19
1.7. Delimitación de la Investigación	20
1.8. Limitaciones de la Investigación	21
Capítulo II: Marco Teórico.....	22
2.1. Antecedentes del Problema	22
2.1.1. Antecedentes Nacionales.....	22
2.1.2. Antecedentes Internacionales.	28

2.2.	Bases Teóricas	31
2.2.1.	Modelo Teórico.....	32
2.2.1.1.	Teoría de Gobierno de la Empresa.	32
2.2.2.	Gobierno Corporativo.....	33
2.2.2.1.	Definiciones.....	33
2.2.2.2.	Historia del gobierno corporativo.....	34
2.2.2.3.	Importancia de un Buen Gobierno Corporativo.	35
2.2.2.4.	Mecanismos de control del Gobierno Corporativo.....	36
2.2.2.5.	Modelos de Gobierno Corporativo.	37
2.2.2.6.	Evolución del Gobierno Corporativo en el Perú.	40
2.2.2.7.	Dimensiones de Gobierno Corporativo.....	41
2.2.2.8.	Instrumento de medición de Gobierno Corporativo.	44
2.2.3.	Creación de valor.	47
2.2.3.1.	Definiciones.....	47
2.2.3.2.	Fases de la creación de valor.	48
2.2.3.3.	Crítica a la ideología de crear valor para el accionista.	49
2.2.3.4.	Limitaciones de los indicadores financieros.	51
2.2.3.5.	Medición de la creación de valor para el accionista.	52
2.2.3.6.	Elementos del índice de creación de valor.....	54
2.2.3.7.	Metodología CAPM.....	56
2.3.	Definición de Términos Básicos.....	63
Capítulo III: Metodología.....		65
3.1.	Métodos y alcance de la investigación	65
3.1.1.	Método de investigación.....	65
3.1.1.1.	Método General.	65
3.1.1.2.	Método Específico.	66
3.1.2.	Enfoque de la Investigación.....	66
3.1.3.	Alcance de investigación.	66
3.1.4.	Tipo de investigación.	67
3.2.	Diseño de la investigación	68
3.3.	Población y muestra.....	69
3.3.1.	Población.	69

3.3.2. Muestra	70
3.4. Técnicas e Instrumentos de recolección de datos.....	71
3.5. Técnicas de procesamiento de datos.....	71
Capítulo IV: Resultados y Discusión.....	73
4.1. Tratamiento y análisis de la información.....	73
4.1.1. Gobierno Corporativo.....	73
4.1.2. Creación de valor	74
4.2. Presentación de Resultados	78
4.2.1. Estadísticos descriptivos.....	78
4.2.2. Resultados de la relación entre gobierno corporativo y creación de valor.....	79
4.2.3. Resultados del nivel de cumplimiento alcanzado por las empresas del sector financiero.....	80
4.2.4. Resultados sobre los grupos de principios con mayor nivel del cumplimiento de Gobierno Corporativo durante el periodo 2008-2013.....	82
4.2.5. Resultados sobre los pilares de gobierno corporativo con mayor nivel del cumplimiento durante el periodo 2014-2017.	83
4.2.6. Resultados en relación al valor creado por las empresas del sector financiero. .	85
4.3. Prueba de Hipótesis	86
4.4. Discusión de Resultados	89
Conclusiones.....	94
Recomendaciones	96
Referencias Bibliográficas	98
Anexos.....	102

Índice de Tablas

Tabla 1. Definición operacional de las variables	19
Tabla 2. Antecedentes nacionales relacionados a gobierno corporativo y creación de valor	27
Tabla 3. Antecedentes internacionales relacionados a gobierno corporativo y creación de valor	31
Tabla 4. Mecanismos de Control de Gobierno Corporativo	36
Tabla 5. Modelos de Gobierno Corporativo	37
Tabla 6. Grupo de Principios de Buen Gobierno.....	45
Tabla 7. Formato para el cálculo de creación de valor	53
Tabla 8. Población de la investigación.....	70
Tabla 9. Cotización de las acciones del sector financiero que cotizan en la BVL	74
Tabla 10. Dividendos distribuidos por las empresas del sector financiero	75
Tabla 11. Datos sobre el T-bill y Stock de Damodaran	76
Tabla 12. Cálculo de beta apalancado para las empresas del sector financiero del Perú.....	77
Tabla 13. Cálculo de la rentabilidad esperada para el año 2008	77
Tabla 14. Estadísticos de gobierno corporativo y creación de valor para el accionista de las empresas del sector financiero.....	78
Tabla 15. Relación entre Cumplimiento de Gobierno Corporativo y el valor creado durante el periodo 2008-2017	79
Tabla 16. Nivel de cumplimiento de GC de las empresas del sector financiero del 2009 al 2017.....	80
Tabla 17. Cumplimiento de gobierno corporativo por grupo de principios	82
Tabla 18. Cumplimiento de gobierno corporativo agrupado por pilares	83
Tabla 19. Valor creado por las empresas del sector financiero	85
Tabla 20. Datos para introducir al programa IBM SPSS Statistics	88
Tabla 21. Prueba de Correlación de Rangos de Spearman de la hipótesis general	88

Índice de Figuras

Figura 1. Los escándalos de gobierno corporativo más grandes del mundo	14
Figura 2. Esquema de las bases teóricas	32
Figura 3. Reformas de Gobierno Corporativo en el Perú.....	40
Figura 4. Pilares del Gobierno Corporativo en el Perú	47
Figura 5. Fases de la creación de valor	48
Figura 6. Tasa libre de riesgo y Rendimiento de mercado.....	59
Figura 7. Diseño no experimental longitudinal	68
Figura 8. Diseño de la Relación de Variables	69
Figura 9. Valor de beta desapalancado para el sector de bancos en el 2007.....	76
Figura 10. Relación entre el Cumplimiento de Gobierno Corporativo y el valor creado durante el periodo 2008-2017.....	79
Figura 11. Nivel de Cumplimiento promedio de GC de las empresas del sector financiero del 2009 al 2017.....	81
Figura 12. Cumplimiento de gobierno corporativo por grupo de principios	83
Figura 13. Cumplimiento de gobierno corporativo agrupado por pilares	84
Figura 14. Valor creado por las empresas del sector financiero.....	86

Resumen

La creación de valor es uno de los principales objetivos para las finanzas de las grandes empresas. Los ejecutivos y administradores lo reconocen y se esfuerzan por crear mayor valor en cada periodo. Sin embargo, algunos de ellos han optado por la salida más fácil de conseguirlo, llegando a realizar fraudes empresariales como el tan sonado caso de Enron. Contar con un gobierno en la empresa constituye una de las tantas formas para asegurarse de que no existirán conflictos de interés entre el directorio, la administración y los propietarios de una empresa.

El trabajo de investigación realizado aborda el gobierno corporativo y la creación de valor en las empresas del sector financiero que cotizaron en la bolsa de valores de Lima para el periodo 2008 a 2017. Teniendo como objetivo principal determinar la relación que existe entre el cumplimiento de un buen gobierno y el valor creado para los accionistas de estas empresas.

El nivel de investigación es correlacional y el diseño es no experimental longitudinal por tomar como estudio un periodo de diez años. Para la realización del estudio, se ha tomado como base los reportes oficiales brindados a la Superintendencia de Mercado de Valores en cuanto al cumplimiento de gobierno corporativo. Por otro lado, para medir el valor creado se ha calculado este dato basado en las teorías de un autor español utilizando datos reales respecto a las cotizaciones de las acciones de cada empresa. Se ha trabajado enteramente con la población. Además, se han procesado todos los datos para obtener figuras y someter a prueba la hipótesis mediante la correlación de rangos de Spearman.

Los resultados mostraron que el pilar de gobierno corporativo más valorado por las empresas del sector financiero es “Riesgo y cumplimiento”, mientras que el grupo de principios con mayor nivel de cumplimiento fue “Comunicación y transparencia de información”. Asimismo, el valor creado para los accionistas fue en promedio de -7.18% para un periodo de análisis de diez años. Finalmente, se comprobó que el nivel de cumplimiento de gobierno corporativo presenta una relación positiva con la creación de valor.

Abstract

The value creation is one of the main objectives for the finances of large companies. Executives and managers recognize it and strive to create greater value in each period. However, some of them have opted for the easiest way out get it, coming to commit corporate fraud as the so famous case of Enron. Having a government enterprise, constitutes one of the many ways to make sure that there will be no conflicts of interest between the directory, management and the owners of the Company.

The research is about corporate governance and value creation in the enterprises of the financial sector which was quoted on the stock exchange of Lima for the period 2008 to 2017. Having as main objective to determine the relationship between the fulfilment of a good governance and the value created for shareholders of these companies.

It's a correlational research and the design is non-experimental longitudinal because it takes a period of ten years as a study. To carry out the study, the researcher took the official reports provided from the Superintendency of Stock Market as basis for the corporate governance compliance. On the other hand, to measure the value created, it has been calculated this data based on the theories of a Spanish author using real data on the share price of each company. It has worked entirely with the population. In addition, all the data has been processed to obtain figures and the hypothesis testing of Spearman rank correlation.

The results showed that the pillar of corporate governance most valued by companies in the financial sector is "Risk and compliance", while the group of principles with the highest level of compliance was "Communication and transparency of information". Likewise, the value created for shareholders was on average -7.18% for the period of analysis of ten years. Finally, it was found that the level of compliance of corporate governance presents a positive correlation with the creation of value.

Introducción

La creación de valor se ha tomado como una ideología empresarial y sobre todo como un reto para la administración. Muchas empresas han decidido implementar un sistema de gobierno buscando el beneficio de sus accionistas y dueños, pero también de todos los grupos de interés. Su importancia ha ido creciendo por cada acontecimiento que ha marcado la historia de una empresa en cuanto a imagen empresarial, pero también ha resaltado por sus consecuencias en los resultados económicos y financieros de la organización.

Uno de los casos más comentados, sin duda, ha sido el de la empresa Enron. Esta compañía había incrementado enormemente sus utilidades, pero no con una buena gestión sino manipulando las cuentas contables de la empresa. Esta noticia no fue revelada a sus accionistas e incluso ocultaron las enormes deudas que habían contraído (Forbes México, 2017). Sin embargo, éste no fue el único escándalo empresarial que se conoció. Años más tarde, la empresa chilena “La Polar” y la empresa italiana “Parmalat” se convirtieron en la segunda y tercera empresa con mayor destrucción al gobierno corporativo de sus corporaciones. Estos datos son la base de la filosofía que presenta Enrione (2014), y es que el valor que crean sus ejecutivos debe ser sostenido en el tiempo y no solo mostrar cifras en verde para el alivio de sus accionistas.

El apoyo de la Corporación Andina de Fomento ha sido fundamental para que el Estado decida promover su implementación en las empresas que listan en la Bolsa de Valores de Lima. Todas estas empresas tienen altos volúmenes de ventas y constituyen parte fundamental para el dinamismo de la economía peruana. Es por ello, que estas compañías deben cumplir, a conciencia, con las prácticas de buen gobierno, en su camino por crear valor financiero. Existen planteamientos teóricos que explican los beneficios de implementar estos estándares en las empresas, sobre todo por los resultados económicos y financieros que tendrían al aplicarlos. La investigación realizada busca determinar esta relación en el contexto peruano para las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores.

Diferentes investigaciones se han realizado tanto a nivel nacional como en otros países. De los cuales Galvis, Morales, Palomino & Enrique (2017) ha encontrado una relación positiva entre gobierno corporativo y creación de valor, así como Barnuevo, Díaz, Elejalde & Taipe (2017). Sus estudios no comprenden solo a empresas peruanas sino

también extranjeras, y utilizan algunos indicadores de gestión como métodos de valoración. Sin embargo, hasta el momento no se han realizado estudios para medir el valor creado mediante los valores de la cotización de las acciones. Desde este enfoque, es un tema relativamente nuevo e interesante para ser investigado.

Realizar una investigación que permita encontrar la relación entre el gobierno corporativo y la creación de valor, constituirá un aporte para la ciencia en cuanto a temas financieros y empresariales. Basándose, en distintas bibliografías que reconocen la importancia del gobierno corporativo e incluyen las ventajas de su aplicación, se podría pensar que un mayor nivel de cumplimiento de ellas traerá consigo mejores resultados financieros para la empresa.

Mediante la presente tesis se busca contribuir en cuanto a estos temas planteados. Para ello, se ha estructurado el trabajo en cuatro capítulos. En el primero, se detalla el planteamiento del problema encontrado, así como los objetivos, hipótesis, justificación, importancia y demás conceptos necesarios para llevar a cabo la investigación. En el siguiente capítulo, se resume toda la base teórica encontrada respecto a los temas abordados. En la tercera sección, se menciona la metodología utilizada para llevar a cabo este estudio. Luego, se muestran los resultados en relación a cada objetivo del estudio, para posteriormente realizar conclusiones y recomendaciones.

Capítulo I: Planteamiento del Estudio

1.1. Planteamiento del Problema

El gobierno corporativo es un conjunto de procesos y procedimientos que controlan y dirigen a una organización. La estructura sobre la cual se establecerá una correcta distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes; así como las reglas y procedimientos necesarios para tomar decisiones (como se cita en Rivera, 2010). Mientras que, la creación de valor se refiere a la adición de riqueza que genera una empresa para los accionistas, obteniendo resultados que superen los recursos utilizados para obtenerlo (Pérez-Carballo, 2007).

En la última década, las prácticas de un buen gobierno corporativo son requeridas no sólo para las organizaciones que se encuentran dentro del mercado bursátil, sino también para las demás. La Corporación Andina de Fomento (2012) indica que cumplir con estos estándares es relevante para todo tipo de organización: pública, privada e incluso empresas familiares. El gobierno corporativo ha sido visto no solo como la práctica de altos estándares, sino que también muchos autores han reconocido la importancia de éste sobre la creación de valor para los accionistas y demás grupos de interés. Es por ello, que este tema se ha desarrollado con mayor profundidad dentro del mercado de valores. Desde finales del siglo XX, algunos de estos escritores reconocían el efecto que podría tener el gobierno de la empresa sobre los indicadores financieros. Así, por ejemplo, Eguidazu (1999) indicó que las empresas que crean valor de manera consistente, obtienen una mayor rentabilidad sobre el capital que utilizan para sus operaciones como también al invertir en nuevos recursos (p. 12).

A pesar de ello, algunas organizaciones han optado por tener un gobierno corporativo que se plasma solo en papeles y han realizado malas prácticas en la administración. A nivel mundial, han llegado noticias sobre estas malas prácticas. Uno de los casos más escandalosos

se reveló a finales del 2001. La empresa Enron había inflado enormemente sus utilidades y no reveló a sus inversionistas que sus deudas superaban a sus ganancias (Forbes México, 2017). La Revista del CLAD Reforma y Democracia describió de esta manera el gran problema:

La octava empresa de los Estados Unidos, con más de 100 000 millones de dólares de ventas anuales, produjo una quiebra fraudulenta sin precedentes. Su gobierno corporativo defraudó en 60 000 millones de dólares a sus accionistas, dejó sin sus fondos de jubilación a sus 20 000 empleados, causó gravísimos daños a los mercados financieros y cometió innumerables acciones ilegales (Kliksberg, 2010, p.2).

Enrione (2014) incluyó una figura que muestra a Enron, como una de las empresas de con mayor escándalo de problemas de gobierno corporativo en el mundo. A ésta le sigue la empresa chilena La Polar y la empresa italiana Parmalat.

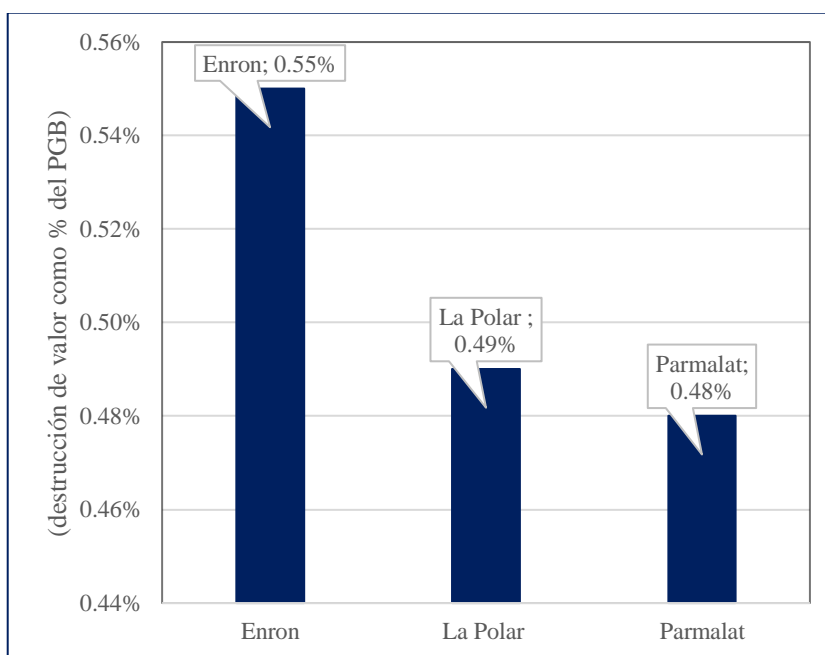


Figura 1. Los escándalos de gobierno corporativo más grandes del mundo

Nota. Tomado de "Directorio y gobierno corporativo: El desafío de agregar valor en forma sostenida" por Enrione, A. 2014. 2a ed., Santiago de Chile: Editorial ESE Business School.

Ante este escándalo empresarial, la auditora Arthur Andersen, empresa que había auditado los estados financieros de Enron, tuvo que cerrar ya que las demás compañías habían perdido la confianza en ellos por dicho caso. Un año más tarde, se da a conocer otro escándalo con la empresa WorldCom. Forbes México (2017) informó que esta empresa de

telefonía había reportado una gran suma de dinero como inversiones de capital, cuando en realidad debían haberse considerado como gastos, todo ello con el fin de demostrar que su empresa había tenido mayores ganancias. Kliksberg (2010) indica que luego de estos casos, se dieron muchos otros sobre corrupción corporativa y escándalos financieros que involucraron a empresas como Tycoon, Health South Corp., Global Crossing, Sunbean, Parmalat, entre otros.

El Perú no ha sido ajeno a problemas relacionados con la reputación empresarial y el gobierno corporativo. Uno de los casos más comentados ha sido el de la empresa de servicios de ingeniería e infraestructura “Graña y Montero”. A pesar de que cuenta con gran experiencia en el mercado, poco más de 79 años, se ha visto envuelta en problemas con su reputación, al haber sido socia de Odebrecht en una serie de proyectos como las de Lava Jato y la Carretera Interoceánica Sur (RPP Noticias, 2017).

Con esta empresa, se ha podido conocer, más de cerca, como el mercado de valores reaccionó ante esta noticia. Castillo (2017) informó que, desde noviembre del 2016 hasta marzo de 2017, las acciones de Graña y Montero habían perdido su valor hasta en un 70%. El escándalo fue mayor, debido a que esta empresa había sido calificada como una de las empresas que realizaba Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo y se encontraba dentro del Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) de la Superintendencia del Mercado de Valores.

Es así, que la reacción frente a actos que atentan contra el buen gobierno corporativo es inmediata y casi automática, y por supuesto tiene como principal mecanismo de expresión al mercado de valores. De esta manera, los inversionistas que participan dentro de este mercado suelen tomar decisiones que eviten la pérdida de valor de su dinero y en general de sus inversiones.

A partir de los estudios previos, y en consideración de los antecedentes expuestos, la pregunta de investigación que orienta el presente trabajo es: ¿Cuál es la relación que existe entre el cumplimiento de gobierno corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017?

1.2. Formulación del Problema

1.2.1. Problema General.

¿Cuál es la relación que existe entre el cumplimiento de gobierno corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017?

1.2.2. Problemas Específicos.

- a) ¿Cuál es el nivel de cumplimiento alcanzado por las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009-2017?
- b) ¿Cuáles son los principios de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009-2013?
- c) ¿Cuáles son los pilares de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2014-2017?
- d) ¿Cuáles son las empresas del sector financiero que crearon mayor valor para los accionistas durante el periodo 2008-2017?

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo General.

Determinar la relación que existe entre el cumplimiento de gobierno corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017.

1.3.2. Objetivos específicos.

- a) Identificar el nivel de cumplimiento alcanzado por las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009-2017.

- b) Identificar los principios de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009-2013.
- c) Identificar los pilares de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2014-2017.
- d) Identificar a las empresas del sector financiero que crearon mayor valor para los accionistas durante el periodo 2008-2017.

1.4. Justificación e Importancia

1.4.1. Justificación.

1.4.1.1. Justificación teórica.

La investigación utiliza una serie de teorías y conceptos básicos de acuerdo a las variables del estudio. La base teórica principal de la tesis que explica la relación entre las variables se encuentra descrita en el libro de Santiago Eguidazu Mayor. Sin embargo, el autor no profundiza en cuanto a algunos aspectos de la creación de valor, por lo que es necesario tomar, adicionalmente, los escritos de Pérez-Carballo, quien ahonda mucho más sobre el valor creado para el accionista. Por otro lado, se ha tomado en cuenta a Juana Rivera para analizar el gobierno corporativo y conocer algunos detalles que de éste desprenden.

1.4.1.2. Justificación práctica.

Como se ha mencionado, en el mundo y en nuestro país se ha dado una serie de fraudes financieros, corrupción entre otros que involucran a los principales participantes de toda organización. En el Perú, los principales diarios sobre negocios han informado respecto a la empresa Graña y Montero, por ejemplo. Se han visto los efectos sobre las inversiones realizadas por los inversores. Además, por eventos que han ocurrido en años anteriores con otras empresas y en otros países, se muestra que el efecto de una mala práctica de

Gobierno corporativo podría afectar también a sus empleados, al mercado de valores y a los demás grupos de interés o stakeholders.

1.4.2. Importancia.

El desarrollo de este tema ha tomado gran alcance principalmente dentro del mercado de valores. Es por ello, que la investigación permitirá validar la teoría que se ha tomado como base, pero el contexto de un país latinoamericano y con las características de la bolsa de Valores del Perú en los periodos señalados. Asimismo, los resultados de este estudio permitirán realizar una investigación más exhaustiva de acuerdo a cada empresa que cotiza en la Bolsa de Valores de Lima. Esto debido a que dichos resultados no son concluyentes para un determinado sector o industria, solo busca probar como etapa inicial si existe o no una relación entre las variables consideradas dentro del estudio.

1.5. Hipótesis

1.5.1. Hipótesis General.

Existe una relación positiva entre el cumplimiento de gobierno corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017.

1.5.2. Hipótesis Específicas.

- a) El nivel de cumplimiento de gobierno corporativo para las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, superará el 70% en promedio para todos los años de estudio.
- b) El principio de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero será comunicación y transparencia informativa durante el periodo 2009-2013.
- c) El pilar de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero será riesgo y cumplimiento durante el periodo 2014-2017.

- d) La empresa del sector financiero con mayor creación de valor para el accionista durante el periodo 2008-2017 será BBVA Banco Continental, por haber pertenecido al Índice de Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima.

1.6. Variables

1.6.1. Definición conceptual de las Variables

- **Gobierno Corporativo**

El Gobierno Corporativo es un conjunto de procesos y procedimientos que controlan y dirigen a una organización. La estructura de ésta establecerá una correcta distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes; así como las reglas y procedimientos necesarios para tomar decisiones (como se cita en Rivera, 2010, p. 201).

- **Creación de Valor**

La creación de valor se refiere a la adición de riqueza que genera una empresa para los accionistas, obteniendo resultados que superen los recursos utilizados para obtenerlo (Pérez-Carballo, 2007, p. 25-26).

1.6.2. Definición Operacional de las variables

En la tabla 1 se detalla la definición operacional de las variables del estudio realizado:

Tabla 1.

Definición operacional de las variables

Variable	Dimensión	Indicador
Gobierno Corporativo	Derechos de los participantes	Nivel de cumplimiento del código
	Responsabilidades de los participantes	Nivel de cumplimiento del código

	Reglas y procedimientos	Nivel de cumplimiento del código
Creación de Valor	Valor creado para el accionista	Índice de valor creado por acción

1.7. Delimitación de la Investigación

La delimitación de la presente investigación se encuentra resumida en tres aspectos: espacio, tiempo y circunstancia. En primer lugar, el espacio en el que se desarrolla el estudio es Perú, puesto que las empresas elegidas cotizan dentro de su Bolsa de Valores y pertenecen al sector financiero. No se enfoca a una ciudad en particular porque la ubicación de las sedes principales y oficinas, según sea el caso, son distintas para cada una de ellas y lo que se estudia en esta investigación son datos numéricos expuestos en un espacio virtual.

El tiempo que delimita la investigación comprende un periodo de diez años desde el año 2008 al 2017. Respecto a la variable creación de valor, se tomaron datos de sus cotizaciones en el año 2008 como punto de partida, para posteriormente incluir las cotizaciones a finales de cada año, preferentemente, teniendo como último dato de cotización el año 2017. Por otro lado, el reporte de cumplimiento del gobierno corporativo se ha tomado de cada año a partir del 2009 hasta el reporte del año 2017, para analizar las variaciones año a año.

Por último, en cuanto a las circunstancias, las empresas que son objeto de estudio, cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima durante todo el periodo señalado y tienen publicado un reporte de cumplimiento de Gobierno Corporativo en la página oficial de la Superintendencia de Mercado de Valores. Asimismo, estas organizaciones pertenecen al sector financiero privado y poseen acciones que cotizan de manera independiente a sus grupos corporativos.

Se ha delimitado uno de los componentes del cálculo para la creación de valor: la rentabilidad exigida expresada mediante el CAPM. En cuanto a este aspecto, se ha considerado que el accionista tiene inversiones solo locales y las mantiene en su poder por un periodo de diez años como máximo. De igual forma, al utilizar la metodología CAPM se

toma el supuesto de que el inversionista desea diversificar su portafolio y no solo desea comprar acciones de un solo sector económico.

1.8. Limitaciones de la Investigación

Las limitaciones fueron distintas en cuanto a cada variable. En cuanto a gobierno corporativo, la principal dificultad fue la naturaleza de la información obtenida. Las diferentes organizaciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima son consideradas “Grandes Empresas”, por lo cual, obtener datos de primera fuente resulta mucho más difícil, y aún más si se piensa aplicar un instrumento; por la falta de disponibilidad de ellas, falta de tiempo de los directivos y por las características propias de cada banco. A pesar de ello, el instrumento que publica año a año la Superintendencia facilitó el trabajo.

En cuanto a la variable creación de valor, la limitación principal fue utilizar todos los datos del contexto para obtener un valor que expresara su valor. Ante todo, se debe tener en claro que existen distintos métodos para calcular el valor creado tanto desde un enfoque contable como financiero. Sin embargo, utilizando como base la teoría de Pérez-Carballo ha sido posible construir el índice que describe en su libro.

Capítulo II: Marco Teórico

2.1. Antecedentes del Problema

2.1.1. Antecedentes Nacionales.

Barnuevo, Díaz, Elejalde & Taípe (2017) presentaron la tesis titulada “Gobierno Corporativo y Generación de Valor en empresas distribuidoras de electricidad: Casos de Perú, Chile, Colombia y Argentina” para obtener el grado de Magíster en Administración Estratégica de Empresas otorgado por la Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú. La tesis mencionada tiene como objetivo relacionar la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo y la generación del valor financiero con empresas distribuidoras de energía eléctrica de América Latina durante los años 2011 al 2015. El tipo de investigación fue no experimental, el nivel de investigación fue correlacional y tuvo un diseño longitudinal.

La muestra ha sido escogida de acuerdo a los criterios de los investigadores, incluyendo finalmente a las empresas distribuidoras de energía eléctrica que coticen en la Bolsa de Valores y que tengan mayor participación de mercado en cada país. Los datos que se obtuvieron provienen de fuentes secundarias para las dos variables del estudio: gobierno corporativo y valor financiero. Para la primera variable, se realizó un cálculo de porcentajes respecto al cumplimiento de los pilares de Gobierno corporativo que considere cada país. En cambio, con la segunda variable, se utilizaron los siguientes indicadores: Margen neto, Rentabilidad sobre los activos, Rentabilidad sobre el patrimonio y Utilidad por acción.

Concluyendo, los investigadores indican que los resultados no pueden ser utilizados para generalizar a otros sectores que también coticen en la bolsa de valores de cada país. Sin embargo, se encontraron indicios que las buenas prácticas influyen

positivamente sobre el performance de las empresas que han sido analizadas. Se han identificado los pilares más importantes del Gobierno Corporativo para cada país. En cuanto a Perú, los principales son “Derecho de los accionistas” y “Comunicación y transparencia informativa” y que tendrían una mayor influencia sobre la generación de valor por los puntajes encontrados. Por otro lado, el indicador de generación de valor que obtuvo un mayor crecimiento es el Margen Neto.

Por otro lado; Cruz, Escobedo & Villafuerte (2017) presentaron la tesis denominada “Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social en empresas de la Bolsa de Valores de Lima” para obtener el grado de Magíster en Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero en la Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú. El objetivo de la investigación fue describir el impacto de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo sobre la generación de valor financiero para las empresas manufactureras durante los años 2011-2016. El estudio fue de tipo no experimental, con un nivel correlacional y diseño longitudinal.

El trabajo de investigación mencionado se realizó con una muestra de cinco empresas del sector manufactura y que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, escogidas de acuerdo a criterio de los autores. Para medir la variable dependiente generación de valor financiero se utilizaron los indicadores: ROE, ROA, Q de Tobin, índice de lucratividad y EVA. Por otro lado, la variable Gobierno Corporativo se utilizó la información publicada del cumplimiento de las buenas prácticas en sus memorias anuales. Con dicha información se procedió a elaborar un índice que refleje su cumplimiento.

Luego de realizar un cruce de la información obtenida de ambas variables, se obtuvo como resultado que de las cinco empresas solo tres han sido clasificadas con un cumplimiento “bueno” de acuerdo a los investigadores. En cuanto a la empresa que obtuvo mejores resultados en sus indicadores financieros, se destaca a la empresa Backus y Johnston S.A.A. Asimismo, esta empresa ha sido la única de la muestra en la cual se cumple la relación que se buscaba demostrar con la investigación. Una relación inversa se cumple con la empresa Alicorp S.A.A., puesto que tiene un menor promedio en cuanto al índice de Gobierno Corporativo, pero tiene el segundo lugar en el nivel de

creación de valor de acuerdo a los indicadores estudiados. Finalmente, se concluye que el cumplimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo no siempre genera valor para las empresas del sector de manufactura.

Córdova, García, Pérez & Pinto (2017) presentaron la tesis titulada “Impacto de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo en la Creación de Valor de las Empresas de la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009 - 2016” para la obtención del grado de Magíster en Finanzas y Riesgo Financiero otorgado por la Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú. El objetivo de la investigación fue encontrar una relación entre el cumplimiento del buen gobierno corporativo y la creación de valor para las empresas que listan en la Bolsa de Valores de Lima desde el año 2009 al 2016. El trabajo fue de tipo no experimental, con un nivel de investigación correlacional y un diseño longitudinal.

La muestra estuvo conformada por un grupo de 18 empresas que pertenecen al índice S&P/BVL PERU GENERAL y se encuentran distribuidas entre los sectores: bienes inmobiliarios, energía, industrial, productos de primera necesidad y servicios públicos. Para evaluar la variable independiente se utilizó los cuestionarios que se aplican a las empresas sobre Buen Gobierno Corporativo y se presentan a la Superintendencia. La dificultad estuvo en homogenizar los datos de los cuestionarios puesto que el formato del periodo anterior al 2014 era distinto al aplicado a partir de este año.

Para evaluar la variable creación de valor financiero se utilizaron indicadores como el precio de la acción, ROE, ROA, EVA, ROIC, WACC, EBIT, EBITDA, NOPAT, índice de lucratividad y Q de Tobin. Como parte de los aportes de la investigación se encuentra la metodología usada. Se definió una tabla que refleja el ranking del cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo desarrollado en base al número de desviaciones estándar, para que, de esta manera, se ubique a las empresas estudiadas dentro de un orden de acuerdo a su cumplimiento.

Los resultados mostraron que durante los años 2009 a 2016; las empresas Banco Continental, Compañía Minera Volcán, Ferreyros y Cervecería Backus tuvieron un mejor puntaje en el cumplimiento del Gobierno Corporativo. De estas cuatro empresas,

se realizó un análisis adicional que involucre las variables de estudio, de lo cual se desprende la conclusión general. En conclusión, mediante la investigación se demuestra que no hay evidencia suficiente para probar la existencia de un impacto significativo entre el cumplimiento de las buenas prácticas y la generación de valor. Sin embargo, los investigadores reconocen que el resultado no indica que las buenas prácticas de gobierno corporativo no sean importantes. Finalmente, resalta que dichas prácticas generan un marco de transparencia y confianza dentro del mercado de capitales, por lo que el desempeño de una empresa también se verá afectado.

Galvis, Morales, Palomino & Enrique (2017) presentaron la tesis denominada “Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero de los bancos cotizantes en la bolsa de valores de Colombia” para obtener el grado de Magíster en Administración Estratégica de empresas otorgado por la Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú. Cuyo objetivo fue presentar el posible impacto de la implementación del gobierno corporativo sobre los resultados financieros de los bancos en Colombia. La investigación fue de tipo no experimental, con un nivel correlacional y un diseño transversal.

Los datos de la investigación fueron obtenidos de fuentes secundarias, para la variable gobierno corporativo se utilizó la encuesta “Código País” construida y validada por la Superintendencia del mercado financiera en Colombia, mientras que, se utilizó los resultados financieros para obtener los indicadores ROE, ROA, Índice Dupont, Ratio de Solvencia y Q de Tobin. La población objeto de estudio incluye a todos los bancos con operaciones comerciales activas a finales del 2015 en Colombia, de lo cual se obtuvo una muestra de 21 bancos que comprendían el total de la población. Para procesar los datos se realizó una tabulación en Excel con el fin de obtener los porcentajes del cumplimiento a modo individual de cada empresa, luego se comparó dichos números con los diversos indicadores financieros. De los 21 bancos, solo cinco de ellas cotizaban en la bolsa de valores y se procedió a hacer un comparativo entre ambos grupos.

Como resultado se obtuvo que, los bancos que cotizan en la Bolsa de Valores en Colombia tienen un nivel de cumplimiento de GC promedio del 71%. El nivel de cumplimiento de los bancos que cotizan en la bolsa de valores es 9.44% superior al nivel

de cumplimiento de aquellos que no coticen. Uno de los pilares de gobierno corporativo con mayor cumplimiento de los bancos es “la arquitectura de control” con un 83% de media. Esto debido a que su cumplimiento les ayuda a reducir riesgos en cuanto a su sector. Finalmente, se concluye que mientras mayor sea el nivel de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno, mayor será el impacto positivo sobre la generación de valor para los bancos que operen en Colombia.

Borda, Gago, Masuda & Viviano (2017) presentaron la tesis titulada “Impacto del buen gobierno corporativo en la generación de valor financiero de empresas representativas del sector cementero de Perú y Colombia” para obtener el grado de Magíster en Administración Estratégica de empresas otorgado por la Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú. La investigación tuvo como objetivo describir el impacto de las prácticas de Gobierno Corporativo sobre la generación de valor financiero para las empresas del sector cementero que coticen en las Bolsas de Valores de cada país. El estudio fue de tipo no experimental, con un nivel de investigación correlacional y un diseño longitudinal. La población del estudio incluye a todas las empresas cementeras que cotizan en la bolsa de valores de cada país en América Latina, del cual se desprende la muestra escogida de manera no probabilística.

La muestra comprende a las cementeras con mayor representatividad y que hayan implementado prácticas de gobierno corporativo durante su gestión en el periodo 2011-2015, haciendo un total de tres empresas para el caso Perú y una empresa para Colombia. Se recopiló información de las publicaciones realizadas por la Superintendencia de cada país en cuanto al cumplimiento del Gobierno Corporativo. Luego, se determinaron ratios o niveles de implementación para realizar una comparativa con los datos numéricos obtenidos del desempeño financiero de las empresas.

Por un lado, los resultados de la empresa colombiana “Argos” en el cumplimiento del gobierno fueron del 83% en promedio, sin embargo, ello no se reflejó en sus indicadores financieros puesto que el impacto fue negativo. De otro lado, las empresas peruanas “Pacasmayo” y “Unacem” obtuvieron un nivel de cumplimiento del 86% y 78% respectivamente, algo que no influyó en los resultados de su valor

financiero. De toda la muestra, solo la empresa “Concesur” generó un incremento en su valor desde el 2011 al 2014, pero registrando una caída en el valor durante el año 2015. Se concluye que, no existe una relación evidente entre el buen gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas cementeras, de igual manera, los investigadores mencionan que las buenas prácticas no garantizan resultados financieros.

Los antecedentes nacionales presentados se pueden resumir en la Tabla 2, sin embargo, no muestran todos los detalles de las investigaciones relacionadas al tema:

Tabla 2.

Antecedentes nacionales relacionados a gobierno corporativo y creación de valor

Autores	VARIABLES de investigación	Nivel de Investigación	Características de la población	Resultados
Barnuevo, Díaz, Elejalde & Taipe (2017)	Gobierno corporativo y generación de valor financiero	Correlacional	Empresas distribuidoras de electricidad de Perú, Chile, Colombia y Argentina	Relación positiva
Cruz, Escobedo & Villafuerte (2017)	Gobierno corporativo y generación de valor	Correlacional	Empresas del sector de manufactura en Perú	No existe relación
Córdova, García, Pérez & Pinto (2017)	Gobierno corporativo y creación de valor	Correlacional	Empresas de distintos sectores que pertenecen al índice S&P/BVL PERU GENERAL	No existe relación
Galvis, Morales, Palomino & Enrique (2017)	Gobierno corporativo y generación de valor	Correlacional	Empresas del sector bancario de Colombia	Relación positiva

Borda, Gago, Masuda & Viviano (2017)	Gobierno corporativo y generación de valor financiero	Correlacional	Sector cementero de Perú y Colombia	No existe relación
--------------------------------------	---	---------------	-------------------------------------	--------------------

2.1.2. Antecedentes Internacionales.

Una de las investigaciones más cercanas respecto al tema planteado se realizó en un país europeo. López-Quesada (2013) presentó la tesis de doctorado titulada “El Gobierno Corporativo y el modelo de resultado global” de la facultad de Ciencias económicas y empresariales de la Universidad Complutense de Madrid, España. La tesis mencionada tiene como objetivo determinar la relación existente entre el nivel de cultura de gobierno corporativo y los resultados en las empresas; asimismo, se añade la variable transparencia informativo de los estados financieros para un estudio más exhaustivo.

La investigación ha estudiado a un total de 237 empresas americanas que pertenecen al indicador S&P 500 durante los años 2004 y 2009, se clasifican en 8 sectores, excluyendo al sector Telecommunication Services y al sector Finance por criterios del investigador. Los datos obtenidos corresponden a fuentes secundarias principalmente de los informes elaborados por la consultora “Spencer Stuart Company”, como también se acude a la base de datos de Compustat para obtener datos numéricos y poder determinar los indicadores de rentabilidad como ROA, ROE, valores del resultado contable y valores del resultado global. Uno de los indicadores de mayor relevancia para el estudio es el Resultado Global, que para nuestro contexto se entiende como los resultados del Estado Financiero Cambios en el Patrimonio Neto.

Los resultados evidenciaron que el Resultado Global es el mejor indicador para demostrar una relación entre Gobierno de la empresa con sus resultados financieros. Para el contexto peruano, el Resultado Global se refleja en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto. Por otro lado, menciona que el indicador ROA tiene limitaciones, ya que no considera el financiamiento con terceros; el ROE se limita al no tener en cuenta la estructura de endeudamiento; por último, el Resultado contable se centra solo en los

ingresos y egresos contables. En conclusión, la investigación encontró que el nivel de cultura corporativa tiene un efecto positivo en el resultado global.

López & Serrato (2014) presentaron la tesis titulada “El Gobierno Corporativo como un determinante de la rentabilidad y creación de valor en las empresas del índice bursátil COLCAP en el periodo 2008-2012” para obtener el grado de Magíster en Administración económica y financiera de la Universidad Tecnológica de Pereira, Risaralda, Colombia. Con su investigación se buscó verificar si las empresas que componen el índice COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia han mejorado en sus indicadores de rentabilidad y han incrementado el valor para los accionistas bajo el cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo durante los años 2010 a 2012.

El estudio fue de tipo no experimental, con un nivel correlacional y un diseño longitudinal. La muestra del estudio comprende un total de 20 empresas emisoras de valores que pertenezcan al Índice de las acciones más líquidas de su mercado Bursátil: el índice COLCAP. Los datos se obtuvieron de las encuestas Código País que describen las prácticas de Gobierno corporativo para este país.

El aporte de esta investigación se da en el aspecto metodológico en cuanto a la construcción de un índice de gobierno corporativo y a la forma de tabulación de las respuestas de la encuesta. Se le asignó un valor de 100 cuando la respuesta era SI, mientras que, si la respuesta era NO, el valor sería de cero; y si la respuesta era “No sabe/No responde”, se asignaba un valor de cinco puntos.

En cuanto a la variable Resultado financiero, se utilizaron los estados financieros que las empresas publican en sus respectivas páginas web y se analizó la evolución de los indicadores: Razón del precio de una acción entre utilidad por acción, EBITDA, Q de Tobin, Variación en el patrimonio y la Utilidad Neta.

En cuanto a los resultados de la investigación, se muestra que las empresas objeto de estudio no han alcanzado niveles altos en el índice de Gobierno Corporativo, lo cual evidencia que aún hay camino por recorrer en cuanto a la aplicación de las recomendaciones de Buenas Prácticas. Al respecto, el área más crítica en cuanto al

cumplimiento de las practicas se da en la “Resolución de controversias” ya que se presentaron bajos porcentajes de su aplicación. En cuanto a los resultados financieros, no se realiza una conclusión generalizada. A modo de conclusión, los investigadores indican que los resultados no han sido los esperados en cuanto al agregado, lo que se entiende, que no se ha podido demostrar la relación entre las variables en su conjunto.

Marcos (2016) presentó la tesis doctoral titulada “La interacción entre los mecanismos externos e internos de gobierno corporativo como factor explicativo de las diferencias en la creación de valor de las empresas: Análisis institucional comparado en la Unión Europea” en el programa de Doctorado Nuevas Tendencias en Dirección de empresas de la Universidad de Burgos, España. El objetivo fue analizar la influencia de las estructuras de gobierno corporativo y de propiedad sobre el resultado de la empresa. El estudio realizado fue de tipo no experimental, con un nivel de investigación explicativa y un diseño longitudinal.

La muestra del estudio la constituyen 306 empresas que cotizan en las Bolsas de Valores de España, Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y Reino Unido durante los años 2003 a 2008, excluyendo a las empresas del sector financiero. La investigación tiene como variables independientes al Gobierno Corporativo, la estructura de propiedad, las características de la empresa y la representatividad del marco institucional de acuerdo al sector. La variable dependiente es única y la constituye la creación de valor que se mide a través del resultado MTB y Resultado ROA.

La metodología utilizada fue el modelo de análisis de datos de panel y de econometría para controlar la endogeneidad de las variables. Por último, se concluye que los sistemas de gobierno corporativo externos e internos se relacionan entre sí y se ajustan a los resultados y características de la empresa, dicho ajuste ocasionará que se logre una situación de equilibrio entre las variables.

Las investigaciones detalladas anteriormente se resumen en la Tabla 3:

Tabla 3.

Antecedentes internacionales relacionados a gobierno corporativo y creación de valor

Autores	VARIABLES de investigación	Nivel de Investigación	Características de la población	Resultados
López-Quesada (2013)	Gobierno corporativo y el resultado global	Correlacional	Empresas americanas que pertenecen al indicador S&P 500	Relación positiva
López & Serrato (2014)	Gobierno corporativo y los indicadores de rentabilidad	Correlacional	Empresas que componen el índice COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia	No existe relación
Marcos (2016)	Gobierno corporativo, propiedad y resultados de la empresa	Correlacional	Empresas que cotizan en las Bolsas de Valores de España, Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y Reino Unido	Existe relación

2.2. Bases Teóricas

Las bases teóricas que constituyen el fundamento teórico para esta investigación se resumen mediante el siguiente esquema. En la parte superior, se observa la teoría general y como ésta constituye el precedente para considerar una posible relación entre las variables escogidas: gobierno corporativo y creación de valor.

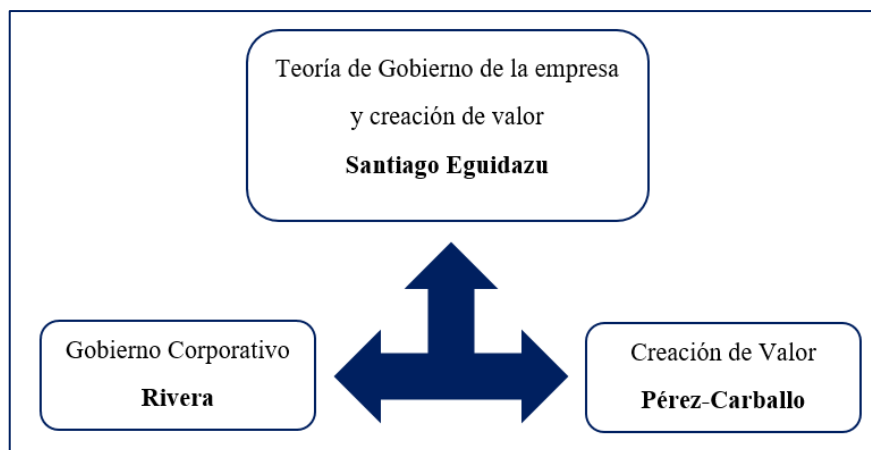


Figura 2. Esquema de las bases teóricas

2.2.1. Modelo Teórico.

2.2.1.1. Teoría de Gobierno de la Empresa.

La teoría que, a criterio del investigador, consolida el tema de gobierno corporativo y la relaciona con creación de valor, es la escrita en 1999 por Santiago Eguidazu en su obra “Creación de valor y gobierno de la empresa”. Este libro describe la teoría general que guía la presente investigación. Cabe aclarar que la teoría del gobierno de la empresa descrita no fue creada por Eguidazu, pero su descripción establece una posible relación entre ambas partes.

En esencia, Eguidazu (1999) indica que tener un gobierno en la empresa es importante para lograr la eficiencia en el largo plazo, y, en consecuencia, para la creación de riqueza orientada a los accionistas y demás grupos que se relacionen con ella. Las empresas que crean valor tendrán mejores resultados luego de su gestión. Textualmente, se explica que: “Las empresas crean valor consistentemente obteniendo una mayor rentabilidad al capital que emplean en sus operaciones e invirtiendo nuevos recursos con un rendimiento superior a su coste” (p. 12).

Esta teoría nos explica la relación existente entre el gobierno de una empresa y la creación de valor, que no es lo mismo que indicar que sea causal o explicativa. Esto debido a que, la razón de generar valor no se explica por llevar

un gobierno empresarial, solo que el autor indica que ambas variables podrían moverse en la misma dirección, podrían incrementarse o disminuir.

Por otro lado, Eguidazu proporciona las primeras pautas para medir la creación de valor. Al mencionar la rentabilidad sobre sus operaciones, muestra lo que otros autores denominan rentabilidad económica al medir el retorno de los activos usados en las operaciones. Mientras que, al mencionar un rendimiento mayor a su coste podría indicar lo que otros autores llaman rentabilidad financiera.

2.2.2. Gobierno Corporativo.

2.2.2.1. Definiciones.

El gobierno corporativo surge a partir del problema de la agencia, identificado en estudios como el de Berle y Means en 1932; sin embargo, recién a finales del siglo XX, se introduce el término Gobierno Corporativo como parte de la literatura. (Rivera, 2010).

En primer lugar, el gobierno de la empresa se entiende como un proceso porque es una actividad permanente dentro de la empresa. En segundo lugar, este proceso implica desarrollar funciones supresión y control. En tercer lugar, lo que supervisa y controla es como se está dirigiendo la empresa o como es su gestión. Ésta función no solo debe realizarla mediante mecanismos internos sino también externos. Lo que busca finalmente, es alinear los intereses de dos grupos: los gestores y propietarios o los accionistas (Eguidazu, 1999).

Por otro lado, Rivera (2010) establece que el Gobierno Corporativo puede ser entendido desde dos enfoques: un sentido restringido y otro amplio. Por un lado, el Gobierno Corporativo es aquel que establece y asegura una distribución equitativa de la riqueza generada entre los diferentes propietarios. Mientras que el enfoque más amplio, entenderá al Gobierno Corporativo como aquel que establece procedimientos y procesos que controlen y dirijan a la organización, pero considerando los intereses no solo de los propietarios sino también de los demás grupos de interés o stakeholders (p. 199).

La Corporación Andina de Fomento (2012) tiene en cuenta que el gobierno corporativo también es entendido como la disciplina empresarial necesaria para establecer un balance entre los tres principales participantes de cualquier organización: el directorio, la administración y los propietarios; manteniendo una correcta asignación del poder y responsabilidad entre ellos; para que, de esta forma, la empresa prospere, cumpla con sus objetivos estratégicos y alcance un desarrollo sostenible a largo plazo (p. 13).

Para los efectos de la investigación se tomó como referencia la definición planteada por la OCDE en el año 2005, la cual indica que el Gobierno Corporativo es un conjunto de procesos y procedimientos que controlan y dirigen a una organización. La estructura de ésta establecerá una correcta distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes; así como las reglas y procedimientos necesarios para tomar decisiones (como se cita en Rivera, 2010, p. 201).

2.2.2.2. Historia del gobierno corporativo.

En 1932, surgen las primeras investigaciones que darían comienzo a lo que sería gobierno corporativo, principalmente por Adolf Berle y Gardiner Means. En un principio, los inversionistas buscaban ser accionistas de las empresas con el objetivo de obtener los beneficios de su gestión. Con los años, esta teoría se fue enriqueciendo al establecer un mecanismo natural que permita alinear los intereses de los gestores y los accionistas, de lo cual surgió el siguiente aporte: “poniendo precio al control, crearon un nuevo mercado” (Eguidazu, 1999, p. 20).

Este aporte generaba que los inversionistas que querían convertirse en accionistas, compitieran entre ellos por el control de las empresas, en función a la riqueza o generación de valor que buscaban a través de su inversión, lo cual se describe como el mercado de control. No obstante, con la llegada de los años 90, se realiza un nuevo enfoque al gobierno de la empresa.

La solución a problemas del pasado surge con implementar códigos de buen gobierno que permitan alinear los intereses de los gestores y de los accionistas. El código precursor de este movimiento fue el Código Cadbury en 1992, dejando de lado al mercado de control como un mecanismo de última instancia. Generar un código, entonces, permite que se institucionalice la inversión. De esta forma, los inversores no buscarán solo la liquidez de comprar y vender sus acciones, sino que también buscarán participar del control y supervisión dentro de la empresa (Eguidazu, 1999).

2.2.2.3. Importancia de un Buen Gobierno Corporativo.

En un sentido más amplio, el gobierno corporativo centra su importancia en resolver los problemas de conflicto de interés entre los participantes. Por su parte, Rivera (2010) destaca la importancia de un sistema de Gobierno Corporativo basado en la reducción de la asimetría de la información.

Como se ha detallado, la implementación de este sistema permitirá gobernar la empresa bajo un esquema de transparencia de la información y de una mejor gestión de las relaciones entre los participantes. Esto a su vez, reducirá los comportamientos oportunistas de alguna de las partes, como también los costes de agencia (p. 205).

Sin embargo, la preocupación de implementar un buen gobierno sobre la empresa incluye muchas otras razones. Campomanes & Díaz (2013) menciona la que podría ser la más relevante: la reputación. Indica que ésta es una ventaja competitiva difícil de imitar por otras compañías y quizá una de las más sostenibles en el tiempo. Para expertos inversionistas, una buena reputación está ligada a aspectos de buen gobierno corporativo. La implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo conlleva a tener una influencia positiva o negativa sobre la percepción de los agentes externos a la compañía.

Algunos de estos aspectos, es que influyen sobre la valoración crediticia de la empresa porque reduce los riesgos para los inversionistas y demás grupos interesados. También permite que el valor económico que los inversionistas

estén dispuestos a pagar, sea mayor en comparación a otra que no tenga implementada estas prácticas.

Por último, el gobierno corporativo otorga seguridad a los inversores y transparencia a los mercados financieros y no financieros. Analizando al mercado de capitales, por ejemplo, se observa que implementar estos mecanismos de gobierno, afectan notablemente a los accionistas. Ahora recibirán más y mejor información sobre la empresa, su gestión, etc., lo que dará lugar a una mayor estabilidad en las cotizaciones del mercado (Campomanes & Díaz, 2013).

2.2.2.4. Mecanismos de control del Gobierno Corporativo.

La implementación del buen gobierno de la empresa exige una estructura que determine las relaciones entre los diferentes grupos de interés. Dentro de ella, se instituyen los mecanismos de control con el fin de reducir los conflictos de interés entre las partes interesadas. De acuerdo a Gillán, Salas, Olcese y Fernández, escritores sobre el tema, es que se ha podido desarrollar una tabla que incluya a ambos grupos: mecanismos de control internos y externos. (Rivera, 2010).

Tabla 4.

Mecanismos de Control de Gobierno Corporativo

Mecanismos internos	Mecanismos externos
<ul style="list-style-type: none"> • Consejo de administración • Junta de accionistas. • Sistema de incentivos. • Estructura financiera. • Estatutos, reglamentos internos y códigos de buen gobierno. 	<ul style="list-style-type: none"> • Sistema legal. • Mercado de capitales y tomas de control hostiles. • Capital humano. • Mercado de bienes y servicios. • Publicación y análisis de la información por terceros.

Nota. Tomado de “Gestión de la RSC” por Rivera, J. M. (coords.). 2010. España: Netbiblo, S.L. p. 207.

Al respecto, Galán (2014) explica que los mecanismos de control interno o también llamado directo, permiten limitar la utilización de los recursos que administran los directivos de las empresas para aquellos ajenos a sus funciones o procedimientos establecidos. De esta forma, los directivos no podrán apropiarse indebidamente de los recursos o asignarlos a proyectos que no sean rentables. Sin embargo, cuando estos mecanismos fallan se puede recurrir a los de control externo, que tienen como objetivo restaurar el valor de la empresa.

De los mecanismos antes mencionados, Galán también destaca a aquel relacionado con el mercado de capitales. Ello tiene mayor relevancia cuando las empresas cotizan en la Bolsa de Valores de un país, puesto que, al estar inmersos dentro de este mercado, distintos organismos del gobierno y privados pueden exigir una correcta actuación de sus directivos. De esta forma, el mercado se hará más eficiente y generará mayor liquidez.

2.2.2.5. Modelos de Gobierno Corporativo.

En el marco internacional, se han establecido dos modelos de gobierno corporativo de acuerdo a las características históricas, legislativas y culturales propias de cada parte del mundo. Los principales estudios que se han realizado al respecto son los de Olcese en el 2005 y Salas en el 2002, los cuales sirvieron de base para que Rivera (2010) elabore la Tabla 5:

Tabla 5.

Modelos de Gobierno Corporativo

	Modelo Anglosajón	Modelo Continental
Países de referencia	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gran Bretaña y EE. UU. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alemania, Francia y Japón.
Estructura de propiedad	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dispersión de la propiedad. ▪ Poco habitual la existencia de inversores estables. ▪ Predomina la inversión institucional. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Propiedad concentrada. ▪ Existen grupos de inversores estables. ▪ Existen accionistas significativos.

Control interno	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No predomina. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Muy importante.
Mercado de control (OPA)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Muy desarrollado y efectivo. ▪ Muy líquido. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Poco participativo. ▪ Poco líquido.
Mercado de capitales	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Corto plazo (rentabilidad). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Largo plazo (viabilidad)
Visión accionista	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Corto plazo (rentabilidad). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Largo plazo (viabilidad).
Sistema legal	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Protección del accionista minoritario. ▪ Favorece la transparencia de la información. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Poca protección al accionista minoritario (empieza ahora a tomar importancia). ▪ Poca transparencia de la información.
Sistema de gestión	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Monista. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dual (alemán). ▪ Monista (japonés).
Miembros del consejo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Principalmente externos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Principalmente internos.
Remuneración del consejo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alta. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Moderada (Alemania). ▪ Baja (Japón).
Enfoque	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Principal agente. ▪ Objetivo: salvaguardar los intereses de los accionistas. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pluri-stakeholder. ▪ Objetivo: mayor preocupación por los stakeholders, sobre todo por los trabajadores.

Nota. Tomado de “Gestión de la RSC” por Rivera, J. M. (coords.). 2010. España: Netbiblo, S.L. p. 214.

2.2.2.5.1. Modelo Anglosajón.

Dentro de este modelo, encontramos a EE. UU y Gran Bretaña como los países más representativos. Las organizaciones de este grupo tienen como característica principal que sus accionistas constituyen un grupo reducido, el cual es menor al 25% de las acciones que tiene la empresa. Por lo tanto, estas empresas tienen mayor independencia de sus accionistas. Dentro de este grupo, las transferencias de propiedad se dan a través del mercado de capitales sin

ningún problema. La legislación dentro de este modelo implica proteger también a estos accionistas que son minoritarios con el fin de reducir los costos asociados al problema de agencia (Rivera, 2010).

2.2.2.5.2. Modelo Continental.

Rivera (2010) explica que el modelo continental es característico en países europeos a excepción de Gran Bretaña. Dentro de este modelo, se destaca la concentración de las acciones de la empresa. Esto implica que los inversionistas se vuelven accionistas mayoritarios de la empresa, buscando participar en su gestión para lograr la viabilidad y rentabilidad a largo plazo. Los accionistas al pensar en el futuro se consolidan más dentro de la empresa, volviendo menos líquido al mercado de capitales.

Sin embargo, se ve una relación opuesta respecto a la legislación para este grupo. Los accionistas tienen una escasa protección de sus derechos, algunos autores explican que esto se deba al mismo control que pueden ejercer sobre las empresas. Dado que los accionistas tienen voz y voto, pueden evitar ellos mismos que los problemas de agencia se desarrollen. (Rivera, 2010).

2.2.2.5.3. Convergencia entre los modelos.

Desde un enfoque teórico, algunos autores han reconocido la convergencia entre ambos modelos basados en que determinado modelo es más eficiente empujado por las presiones de la competencia entre mercados. Principalmente, se destaca esta convergencia para empresas multinacionales que operan en distintas partes del mundo. Esta convergencia se caracteriza aún más por el equilibrio entre el control interno y el externo, De tal forma, cuando un mercado no otorga protección al accionista, aparecen los accionistas mayoritarios para hacer valer sus derechos y viceversa. Es por ello, que cada empresa debe escoger un determinado modelo de acuerdo al contexto en que opere (Rivera, 2010).

2.2.2.6. Evolución del Gobierno Corporativo en el Perú.

El Gobierno Corporativo se ha instaurado hace más de una década en el Perú, mientras que en otros países latinos este tema lleva mucho más tiempo. No obstante, se han realizado varias reformas en cuanto a este tema, impulsadas por los reguladores y supervisores del mercado de valores como lo son la Superintendencia de Mercado de Valores y la Bolsa de Valores de Lima.

Enrione (2014) detalla una serie de reformas que se han ejecutado en América Latina donde incluye también al Perú. Cronológicamente, la introducción del Gobierno Corporativo inicia en el 2002 con los cambios que se hicieron a la Ley de Mercado de Capitales. A partir de este año, las reformas han seguido su curso, pero no han sido tantas como en países vecinos. Para ilustrar mejor estas reformas, se presenta la figura 3, construido con la información de su libro:

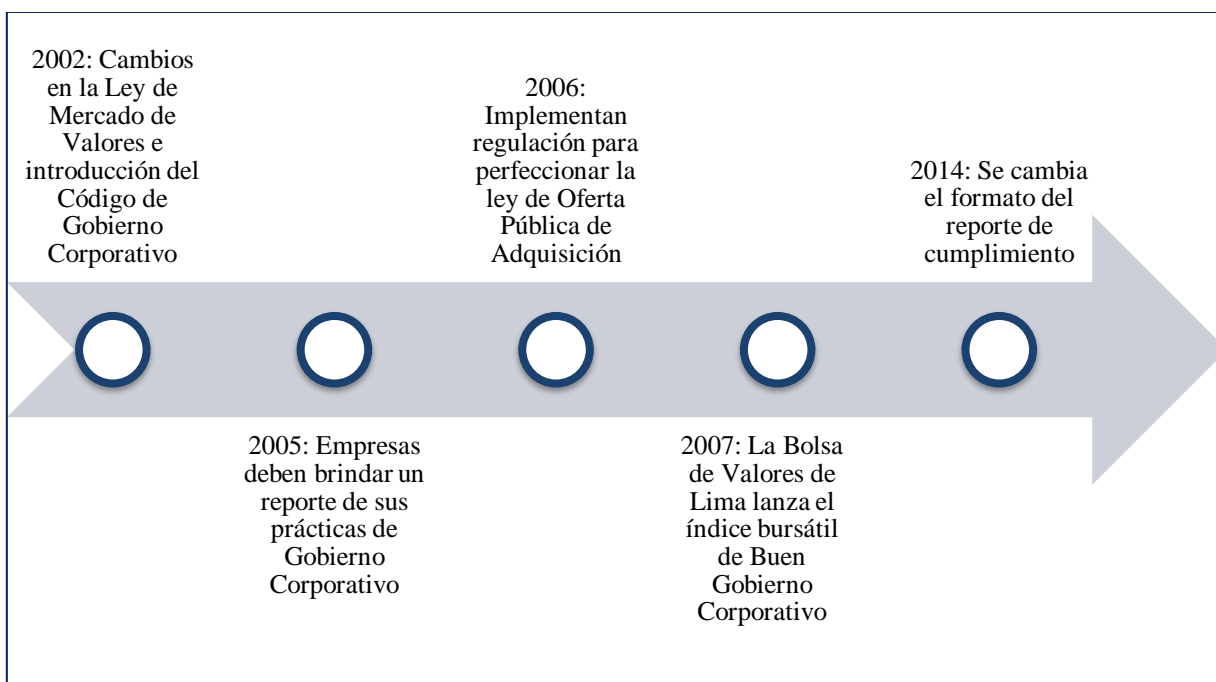


Figura 3. Reformas de Gobierno Corporativo en el Perú

Nota. Tomado de “Directorio y gobierno corporativo: El desafío de agregar valor en forma sostenida” por Enrione, A. 2014. 2a ed., Santiago de Chile: Editorial ESE Business School. Adaptado por Antonella Jhois Rojas Camayo

2.2.2.7. Dimensiones de Gobierno Corporativo.

Como ya es de conocimiento, el gobierno corporativo es un conjunto de procesos y procedimientos que controlan y dirigen a una organización. La estructura de ésta establece una correcta distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de una organización; así como las reglas y procedimientos necesarios para tomar decisiones (como se cita en Rivera, 2010, p. 201). Esta definición es la que guía la investigación; y a partir de ello, se desprenden las dimensiones de la variable.

2.2.2.7.1. Derechos de los participantes

La estructura de un gobierno corporativo en la organización reconoce los derechos de cada participante. En una organización que cotiza en Bolsa de Valores se puede considerar como participantes al directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes que mantengan interés en la empresa. De todos ellos, se protege aún más los derechos de los accionistas, es por ello, que se incluye toda una sección dedicada al respecto.

Según la publicación de la Superintendencia de Mercado de Valores (2002) los derechos básicos de los accionistas incluyen:

- Se estipule los métodos de registro de la propiedad y que las acciones lleven una matrícula debida.
- Traspasar o transferir acciones, así como obtener los certificados por la posesión de acciones.
- Recabar información relevante de la organización de manera oportuna.
- Participar y votar en las Juntas Generales de Accionistas.
- Designar a los integrantes del directorio.
- Participar de los dividendos distribuidos y fijar una política para ello.

En función a ello, es que los principios y pilares de gobierno corporativo incluyen una sección para evaluar su cumplimiento. Todo marco de gobierno de toda sociedad debe proteger este aspecto.

Dentro de ello, se incluye una sección para el tratamiento equitativo de los accionistas. Tal y como lo indica la Superintendencia, los accionistas pueden ser minoritarios, mayoritarios y extranjeros. Sin importar ello, todos los accionistas deben ser tratados con equidad. Al respecto, La SMV (2002) indica que las empresas deben procurar emitir acciones con derecho a voto, puesto que los derechos de los accionistas se ven vulnerados cuando éste no es el caso. Y este es un aspecto que busca proteger en todo momento la entidad reguladora.

2.2.2.7.2. Responsabilidades de los participantes

Los principios y pilares de gobierno corporativo en el Perú velan por el cumplimiento de las responsabilidades de los participantes. Dentro de la estructura de gobierno, se da una mayor importancia a las responsabilidades del directorio, de lo cual se incluye una sección en el código.

Teniendo como base la teoría de la Agencia donde explica los conflictos de interés entre los participantes de una organización, es necesario que las responsabilidades del directorio estén totalmente expresadas tanto hacia la empresa como hacia los accionistas.

La Superintendencia de Mercado de Valores (2002) precisa en que los miembros del directorio pueden tomar decisiones que afecten a los distintos grupos de accionistas de una manera dispareja, pero es responsabilidad de los miembros el actuar con todos de manera justa.

Una de sus responsabilidades está ligada a la dirección estratégica de la organización. El conjunto de objetivos y metas deben tener relación con sus planes de acción y así fijar una correcta implementación de todos los documentos de gestión necesarios. Otra responsabilidad está relacionada con realizar un control eficaz tanto con sus miembros como con la administración y los accionistas.

Dado que el correcto actuar del directorio es de suma importancia, se han establecido una serie de principios y pilares que deben ser cumplidos por parte de las organizaciones, aunque aún sean voluntarias.

2.2.2.7.3. *Reglas y procedimientos*

El gobierno corporativo en una organización también explica las reglas y procedimientos que se mantienen para tomar decisiones principalmente. La Superintendencia de Mercado de Valores (2002) precisa que este aspecto les permite tomar decisión sobre el trato equitativo de los accionistas, el manejo de conflictos entre los participantes, los esquemas de remuneración e incentivos, la estructura de su capital, las formas de revelar información y otros asuntos que afecten a la distribución de rentas.

Las reglas y procedimientos son el cimiento para que toda organización funcione en dirección a un objetivo. Asimismo, están inmersas en todo proceso. Así por ejemplo, para cumplir con que se lleven a cabo las reuniones de los accionistas, es necesario seguir un procedimiento para aprobar su cumplimiento. Los detalles respecto al número de asistentes, la forma en que se realiza la reunión, entre otros puntos, deben ser aclarados y tomados como reglas (Superintendencia de Mercado de Valores, 2002).

Por otro lado, los procesos que el directorio debe acatar también deben incluir una serie de reglas y procedimientos. Las funciones del presidente, gerente general y otros deben estar claramente definidas en un estatuto o reglamento interno, para evitar conflictos de interés entre los participantes.

En general, el código establece que la organización debe implementar reglas y procedimientos en sus procesos para el correcto cumplimiento de derechos y responsabilidades, para ello, el código de cumplimiento verifica su aplicación.

2.2.2.8. Instrumento de medición de Gobierno Corporativo.

Realizar un seguimiento al cumplimiento de buenas prácticas, es muy importante para las supervisoras y reguladoras de mercado de valores en los diferentes países. Actualmente existe una encuesta que revela la información sobre gobierno corporativo, la cual tiene distintas denominaciones en los países de Latinoamérica, pero todas tienen la misma función.

Cada país establece un marco legal que prácticamente obliga a determinadas empresas a remitir este formulario que refleja el nivel de cumplimiento de las prácticas o recomendaciones de Gobierno corporativo. (CAF, Banco de Desarrollo de América Latina, 2014). Sin embargo, las preguntas del cuestionario difieren de un país a otro.

En el Perú, esta encuesta es formulada por la Superintendencia de Mercado de Valores y entregada a las empresas que cotizan valores en el mercado de capitales que se encuentran inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores. El reporte que entregan es publicado en la página oficial de la Superintendencia de Mercado de Valores dentro de la sección información de empresas en el ítem de Gobierno Corporativo. Así también, se encuentra como parte de la memoria anual de estas empresas.

Existen dos modelos de cuestionario para el periodo de evaluación de la investigación. Para los años 2009 al 2013 se tienen los principios de Buen Gobierno Corporativo; mientras que, para los años 2014 en adelante se utiliza el código de Buen Gobierno Corporativo.

2.2.2.8.1. Principios de Buen Gobierno Corporativo

En el año 2002, un grupo de ocho entidades del sector público y privado conformaron un comité presididos por quien hoy es la Superintendencia del Mercado de Valores. Como resultado, emitieron el primer documento de la historia denominado “Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas” tomando como base el documento emitido por la OCDE,

pero adaptándolo a las características propias del mercado peruano (Superintendencia de Mercado de Valores, 2002).

Inicialmente su aplicación fue voluntaria y extendida a todas las sociedades que tengan valores mobiliarios inscritos y no inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores. Mediante la Resolución Gerencia General N°096-2003-EF/94.11 se incluyó un nuevo anexo en las memorias anuales de las sociedades con valores inscritos. Este anexo se denominó “Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas”.

Este documento tiene dos secciones, donde la primera incluye 26 principios clasificados en cuatro grupos:

Tabla 6.

Grupo de Principios de Buen Gobierno

Número de Principio	Nombre del grupo
Principios del 1-4	Derechos de los accionistas
Principios del 5-6	Tratamiento equitativo de los accionistas
Principios del 7-10	Comunicación y transparencia informativa
Principios del 11-26	Responsabilidades del directorio

Mientras que la segunda sección es exclusiva para agregar información sobre algún principio que no haya sido evaluado. Para calificar el cumplimiento de estos principios existe una escala de puntaje de 0 a 4; donde la calificación 0 significa “no cumple el principio”, de 1-3 significa “cumple parcialmente el principio” y 4 significa “cumple totalmente el principio”. Este puntaje va acompañado de información adicional que sustenta la calificación.

Los primeros resultados indicaron que las puntuaciones se concentraron en 3 y 4. Además, se reconoció que este tipo de evaluaciones era subjetivo y carecía de un sustento adecuado. Muchas empresas presentaron información

incompleta, donde la mayoría omitió respuestas respecto a directores independientes y comités (Rocca, 2005).

2.2.2.8.2. Reporte del código de Buen Gobierno Corporativo

Años más tarde, el 23 de febrero de 2012 se organizó un nuevo Comité para actualizar este documento. Esta vez estuvo integrado por 14 instituciones y gremios empresariales, bajo la presidencia de la Superintendencia de Mercado de Valores y con la colaboración de la CAF (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013).

Este nuevo código fue usado a partir del año 2014 siendo de presentación obligatoria luego de la resolución SMV N°012-2014-SMV/01 con fecha 18 de junio de 2014. La cual indica, además, que el “Reporte sobre cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo” debe ser presentado con fecha límite al 15 de abril de cada año.

Este cuestionario, tal y como se muestra en la publicación de su página web, tiene respuestas dicotómicas (Si/No) desde el año 2014, fecha de la resolución antes mencionada. Tiene un total de 88 preguntas que son agrupadas en cinco pilares: derecho de los accionistas, junta general de accionistas, el directorio y la alta gerencia, riesgo y cumplimiento y transparencia de la información.



Figura 4. Pilares del Gobierno Corporativo en el Perú

Nota. Tomado de “Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas” por la Superintendencia del Mercado de Valores. 2013. Lima: Publicaciones de la Superintendencia de Mercado de Valores. Adaptado por Antonella Jhois Rojas Camayo

2.2.3. Creación de valor.

2.2.3.1. Definiciones.

La actualidad empresarial indica que los inversionistas exigen a sus administradores generar valor en sus empresas. El término “creación de valor” puede resultar muy subjetivo para algunos autores. Es así, que la creación de valor puede considerarse como una forma de pensamiento que no se expresa necesariamente en números, sino que debe estar presente en todos los niveles de la organización para dirigir sus acciones, en especial de aquellos que toman decisiones sobre el futuro de la empresa.

En relación a ello, la creación de valor es definida como la maximización del rendimiento para las inversiones que realizan los accionistas en el largo plazo. Por lo cual, la generación de valor debe reflejarse en el mayor número de actividades que se realicen dentro de la empresa (Franklin, 2007, p. 137). Por otra parte, enfocado al accionista se tiene otra definición. La creación de valor

se refiere a la adición de riqueza que genera una empresa para los accionistas, obteniendo resultados que superen los recursos utilizados para obtenerlo (Pérez-Carballo, 2007). Ésta última, es utilizada para los efectos de esta investigación.

2.2.3.2. Fases de la creación de valor.

La mayoría de autores coincide en que los periodos para medir el valor creado deben ser largos. Pérez-Carballo (2007) precisa que cuanto mayor sea el valor creado mayor será la dificultad de superarlo en el futuro. Esto debido a que, si se toman periodos cortos de evaluación, los resultados podrían mostrar una alta creación de valor para el primer año, pero un resultado negativo para el año siguiente.

Dado que, la mayoría busca mantener su empresa en un futuro, es que se habla sobre la creación sostenida de valor para el accionista. Esto exige que la compañía mejore continuamente para superar las expectativas del accionista. Lo cual exige desarrollar actividades de innovación y planificación para una mejora en la gestión interna. Juan Pérez identifica tres formas genéricas que permiten excluir los efectos del entorno sobre la gestión interna, que forman parte de las fases de la creación de valor (Pérez-Carballo, 2007).

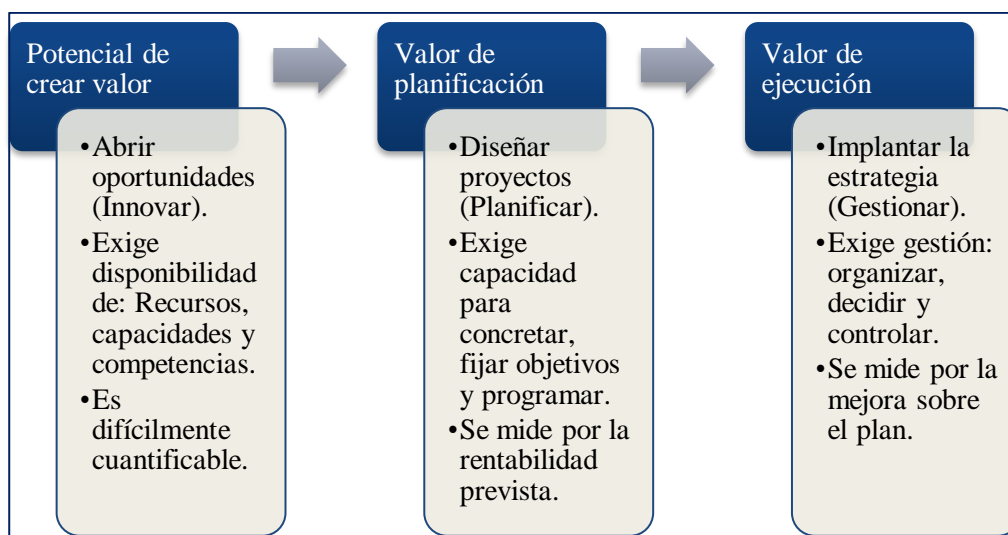


Figura 5. Fases de la creación de valor

Nota. Tomado de “¿Qué es crear valor para el accionista?” por Pérez-Carballo, J. 2007. Madrid, España: ESIC Editorial.

La figura anterior resume las tres fases que indica Pérez-Carballo. Estas fases interactúan entre sí con el fin de crear valor, puesto que, una buena estrategia que carezca de planificación o una idea que difiera de la estrategia, será incapaces de crear un valor duradero (Pérez-Carballo, 2007). Entonces, ninguna de las fases es mejor que la otra, todas deben trabajar unidas y hacia un mismo propósito: crear valor.

La primera fase es la capacidad para generar nuevos proyectos. Para lo cual, es necesario construir y mantener plataformas sólidas de recursos, capacidades, conocimientos y un contexto organizacional que impulse la generación de nuevas oportunidades. Mediante esta etapa se busca innovar o prestar atención a nuevas tendencias, aquellas que crean valor y no sólo representan gastos para la empresa.

La segunda fase nace de la anterior. Una vez identificada la oportunidad se programa su implantación. En esta etapa, entonces, se busca planificar y diseñar las actividades, proyectos, procesos y productos necesarios para beneficiarse de dicha oportunidad.

La última etapa, denominada valor de ejecución, consiste en gestión de la mejor manera todo lo planificado en la etapa anterior. De esta manera, existe un valor creado cuando los resultados superan aquellos que habían sido planificados. El punto clave en esta fase será la eficiencia en los procesos y las competencias del talento humano participante.

2.2.3.3. Crítica a la ideología de crear valor para el accionista.

La ideología de que una empresa debe crear valor ha sido cuestionada desde un principio. Las noticias que se compartían respecto a los fraudes y escándalos financieros de grandes empresas, hacían notar que algo estaba fallando. Esto se evidenció en la gran desconfianza que mostraban los inversionistas respecto a otras empresas. Sin embargo, hay autores que consideran que esto es producto de la sociedad más que de una sola empresa.

Pérez-Carballo (2007) expresa textualmente que: “el fraude en la empresa no deja de ser, en consecuencia, una manifestación del más amplio existente en el seno de la sociedad que la cobija. Parece que cuando surge la oportunidad de aprovecharse siempre hay alguien dispuesto a hacerlo” (p. 35). Entonces, así como ocurre en las empresas, también existen casos en los deportes, en las universidades, en la política, en el sector inmobiliario, etc. Los escándalos empresariales generan más coyuntura que hablar de las prácticas honestas y profesionales de la mayoría de administrativos de una compañía, y eso es algo que hay que reconocer.

Las precisiones hechas anteriormente explican que el objetivo de crear valor para el accionista, puede llevar a que los administradores elijan el camino más fácil y terminen causando un fraude. Esto debido a que, siempre que el valor creado para el accionista se incrementa, también lo hacen las cuentas del administrador por su buena gestión. Según Pérez-Carballo (2007) , algunas de las tentaciones en las que pueden caer son las siguientes:

- Primar mayores beneficios a corto plazo, a costa de los resultados en el futuro lejano.
- Manipular los criterios contables a su favor para mostrar mayores beneficios.
- Aplicar medidas que crean valor superficialmente; por lo que se perderán con el tiempo.
- Mostrar un valor creado calculado de manera incorrecta.
- Utilizar información privilegiada de la empresa para lograr sus fines.

Muchos de los gestores o administradores que llevaron al fracaso a las empresas tenían complicidad con otras partes interesadas dentro de la misma organización. Además, estos escándalos no fueron advertidos por ningún supervisor público o entidad privada. Casos como los de Enron muestran que los auditores o analistas generan reportes erróneos con conocimiento de los fraudes que habían realizado sus encargados. Es ahí donde el gobierno corporativo cobra mayor importancia.

El Doctor Juan Pérez extrae lo siguiente: “En algunos casos, la dirección o gobierno corporativo se ha inspirado en la falta de escrúpulos de los responsables de regir los designios de las compañías, primando sobre el beneficio propio, cortoplacista, haciendo un uso impropio de la información privilegiada” (Como se cita en Pérez-Carballo, 2007, p. 41).

2.2.3.4. Limitaciones de los indicadores financieros.

La contabilidad de una empresa es una gran fuente información. Permite calcular una serie de indicadores de rentabilidad, solvencia, liquidez entre otros; para medir la gestión y el control de una determinada compañía. Permite conocer el desempeño a nivel global de la empresa y poder compararla con otras. A pesar de ello, la contabilidad sólo refleja datos del pasado expresados en términos monetarios que no incluyen algunos conceptos de finanzas.

Pérez-Carballo (2007) precisa: “...los indicadores financieros tradicionales por sí solos no son suficientes para ponderar la salud de una empresa y sus expectativas ni para medir la creación de valor con sentido de la oportunidad” (p. 104). El autor explica que se tendría que esperar para evaluar si los resultados económicos de un periodo se manifiesten económicamente en el siguiente periodo, y recién así poder testificar que se ha creado valor. Sin embargo, esto resulta mucho más difícil dada la naturaleza de la contabilidad en su forma de informar.

Una de las principales limitaciones que no se ha mencionado anteriormente es que ignora las expectativas del inversionista. En la medición del valor creado, se observa que este dato, aunque numérico, expresa los resultados que exceden las expectativas representadas por una tasa exigida por su inversión. Un aspecto que no se incluye en estados financieros, aunque no se puede negar su utilidad para otros fines.

Los principales indicadores que han sido más resaltados a través de los años son el beneficio y EVA. En primer lugar, Pérez-Carballo (2007) indica que el beneficio informa de manera deficiente por depender de criterios contables y

por decisiones discrecionales. Así por ejemplo, se pueden tomar decisiones para reducir los gastos administrativos o en ventas para incrementar el resultado neto al final del periodo. Evidentemente, el beneficio puede estar ligado más a la gestión de la administración que al valor creado por una empresa.

En segundo lugar, el indicador EVA tampoco es tan efectivo para medir el valor creado. Juan Pérez explica a través de una serie de supuestos todas las limitaciones de este indicador, que debe ser revisado por futuros investigadores. En esencia, se explica que el coste de los fondos propios, que se incluye dentro de la fórmula de EVA, no representa la tasa de rentabilidad exigida del accionista sino que sólo incluye la tasa de interés del prestamista que apalanca la inversión. El nivel de riesgo para un accionista es distinto al de un prestamista, quien tiene un riesgo inferior. Por último, se vuelve a recalcar que este indicador ignora la variación de expectativas.

2.2.3.5. Medición de la creación de valor para el accionista.

La creación de valor tiene diferentes métodos de medición orientados al accionista, a los demás stakeholders o quizá a la gestión de sus gerentes. Los métodos de valoración pueden incluir temas contables como financieros; pero dada la naturaleza de la investigación es que se ha escogido un método bastante sencillo y útil a la vez. El autor que hace un mayor análisis y realiza una explicación bastante entendible es Juan Pérez-Carballo, un Doctor en ciencias económicas y empresarial que ha escrito una serie de libros en temas financieros y empresariales.

Pérez-Carballo (2007) explica que el valor creado, desde su enfoque, depende de las rentas esperadas y del riesgo inherente de la inversión. Esta última varía en función a las expectativas del inversor, es por ello, que el valor creado que se calcule puede ser mayor o menor independientemente del valor inicial que haya tenido la acción. En palabras de Juan Pérez: “Por ello, la creación de valor sólo depende de que mejore o empeore sobre lo esperado previamente” (p. 161). Asimismo, es necesario indicar que si se logra el valor que el accionista esperaba recibir, entonces no se crea ni se destruye valor. Esto

se basa en que la rentabilidad al final del periodo iguala a la rentabilidad exigida, por lo que el valor creado es nulo. Dicho lo anterior, el valor creado de un periodo se puede estimar por:

$$\text{Valor creado} = \text{Valor final} - \text{valor inicial} + \text{renta} - \text{coste de financiación}$$

Para entenderlo de una manera gráfica, el autor proporciona el siguiente formato para realizar el cálculo de manera ordenada. Adicionalmente, muestra el ejemplo de la empresa TPI durante el año 2005:

Tabla 7.

Formato para el cálculo de creación de valor

Estimación del valor creado (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año	7.00
- Cotización al inicio del año	-6.82
= Plusvalía	0.18
+ Dividendos	0.33
= Ganancia del accionista	0.51
- Costo de oportunidad	-0.68
= Valor creado durante el periodo	-0.17
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-2.49%

Nota. Tomado de “¿Qué es crear valor para el accionista?” por Pérez-Carballo, J. 2007. Madrid, España: ESIC Editorial.

Con los datos proporcionados, se obtiene una plusvalía de la acción de 0.18 euros y dividendos de 0.33. A ello, se le resta el coste financiero, con una supuesta tasa exigida del 10%. Finalmente, se obtiene que durante el año 2005 se destruyó valor por el importe de 0.17 euros por acción, que respecto a la cotización inicial de la acción representa el -2.49%. Este porcentaje también se denomina índice de creación de valor, el cual es el indicador que se utilizó para la investigación. Como se indicó anteriormente, ésta es solo una de las tantas metodologías que existen para su cálculo, pero se basa en ingresar datos para estimar el incremento de la riqueza del accionista (Pérez-Carballo, 2007).

2.2.3.6. Elementos del índice de creación de valor

Los elementos que se describen a continuación, son parte fundamental de la Tabla 7 mostrada en la sección anterior. Con el objetivo de sustentarlo teóricamente, es necesario describir cada una de ellas.

2.2.3.6.1. Valor de una acción.

Antes de hablar sobre el valor de una acción, es necesario definir a una acción. Desde el enfoque financiero, una acción es una “parte alícuota del capital de una empresa que da derechos políticos y económicos” (Pérez-Carballo, 2007, p. 237). A través de una Sociedad Agente de Bolsa, una persona natural o jurídica puede comprar una o más acciones de una empresa. El proceso es conocido por muchos financistas y no financistas, por lo que no se explica al detalle en este párrafo.

La acción de una empresa puede ser valorada en función a su cotización en la rueda de Bolsa, dato que se puede obtener desde la página web de la Bolsa de Valores de Lima. A la vez, se puede utilizar la página web “Standard and Poors Capital IQ” que incluye información financiera a nivel mundial. Para la metodología que se ha presentado, es necesario conocer el valor inicial y final de las acciones de cada empresa que conforman la población, por ejemplo.

2.2.3.6.2. Dividendos

Los dividendos, desde su concepto más amplio, son las ganancias que se pagan a los accionistas por los resultados obtenidos de un periodo contable (David, 2003). Existen decisiones que toman los encargados de las finanzas de la empresa respecto a los dividendos. Ellos determinan la cantidad que se va a retener y capitalizar y aquella que se va a repartir a los accionistas.

Es importante destacar, que los inversionistas se encuentran interesados en las ganancias que van a recibir anualmente y no solo en la rentabilidad que éte les genera. Tal y como explica David (2003), los dividendos son un punto de análisis para la banca de inversión. Muchos inversionistas institucionales prefieren comprar acciones que pagan dividendos, que aquellas que no lo hacen.

Aquí radica la importancia de incluir los dividendos dentro de la metodología explicada anteriormente. Además, las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima están obligadas a emitir sus memorias anuales, en las cuales encontramos también la política de dividendos de la empresa y los dividendos de cada año, por lo que obtener este dato no será difícil de obtener.

2.2.3.6.3. *Rentabilidad exigida*

La rentabilidad exigida es proporcional al riesgo de la acción, en consecuencia, el rendimiento se incrementará conforme al riesgo del activo. Es por ello, que el valor creado dependerá de la rentabilidad que exija el accionista, mientras menor sea, mayor será el valor creado. La rentabilidad exigida puede calcularse de diferentes formas.

Para Pérez-Carballo (2007) ésta se obtiene de sumar el tipo de interés sin riesgo más la prima de riesgo de la acción. Empero, existe otra metodología más conocida a nivel internacional, sobre la cual se ha ahondado más para utilizarla dentro de la investigación.

En los años 60, Willian Sharpe, John Lintner, Jan Mossin y Jack Treynor desarrollaron un modelo capaz de medir el riesgo específico de una acción, con respecto al riesgo de mercado, pero considerando que éste puede ser diversificado. El modelo que crearon se denominó Modelo de Valoración de Activos de Capital o más conocido por sus siglas en inglés como CAPM (Ortega, Fundamentos de dirección financiera, 2017).

Sus creadores enfocaron el modelo a una realidad americana, semejante a otras Bolsas del mundo. A pesar de ello, otros estudiosos del tema consideran que este método debe ser ajustado si desea emplearse en un país no desarrollado como lo es el Perú. Las razones se evidencian al comparar la capitalización bursátil de bolsas como el New York Stock Exchange (NYSE) y el Shanghai Stock Exchange (SSE) con aquella de la Bolsa de Valores de Lima.

Algunos papers detallan las bases para este ajuste y el modelo a utilizar de acuerdo a cada empresa. Este es un aspecto muy importante a analizar, puesto

que, el método que debe usar una empresa que cotiza en la Bolsa de Valores no es mismo al de una empresa que no lo hace, pero puede igualmente ser calculado.

2.2.3.7. Metodología CAPM

El método CAPM se ha utilizado por años para calcular el costo de oportunidad del inversionista o como se mencionó anteriormente la rentabilidad exigida. Usualmente, se ha empleado en mercados eficientes, característicos de países con mayor desarrollo. Sin embargo, algunos financistas han estudiado su aplicación en países emergentes con Bolsas de Valores poco líquidas y con menor capitalización que las anteriores.

Bravo (2004) incluye tres métodos para calcularlo. El primero, cuando el retorno esperado incluye un beta sectorial. Se aplica usualmente para empresas que no cotizan dentro de la bolsa de valores de su país y tiene como objetivo obtener un COK que aplique para un solo sector, por ejemplo, el de telecomunicaciones.

Mediante el segundo, el retorno es calculado utilizando un beta público de entidades reguladas. El autor lo describe de la siguiente manera: “El método consiste en calcular el COK utilizando los datos públicos de la empresa. Si existen datos sobre el beta y la relación D/C, se estará en posibilidades de encontrar el COK económico y financiero” (Bravo, 2004, p. 23).

Por último, la tercera técnica calcula el retorno mediante datos primarios de las empresas reguladas. Esto significa calcular el beta en función a varianzas y covarianzas de los rendimientos de las acciones, evitando utilizar datos calculados por empresas de servicios financieros. Conociendo finalmente todos estos métodos, se ha considerado que el segundo, es el idóneo para las características de la investigación.

La metodología de valorización de activos de capital ha sido utilizada ampliamente en mercados desarrollados. Sin embargo, los inversionistas que eligen mercados más pequeños también pueden calcular su costo de oportunidad.

A pesar de ello, sería erróneo pensar que la aplicación del CAPM debe ser directa en el mercado local.

Tong (2003) explica que, el profesor Damodaran considera incorrecto calcular el valor de beta, tasa libre de riesgo y riesgo de mercado con datos históricos locales. Es por ello, que el exitoso teórico propone considerar un mercado maduro como el de Estados Unidos para estimar los valores para la prima de riesgo principalmente.

Otros autores en Perú, apoyados también en Damodaran, comparten este razonamiento. (Bravo, 2004) menciona: “Un problema común en los mercados emergentes es que no se puede usar el retorno histórico de sus propios mercados de valores para calcular la prima por riesgo de mercado” (p. 8).

Por último, la temporalidad para este método también es importante. Muchos autores recomiendan trabajar con periodos largos, normalmente con 10 o 20 años. Gutiérrez & Gutiérrez (2018) indican que se toma un periodo largo porque se supone que el comportamiento futuro de las variables será similar al que ha tenido en el pasado. Asimismo, Tong (2003) precisa su ventaja en que un largo periodo de tiempo, permite reducir el error estándar del cálculo.

La fórmula del CAPM es muy conocida a nivel mundial. A pesar de que algunos autores consideran importante el riesgo país, se toma como base la teoría de Sergio Bravo. Este autor supone que un inversionista al comprar una determinada acción está interiorizando el riesgo del negocio y a la vez el riesgo país.

Este argumento se basa en la posición del inversionista. Se pregunta: ¿es un inversionista extranjero o local? La posición que ocupe será precisa para aplicar una prima por riesgo país o no. Bravo (2004) expresa literalmente: “Si en EEUU se paga 4% por ahorros y en el Perú también, los inversionistas no verían atractivo invertir en el Perú debido al riesgo inherente a un país cuya institucionalidad está en desarrollo y es todavía inestable. Entonces los inversionistas exigirían un premio adicional” (p.21).

En consecuencia, y descritas la delimitación de la investigación anteriormente, se utiliza la fórmula tradicional también conocida como el retorno financiero, y se calcula de la siguiente manera:

$$K_e = r_f + \beta_E \times (r_m - r_f)$$

Donde:

K_e = Costo de oportunidad apalancado

$(r_m - r_f)$ = Prima de riesgo donde r_m es el rendimiento de mercado

β_E = Índice del riesgo de la acción en particular. Beta apalancado.

r_f = Tasa libre de riesgo

2.2.3.7.1. Tasa Libre de riesgo

Uno de los componentes de la fórmula del CAPM es la tasa libre de riesgo. Para entender su definición es necesario comenzar por un activo libre de riesgo. Martínez (2007) lo describe como un papel financiero que no ofrece riesgo alguno al inversionista; en consecuencia, la tasa libre de riesgo es un indicador de la rentabilidad que ofrece un activo libre de riesgo.

A nivel mundial, se suele utilizar los títulos del tesoro norteamericano o del tesoro alemán, en especial para cálculo de tasas. Estados Unidos ofrece dos tasas en cuanto a su Deuda Pública: los llamados T-Bonds y los T-bills que difieren en cuanto a la temporalidad 10 años y 1 año respectivamente. Sin embargo, ambos pueden ser utilizados para calcular el valor del CAPM.

Bravo (2004) explica que utilizar una o otra tasa brindará resultados similares en el cálculo. La diferencia radica en el horizonte temporal de los datos. Lo que sugiere el autor, es tomar la misma temporalidad tanto para la tasa libre de riesgo como para el retorno de mercado. A pesar de ello, recomienda utilizar los T-Bills por su poca variabilidad en el corto y mediano plazo.

2.2.3.7.2. Rendimiento de mercado

El rendimiento de mercado expresa la rentabilidad promedio de todos los títulos o cartera de mercado. Esta tasa puede ser calculada a través del índice de cotización de las Bolsas de Valores de cada país o a través de agencias especializadas en su cálculo (Rojo, 2007). Para determinar el retorno del mercado es necesario conocer los retornos de un índice que represente a todo el mercado mundial. Bravo (2004) menciona que el S&P 500 es uno de los mejores índices que refleja el comportamiento de mercado. Este índice incluye a las 500 acciones con mayor riesgo del mundo y a la vez las de mayor capitalización bursátil.

Este concepto y el anterior mencionado se consolidan en el cálculo de la prima de riesgo. Esto se define como la diferencia entre la rentabilidad del mercado y la rentabilidad de un activo sin riesgo. Martínez (2007) explica que los inversores siempre van a preferir un activo con menor riesgo, pero ante igualdad de riesgos, el inversor exigirá un mayor rendimiento sobre su dinero; lo cual explicaría la necesidad de utilizar ambos conceptos en el cálculo de una tasa CAPM. Como se observa en la figura 6, la tasa libre de riesgo (r_f) es la base para que un inversionista exija una rentabilidad esperada mayor. Es por ello, que la rentabilidad de R_A y R_B están por encima de r_f :

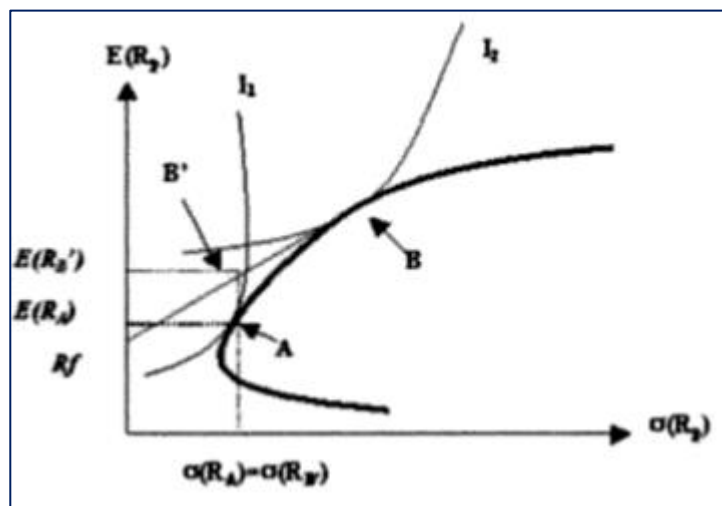


Figura 6. Tasa libre de riesgo y Rendimiento de mercado

Nota. Tomado de “Estado del arte de las finanzas” por Martínez, C. 2007. Editorial Universidad Santo Tomás.

2.2.3.7.3. Beta

Como se describió anteriormente, para calcular el CAPM mediante el segundo método, es necesario obtener el valor de beta publicado por algún servicio público. Al respecto, Gutiérrez & Gutiérrez (2018), menciona que la base de datos del profesor Aswath Damodaran, gran teórico reconocido a nivel mundial, sobre los indicadores y valorización de empresas, son la fuente principal para obtener el valor de beta desapalancado.

Beta es un coeficiente de riesgo calculado mediante la regresión lineal de las rentabilidades pasadas de un activo financiero y las de un indicador de mercado como por ejemplo el S&P 500. En general, este coeficiente es determinado por el tipo de negocio en el que opera, a lo que llamamos beta desapalancado, y determinado por el grado de apalancamiento financiero que ésta tenga, el llamado beta apalancado (Álvarez, 2016).

Adicionalmente, Ehrhardt & Brigham (2007) indican que la tendencia de una acción a subir o bajar se refleja en su coeficiente beta. En general, el beta de las acciones puede variar entre 0.50 y 1.50; y una acción promedio se ubica en 1 por definición. Un valor de beta mayor a 1 indica que la acción es más riesgosa que el promedio del mercado, y viceversa si ésta es menor a 1.

A. Metodología de aproximación de Betas comparables

Existen diversas metodologías para calcular el valor de beta de las acciones, el método a utilizar dependerá de las características de los datos e información disponible. Una de las metodologías más usadas a nivel mundial es el de “Betas comparables”.

El concepto de empresas “comparables” es explicado por Fernández, Fernández & Rodríguez (2007) quienes lo describen como empresas que actúan dentro de un mismo sector, en áreas de negocio comunes, etc. Como sugiere el autor, lo ideal sería extraer el dato de un conjunto de empresas que se desenvuelvan en el mismo sector y no sólo de una ellas. Así por ejemplo, se podría obtener el dato de beta para el sector de bancos.

Esta metodología ha sido empleada en investigaciones de otros países y lo que busca, principalmente, es apalancar un beta desapalancado con datos de las empresas analizadas (Vidaurre, 2016). Esto significa que, es posible tomar el coeficiente beta del sector bancario Estadounidense y adecuarlo a la realidad de las empresas peruanas. Para ello, son necesarios el beta desapalancada, la relación Deuda-Capital y la tasa impositiva que maneje cada país.

Para realizar este proceso, es necesario desapalancar el valor de beta apalancada de la empresa a comparar, mediante la siguiente fórmula:

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{1 + \frac{D}{E} * (1 - t)}$$

Donde:

β_u =Beta desapalancada

β_e =Beta de la empresa comparable

$\frac{D}{E}$ =Relación deuda-capital

t = Tasa impositiva a las ganancias de la empresa

Posteriormente, se debe reapalancar el nuevo coeficiente utilizando los datos de apalancamiento de la empresa en Perú, con la siguiente fórmula:

$$\beta_e = \beta_u * \left[1 + \frac{D}{E} * (1 - t) \right]$$

B. Beta desapalancado

El coeficiente beta o “unlevered beta” depende tanto del riesgo operativo de la empresa como del riesgo financiero. Es así que cuando una empresa no tiene deuda, solo puede obtenerse el beta desapalancado, ya que todos sus riesgos recaen en las mismas operaciones de la organización.

Otros autores, como Bravo (2004) lo denominan beta económico siguiendo el razonamiento anterior. Según Ortega (2017), para su cálculo se debe considerar el beta del sector, para que luego, pueda ser hallado el beta apalancado.

C. Beta en el sector financiero

Las empresas del sector financiero difieren de otras en varios aspectos; es por ello, que beta de una entidad financiera no puede ser calculada como las demás y necesita tener un tratamiento diferente. Damodaran (2012) explica algunas de estas diferencias. La deuda, en una empresa de servicios financieros, es vista como materia prima y no como una fuente de capital. Es decir, la deuda es para un banco lo que el acero es para una empresa industrial o manufacturera.

Esto se evidencia claramente al realizar un análisis de sus cuentas en los Estados Financieros. La cuenta de obligaciones con el público representa más del 50% en la estructura de pasivos de este tipo de empresas. Lo cual es de vital importancia al calcular un valor beta, esto debido a que, un beta apalancado considera los niveles de apalancamiento y podría resultar un beta que supere el valor de tres o cuatro; si es que no se define adecuadamente la estructura de pasivos que maneja la entidad.

D. Relación Deuda-Capital

La razón deuda-capital (Razón D/C) indica la cantidad de deuda que utiliza una organización para financiar activos y se calcula dividiendo los pasivos entre el patrimonio neto. Los niveles de deuda deben ser justificados para expandir el negocio, contruir otras plantas, comprar maquinaria, etc. Esta razón ayuda a medir, principalmente, la solvencia para poder pagar sus cargos principales (Melchor, s.f.).

En una institución financiera que tiene por negocio captar fondos para colocarlos a través de créditos, esta relación deuda/capital puede causar confusión. Por naturaleza, este tipo de empresas mantiene una estructura deuda-capital diferente a otras. Incluso, su sistema contable tiene un manual propuesto

por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP que regula a las empresas del sistema financiero.

Las cuentas del pasivo son de principal interés para la investigación, puesto que será necesario excluir a aquellas que se relacionen con las operaciones del negocio. A continuación se muestra una lista de ellas:

- Fondos Interbancarios
- Adeudos y obligaciones financieras
- Obligaciones en circulación no subordinadas
- Cuentas por pagar
- Intereses y otros gastos por pagar

E. Beta apalancado

El beta apalancado es la meta a calcular para esta pequeña sección. Según Bravo (2004) el beta apalancado o beta financiero mide los rendimientos de la acción de una empresa pero incluyendo todos los efectos económicos y financieros que de ella deriven.

El coeficiente beta apalancado se calcula teniendo en cuenta la relación deuda-capital de la empresa para la cual se está calculando el costo de capital. Asimismo, debe apalancarse con la tasa impositiva de cada país. Este valor de beta siempre será mayor al beta desapalancado debido al riesgo financiero que se está agregando (Gutiérrez & Gutiérrez, 2018).

2.3. Definición de Términos Básicos

2.3.1. Gobierno Corporativo: es un conjunto de procesos y procedimientos que controlan y dirigen a una organización. La estructura de ésta establecerá una correcta distribución de los derechos y responsabilidades de los diferentes participantes; así como las reglas y procedimientos para tomar decisiones (como se cita en Rivera, 2010, p. 201).

- 2.3.2. Código de Buen Gobierno Corporativo:** Documento que recoge los mejores estándares de Gobierno Corporativo aplicables a la realidad peruana (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013).
- 2.3.3. Creación de Valor:** es la adición de riqueza que genera una empresa para los accionistas, obteniendo resultados que superen los recursos utilizados para obtenerlo (Pérez-Carballo, 2007).
- 2.3.4. Índice de creación de valor para el accionista:** es el cociente entre el valor creado para el accionista y la inversión inicial (Pérez-Carballo, 2007, p. 239).
- 2.3.5. Acción:** es una parte del capital de una empresa que otorga derechos políticos y económicos por adquirirlos (Pérez-Carballo, 2007, p. 237).
- 2.3.6. Cotización:** es el precio de compra o venta de la acción de una empresa (Pérez-Carballo, 2007, p. 238).
- 2.3.7. Plusvalía:** es el incremento que ha tenido el valor de un activo (Pérez-Carballo, 2007, p. 240).
- 2.3.8. Dividendos:** son las ganancias que se pagan a los accionistas por los resultados obtenidos de un periodo contable (David, 2003).
- 2.3.9. Rentabilidad exigida:** es proporcional al riesgo de la acción, en consecuencia, el rendimiento se incrementará conforme al riesgo del activo (Pérez-Carballo (2007).
- 2.3.10. Beta apalancado:** es un concepto financiero que mide los rendimientos de la acción de una empresa incluyendo todos los efectos económicos y financieros que de ella derive (Bravo, 2004).
- 2.3.11. Inversor financiero:** es el inversor cuyos recursos financieros se encuentran diversificados en múltiples inversiones o en un gran número de ellas con el objeto de eliminar el riesgo específico (Rojo, 2007).

Capítulo III: Metodología

3.1. Métodos y alcance de la investigación

3.1.1. Método de investigación.

3.1.1.1. Método General.

Método Científico

La metodología general que se escogió para la investigación es el científico, dado que define y diferencia el conocimiento de la ciencia de otros tipos de conocimiento. Briones (1986), menciona que el método científico es una estrategia general que guía el proceso de investigación con el fin de lograr ciertos resultados: específicamente, aquellos definidos en los objetivos del estudio. Esta metodología, va eligiendo alternativas de solución a los diferentes problemas que aparecen en el camino de la creación de conocimientos y va aplicando normas y criterios para aceptar dichos hechos, compararlos, describirlos, explicarlos o rechazarlos.

Método Deductivo

Se escogió el método deductivo como tipo de razonamiento de la investigación. Esto implica que se debe partir de teorías, leyes o principios para indicar que hechos más concretos suceden en un entorno. Tal es así que Hernández, R., Fernández, C. y Del Pilar, M. (2010), lo definen como un proceso que va de lo general a lo particular.

El razonamiento deductivo es usual en una investigación de tipo cuantitativa; y ha sido empleada para estudios con nivel descriptivo, correlacional o explicativo. Es válido utilizar este método para cualquiera de las anteriores puesto que permiten realizar un análisis o desglose de una premisa que ha sido aceptada como teoría.

3.1.1.2. Método Específico.

El método específico que se utilizó para la investigación es la medición. Al respecto, Abrahamson (1983) menciona que la medición es una actividad fundamental mediante la cual se busca que el proceso de observación del objeto de estudio tenga sentido. Para ello, es necesario medir y cuantificar las variables que constituyen un interés científico.

La medición se define entonces como la asignación de un valor numérico a objetos o eventos, en otras palabras, a las unidades de análisis, de acuerdo con ciertos procedimientos. Asimismo, dicha caracterización debe considerar diferentes niveles de calidad para que el concepto de medir sea representado correctamente.

3.1.2. Enfoque de la Investigación.

El enfoque de la investigación es el enfoque cuantitativo. Según Hernández et al. (2010), los planteamientos del enfoque cuantitativo son limitados y específicos desde el inicio de la investigación. Este enfoque representa un conjunto de procesos, por lo que es secuencial y probatorio. Asimismo, este enfoque realiza una recolección de datos con el fin de probar la hipótesis planteada, basándose en la medición numérica y el análisis estadístico, para establecer patrones de comportamiento y probar teorías. Para este enfoque es importante indicar que cada etapa precede a la siguiente; por lo que, el orden es riguroso, aunque, desde luego, se puede redefinir alguna fase.

3.1.3. Alcance de investigación.

El alcance de la investigación es correlacional. Hernández et al. (2010) indica que los estudios correlacionales se caracterizan porque asocian variables mediante un patrón predecible para un grupo o población. Asimismo, indica que los estudios correlacionales, evalúan el grado de asociación entre dos o más variables, miden cada una de ellas y, después, cuantifican y analizan la vinculación. Tales correlaciones se sustentan en hipótesis sometidas a prueba. La investigación correlacional tiene, en alguna medida, un valor explicativo, aunque parcial, ya que el hecho de saber que dos conceptos o variables se relacionan aporta cierta información explicativa.

3.1.4. Tipo de investigación.

Tipo de investigación según su finalidad

Según su finalidad, este estudio es una investigación básica. Al respecto, Sierra (2007) explica que las investigaciones básicas buscan mejorar el conocimiento ya existente y la comprensión de los fenómenos sociales. Recibe el nombre de básica puesto que servirá como base para las investigaciones aplicadas. Por último, el objeto de estas investigaciones se centra en los dos primeros oficios que cumple toda investigación: conocer y explicar.

Tipo de investigación según su alcance temporal

Según su alcance temporal, este estudio es una investigación longitudinal. Sierra (2007) indica que estas investigaciones también reciben el nombre de diacrónicas. Estos estudios extienden su análisis a una sucesión de momentos temporales, por lo cual, se puede estudiar la evolución de un fenómeno social en un periodo dado. Asimismo, las investigaciones longitudinales se pueden subdividir en retrospectivas y prospectivas. De acuerdo con esta subclasificación, el estudio es retrospectivo al estudiar una serie de momentos del pasado.

Tipo de investigación según sus fuentes

Según sus fuentes, este estudio es una investigación de fuente secundaria. De acuerdo con ello, Sierra (2007) explica que estas investigaciones operan con datos o hechos recogidos por otras personas y con fines distintos a aquellos que la investigación persigue. Por lo cual, se entiende que los datos no son de primera mano.

Tipo de investigación según su naturaleza

Según su naturaleza, este estudio es una investigación empírica. Al respecto, Sierra (2007) indica que las investigaciones empíricas trabajan con hechos de experiencia directa, lo que indica que los fenómenos no han sido provocados o

manipulados en laboratorios o en ambientes artificiales, sino que se muestran tal y como son.

3.2. Diseño de la investigación

El diseño que se escogió para la investigación es el diseño no experimental longitudinal y correlacional. Según Hernández et al. (2010), la investigación no experimental se caracteriza por no manipular deliberadamente las variables. Básicamente, con este diseño se busca observar los fenómenos tal y como se dan en su contexto natural, para luego realizar un análisis de ellos. Además, al ser un diseño longitudinal, Sierra (2007) se cuenta con dos o más medidas realizadas a un mismo grupo, pero en diferentes momentos dentro de la línea temporal. Estos diseños son comunes en trabajos secundarios que utilizan series anuales de datos estadísticos.

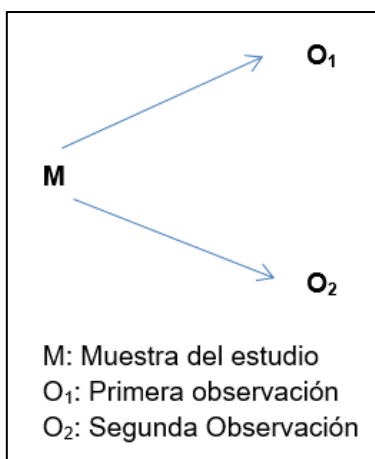


Figura 7. Diseño no experimental longitudinal

Nota. Tomado de “Técnicas de Investigación Social: Teoría y ejercicios” por Sierra, R. 2007. España: Thomson Editores Spain. Adaptado por Antonella Jhois Rojas Camayo

El diseño que se escogió también es correlacional. Según Hernández et al. (2010), los diseños correlacionales tienen la característica de permitir que el investigador analice y estudie la relación entre hechos y fenómenos obtenidos de la realidad. Por lo cual, tiene la finalidad de determinar el grado de relación entre las variables que se estudia o simplemente dar a conocer la existencia o ausencia de una relación o influencia.

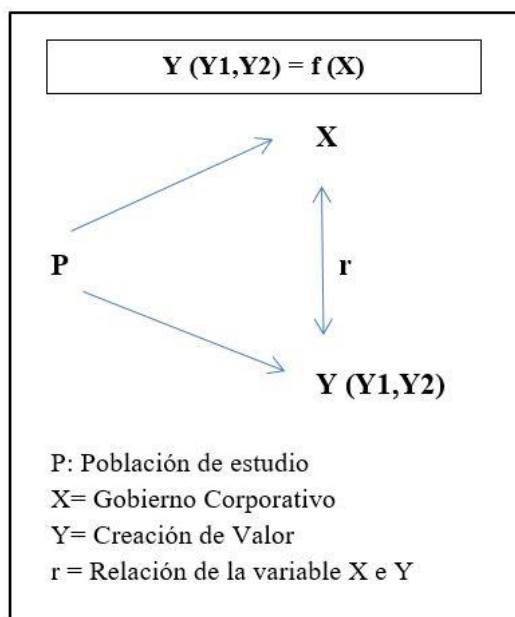


Figura 8. Diseño de la Relación de Variables

Nota. Tomado de “Metodología de la Investigación” por Hernandez, R., Fernandez, C., & Del Pilar, M. 2010. México: McGraw Hill. Adaptado por Antonella Jhois Rojas Camayo

3.3. Población y muestra

3.3.1. Población.

La presente investigación tiene como población a cuatro empresas del sector financiero privado que poseen acciones líquidas listadas y cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) durante el periodo 2008-2017. Estas empresas cumplen con los estándares de información que presentan cada periodo a la Superintendencia de Mercado de Valores y Bolsa de Valores de Lima para su posterior publicación en las páginas web. Esto incluye la presentación de información financiera anual auditada y la información no financiera como las memorias anuales. Asimismo, la población incluye a aquellas que han realizado su reporte de cumplimiento de Gobierno Corporativo para el año 2017 y que hayan tenido cotización de sus acciones comunes para los años analizados en la investigación.

Entre otras características que se desprenden de lo anterior, se considera que estas compañías cumplen con el requisito de estar inscritas en Registros Públicos (SUNARP), tener un Registro Único de Contribuyente (RUC) asignado por la SUNAT, tener valores

inscritos dentro del Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) y estar inscritos para negociar en la Rueda de Bolsa.

Para esta sección, se tuvo como referencia a Hernández et al. (2010), quien indica que la población comprende un conjunto de casos que tienen especificaciones o características en común, para lo cual es necesario delimitarlos en contexto, lugar y tiempo. En base a esta teoría, es que se ha definido la población antes mencionada.

Tabla 8.

Población de la investigación

Nombre de la Institución	Nemónico de la acción	Cumple con informar sobre Gobierno Corporativo	Cumple con Información Económica y Financiera
Banco de Crédito del Perú	CREDITC1	Si cumple	Si cumple
BBVA Banco Continental	CONTINC1	Si cumple	Si cumple
Scotiabank Perú S.A.A.	SCOTIAC1	Si cumple	Si cumple
Banco Internacional del Perú S.A.A. – Interbank	INTERBC1	Si cumple	Si cumple

3.3.2. Muestra.

El presente estudio no ha considerado la elección de una muestra por tener una población pequeña; es por ello, que se estudió a todos los integrantes de la población. Teóricamente, este proceso se refiere a un censo poblacional. Según Hernández et al. (2010), cuando se hace un censo es necesario incluir a todos los casos del universo o la población.

Además, Barnuevo, Díaz, Elejalde & Taipe (2017) investigaron estas dos variables anteriormente y justifican que la población sea igual a la muestra. Esto se basa, en que las conclusiones de investigar a un sector de las empresas que cotizan en bolsa no pueden generalizarse a los demás sectores, considerando que cada grupo tiene sus

propias características de acuerdo al mercado al que se orientan sus actividades comerciales. De tal forma, la muestra de la investigación incluye a todos los integrantes de la población.

3.4. Técnicas e Instrumentos de recolección de datos

La investigación no utilizó una técnica de recolección de datos propia que le permita recoger datos primarios. Los datos, utilizados para la relación entre las variables, se encuentran publicados y a la mano de todo aquel que requiera de información; es por ello, que se considera que la técnica empleada es el uso de la Base de datos.

En cuanto a la variable independiente “Gobierno Corporativo” se ha usado los reportes de cumplimiento de Gobierno Corporativo que se encuentran publicado año a año en la página web de la Bolsa de Valores de Lima, en la sección información corporativa. Los detalles de los cuestionarios se explican en el marco teórico y adicionalmente se adjuntan al final del trabajo de investigación.

Por otro lado, para obtener la información de la variable dependiente se hizo uso de un método para calcular el índice de valor creado para el accionista. Para ello, se utilizó los datos de las cotizaciones de las acciones comunes de cada empresa, los dividendos distribuidos y el costo de oportunidad de un inversionista calculado a través del CAPM, correspondientes al periodo 2008-2017.

3.5. Técnicas de procesamiento de datos

Para el procesamiento de los datos se ha clasificado, codificado y establecido categorías tal y como lo sugieren algunos autores (Tamayo, 2004). De tal forma, se ha elaborado tablas y figuras que resumen los resultados. Se ha calculado los siguientes estadísticos: media, mínimos y máximos; para tener un mayor análisis de los resultados. El recurso principal que se utilizó fue la herramienta de Microsoft Excel que proporciona el paquete de Office.

Por un lado, para la variable Gobierno Corporativo se ha realizado un conteo tanto en el instrumento aplicado para el periodo 2009-2013 como para los años 2014-2017. El conteo final ha servido para conocer el número de principios o preguntas (según sea el caso)

que se han cumplido con relación al total. Finalmente, se ha expresado este resultado en un porcentaje de cumplimiento del código para ambas situaciones.

Cabe aclarar que, cuando el cuestionario tenía respuestas con escala del 1 al 4, se ha considerado que el cumplimiento se da únicamente en el puntaje 4. Por otro lado, cuando las respuestas fueron dicotómicas, se han contado únicamente aquellas con respuesta afirmativa (SI).

De otro lado, para la variable creación de valor, se ha procedido a calcular el índice de valor creado por cada empresa dentro del periodo 2008-2017. Este cálculo ha sido realizado enteramente por el investigador haciendo uso del formato que proporciona Pérez-Carballo mencionado en el capítulo de marco teórico. Para ello, ha sido necesario calcular el CAPM para cada empresa, buscar los dividendos de cada año en sus memorias anuales y el valor de las cotizaciones de la acción común.

Por último, se han elaborado tablas y figuras combinadas para mostrar los resultados en función a cada objetivo tanto general como específicos. Para probar la hipótesis se ha hecho uso de la prueba de correlación de rangos de Spearman que permite correlacionar dos variables numéricas sin que los datos presenten una distribución normal.

Capítulo IV: Resultados y Discusión

4.1. Tratamiento y análisis de la información

4.1.1. Gobierno Corporativo

Tal y como lo sustentan las bases teóricas, la variable gobierno corporativo se mide con un instrumento distinto en cada país, dado que la regulación del mercado de valores difiere en cada Estado. Dadas las características de estudio se tienen dos instrumentos, un cuestionario de 26 preguntas para el periodo 2009 al 2013, y otro cuestionario de 88 preguntas para los años 2014 al 2017.

La relación de preguntas y respuestas de cada una de las empresas del sector financiero, que se analiza en la investigación, se encuentra en el Anexo 2 y Anexo 3. Para procesar los datos obtenidos de esta variable se ha utilizado únicamente el programa Microsoft Excel, como se ha mencionado anteriormente.

En cuanto al periodo 2009 al 2013, se tiene una escala del 1 al 4 en cuanto a las respuestas. Donde, asignar una puntuación de 4 significa que cumple completamente con el principio a calificar. Para procesar esta información, se ha realizado un conteo en busca de la puntuación 4 en cada principio del cuestionario, para obtener finalmente un porcentaje que refleja el nivel de cumplimiento en cada empresa del sector analizado. Siguiendo la misma metodología para cada grupo de principios: derechos de los accionistas, tratamiento equitativo de los accionistas, comunicación y transparencia informativa, y responsabilidades del directorio.

Para el segundo periodo, se tienen respuestas dicotómicas (SI/NO) para responder las 88 preguntas agrupadas en cinco pilares: derechos de los accionistas, junta general de los accionistas, directorio y alta gerencia, riesgo y cumplimiento, y

transparencia de la información. Se ha realizado un conteo de cada respuesta afirmativa (SI) para calcular el nivel de cumplimiento del código (%) para cada empresa. De igual forma se ha calculado el porcentaje de cumplimiento por cada pilar.

4.1.2. Creación de valor

La variable creación de valor se ha medido a través del índice de valor creado por acción, sustentado dentro de las bases teóricas de la investigación. Sin embargo, cada componente ha implicado mayor recolección de información. A continuación, se detallan los procedimientos:

A. Primero, se ha obtenido las cotizaciones de cada una de las acciones de las empresas que pertenecen a la población. Para ello, se tiene en cuenta el nemónico de cada una de ellas: Banco de Crédito del Perú (CREDITC1), BBVA Banco Continental (CONTINC1), Scotiabank Perú S.A.A. (SCOTIAC1) y Banco Internacional del Perú S.A.A. (INTERBC1). Usando la página de la Superintendencia de Mercado de Valores obtenemos el precio de cierre de cada una de las acciones.

Dada la dificultad de encontrar las cotizaciones a la fecha 02 de enero, en su mayoría, es que se procedió a obtener la más cercana. Siguiendo el criterio de que el precio de apertura es el precio de cierre de la fecha anterior, es válida esta postura.

Es necesario aclarar que la última cotización para cada empresa en cada año analizado puede variar, así, por ejemplo, para el año 2009, el Banco BCP registra su último precio de cierre el día 30 de diciembre mientras que, BBVA Banco Continental tiene una última cotización el día 31 de diciembre. Ésta no es ninguna manipulación de datos, solo refleja el comportamiento real del mercado.

Tabla 9.

Cotización de las acciones del sector financiero que cotizan en la BVL

Año	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Empresa	Cot. Inicial	Cot. Final	Cot. Final	Cot. Final	Cot. Final	Cot. Final	Cot. Final	Cot. Final	Cot. Final	Cot. Final
Banco de Crédito del Perú	8.31	8.10	8.09	6.06	6.15	5.50	5.31	3.85	5.57	6.00
BBVA Banco Continental	5.25	9.05	7.70	5.50	6.66	5.30	4.65	2.78	4.00	4.15

Scotiabank Perú S.A.A.	56.00	146.40	77.00	36.50	36.60	30.40	26.00	20.70	29.90	32.30
Banco Internacional del Perú S.A.A.	6.00	4.46	6.25	4.25	4.50	3.65	3.70	3.24	3.52	4.4

B. Luego, se obtiene la información sobre los dividendos distribuidos por cada una de las empresas de la población. Estos datos fueron obtenidos de las memorias anuales publicadas en la página web de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y contrastadas con la información publicada de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). A continuación, se muestra el monto de los dividendos por acción con un redondeo final a dos decimales.

Tabla 10.

Dividendos distribuidos por las empresas del sector financiero

Dividendos distribuidos	Banco de Crédito del Perú	BBVA Banco Continental	Scotiabank Perú S.A.A.	Banco Internacional del Perú S.A.A.
2009	0.41	0.33	3.55	0.12
2010	0.27	0.32	1.37	0.26
2011	0.20	0.44	1.32	0.24
2012	0.23	0.38	1.04	0.20
2013	0.00	0.28	1.41	0.00
2014	0.09	0.24	1.13	0.17
2015	0.08	0.21	1.05	0.16
2016	0.20	0.16	0.61	0.17
2017	0.21	0.16	0.49	0.00
Total	1.68	2.51	11.97	1.33

C. Por último, es necesario calcular el costo de oportunidad del inversionista mediante el modelo CAPM descrito en las bases teóricas. Debido a que la investigación está enfocada a los años 2008-2017, es necesario calcular el costo de oportunidad al año 2008. Para ello, se toma como base la información de 10 años anteriores. Para cualquier punto de análisis, se evaluará con el costo de oportunidad que corresponda al accionista de cada empresa.

D. Para obtener la tasa libre de riesgo (R_f) y el rendimiento de mercado (R_m) se ha utilizado la información publicada de Damodaran para los años 1998 al 2007. Como se explica en las bases teóricas, se ha tomado como dato el valor de T-bill y el Stock

(que representa el rendimiento del mercado). A partir de ello, se ha obtenido un promedio aritmético de los años 1998 a 2007.

Tabla 11.

Datos sobre el T-bill y Stock de Damodaran

Año	Stocks	T-Bills	T-bonds
1998	28.34%	4.73%	14.92%
1999	20.89%	4.51%	-8.25%
2000	-9.03%	5.76%	16.66%
2001	-11.85%	3.67%	5.57%
2002	-21.97%	1.66%	15.12%
2003	28.36%	1.03%	0.38%
2004	10.74%	1.23%	4.49%
2005	4.83%	3.01%	2.87%
2006	15.61%	4.68%	1.96%
2007	5.48%	4.64%	10.21%
Promedio	7.14%	3.49%	6.39%

Año	Media aritmética			Premio Riesgo Negocio	
	Stocks	T-Bills	T-bonds	Stocks - T-bills	Stock - T-bonds
1998-2007	7.14%	3.49%	6.39%	3.65%	0.75%

- E. En cuanto al valor del coeficiente beta, se ha buscado realizar un cálculo más exacto siguiendo la teoría base para el cálculo expuesto en las bases teóricas. Se ha utilizado la fórmula de beta apalancada descrita y se ha seleccionado los datos necesarios para su posterior cálculo.

Industry Name	Industria	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta	Cash/Firm Value
Advertising	Publicidad	36	0.99	22.25%	11.96%	0.83	6.85%
Aerospace/Defense	Aerospacial	73	0.92	20.81%	21.77%	0.79	6.35%
Air Transport	Transporte aéreo	56	1.38	42.16%	19.40%	1.03	11.95%
Apparel	Vestir	64	0.93	13.39%	21.60%	0.84	5.46%
Auto & Truck	Auto y camión	31	1.29	125.80%	18.90%	0.64	11.63%
Auto Parts	Piezas de automóviles	64	0.99	52.49%	18.93%	0.69	9.69%
Bank	Banco	550	0.59	54.59%	27.81%	0.43	10.20%
Bank (Canadian)	Banco (canadiense)	7	0.72	10.07%	24.41%	0.67	4.78%
Bank (Foreign)	Banco (Extranjero)	4	1.78	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bank (Midwest)	Banco (Medio Oeste)	37	0.79	61.47%	29.14%	0.55	8.86%
Beverage (Alcoholic)	Bebida (alcohólica)	27	0.66	23.56%	15.30%	0.55	1.67%
Beverage (Soft Drink)	Bebida (refresco)	21	0.71	13.63%	17.74%	0.63	3.75%
Biotechnology	Biología	105	1.56	4.39%	4.41%	1.50	6.65%

Figura 9. Valor de beta desapalancado para el sector de bancos en el 2007

Nota. Tomado de "Betas Damodaran". (10 de noviembre de 2018). Obtenido de: <http://www.betasdamodaran.com/betas-damodaran-2007-espanol/>

Tabla 12.

Cálculo de beta apalancado para las empresas del sector financiero del Perú

Empresas	Banco de Crédito del Perú	BBVA Banco Continental	Scotiabank Perú S.A.A	Banco Internacional del Perú S.A.A.
Deuda del 2007 (en miles de soles)	8,001,860	4,911,935	1,945,571	1,662,898
Equity del 2007 (en miles de soles)	3,207,835	1,986,700	1,238,524	823,986
Relación Deuda/Capital (D/E)	2.4945	2.4724	1.5709	2.0181
Beta desapalancada del 2007	0.43	0.43	0.43	0.43
Tasa impositiva del 2007	30%	30%	30%	30%
Beta Apalancada	1.18	1.17	0.90	1.04

- F. Estos datos son la base para calcular el costo de oportunidad de los accionistas para el año 2008, que es el año de inicio del análisis. Finalmente, la rentabilidad esperada para cada una de las empresas es como sigue.

Tabla 13.

Cálculo de la rentabilidad esperada para el año 2008

Empresas	Rentab Esperada =	Rf +	Beta *	(Rm - Rf)
Banco de Crédito del Perú	7.80%	3.49%	1.18	7.14%
BBVA Banco Continental	7.78%	3.49%	1.17	7.14%
Scotiabank Perú S.A.A	6.79%	3.49%	0.90	7.14%
Banco Internacional del Perú S.A.A	7.28%	3.49%	1.04	7.14%

- G. Para calcular el índice de valor creado por acción, se ha utilizado la tabla propuesta por Eguidazu, y se ha calculado este ratio para cada periodo de análisis. Se toma en cuenta que un inversor compra las acciones en el 2008 y las mantiene, primero hasta el 2009; luego hasta el 2010; y así hasta llegar al 2017. A partir de ello, se tendrán nueve tablas que expresen estos resultados. Todas ellas se encuentran en el Anexo 4.

4.2. Presentación de Resultados

Antes de la presentación de los resultados, es necesario indicar que no ha sido posible usar la prueba de confiabilidad Kuder Richardson, método utilizado cuando existe una respuesta dicotómica en la encuesta. Esto debido a que la población de la investigación estaba compuesta solo por cuatro empresas. El tener pocos sujetos en la población y algunas preguntas sin contestar generaron esta dificultad para el investigador. En este capítulo se presentarán en forma correlativa los resultados obtenidos resumidos en figuras y tablas, respondiendo al objetivo general y a los objetivos específicos del estudio.

4.2.1. Estadísticos descriptivos.

Para comenzar, se ha obtenido los estadísticos necesarios para realizar el análisis de datos. Se han hallado los mínimos, los máximos y la media de los datos obtenidos de la población. En cuanto a la variable Gobierno Corporativo se muestra el porcentaje de cumplimiento del código en función a las respuestas afirmativas de las empresas; y en cuanto a creación de valor, se ha calculado este dato usando la metodología sustentada en el marco teórico. A continuación, se muestra los resultados:

Tabla 14.

Estadísticos de gobierno corporativo y creación de valor para el accionista de las empresas del sector financiero

	Cumplimiento del Código de Gobierno Corporativo	Valor creado para el accionista
Mínimos	65%	-58.98%
Máximos	96%	160.98%
Media	82%	-7.18%

En la tabla 14, se muestran los estadísticos calculados para ambas variables, puesto que serán útiles para analizar los resultados obtenidos del objetivo general. En primer lugar, se observa que la media del nivel de cumplimiento del Gobierno Corporativo es 82%; por lo que, lo ideal será que la mayoría de estas empresas esté por encima del promedio. De otro lado, se tiene el promedio del valor creado para el accionista en el sector financiero que es -7.18%.

4.2.2. Resultados de la relación entre gobierno corporativo y creación de valor.

Tabla 15.

Relación entre Cumplimiento de Gobierno Corporativo y el valor creado durante el periodo 2008-2017

Año		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
BCP	Gobierno Corporativo	65%	69%	73%	77%	81%	72%	72%	73%	69%
	Creación de valor	6.00%	-7.03%	-31.09%	-14.36%	-30.72%	-37.46%	-58.98%	-41.89%	-37.60%
BBVA	Gobierno Corporativo	85%	85%	92%	96%	96%	80%	84%	84%	84%
	Creación de valor	70.82%	51.11%	17.53%	46.82%	26.24%	18.42%	-13.26%	13.09%	19.07%
SCOTIA	Gobierno Corporativo	96%	92%	96%	96%	96%	68%	72%	73%	73%
	Creación de valor	160.98%	39.49%	-30.47%	-28.43%	-36.98%	-42.82%	-50.41%	-32.89%	-27.74%
INTERBANK	Gobierno Corporativo	85%	96%	96%	96%	96%	69%	67%	66%	66%
	Creación de valor	-30.90%	3.30%	-26.02%	-18.51%	-32.68%	-28.93%	-33.88%	-26.43%	-11.76%

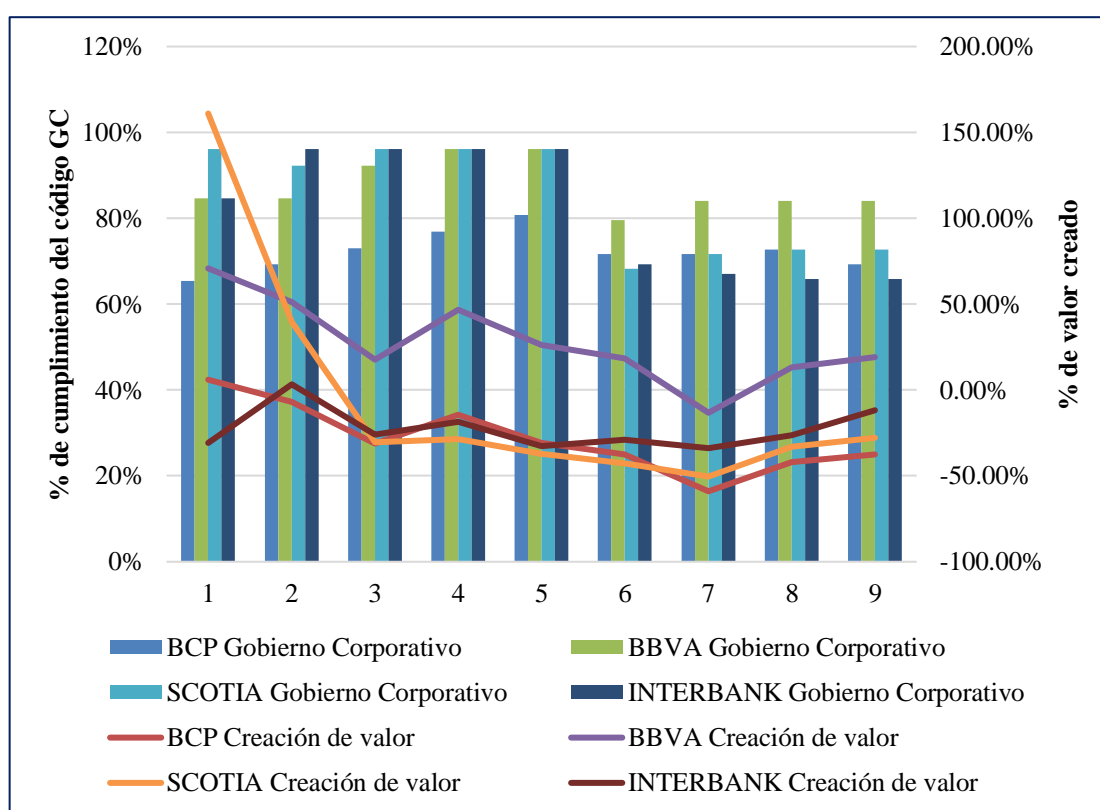


Figura 10. Relación entre el Cumplimiento de Gobierno Corporativo y el valor creado durante el periodo 2008-2017

En la figura 10, se observan los resultados para el objetivo general en relación a gobierno corporativo y creación de valor para las empresas del sector financiero durante el periodo 2008-2017. Los niveles de cumplimiento de los pilares de Gobierno Corporativo sobrepasan el 60% para las empresas del sector financiero que cotizan en

la Bolsa de Valores de Lima; sin embargo, solo el Banco de Crédito del Perú no se encuentra por encima de la media. Este banco tiene los niveles más bajos en cuanto al cumplimiento del código.

Por otra parte, se observa los resultados de la creación de valor. Considerando la rentabilidad que exigen los inversionistas, BBVA Banco Continental obtuvo el mayor promedio en el índice de creación de valor con respecto a sus competidores. Esta empresa ha creado en promedio un valor de 28% sobre la cotización inicial de sus acciones, entre todos los escenarios desde el 2008.

A partir de este análisis gráfico, no es posible afirmar que exista una relación entre las variables estudiadas, por lo que se requiere utilizar una prueba de hipótesis que aplique a las características de la investigación, la cual también será descrita dentro de este capítulo.

4.2.3. Resultados del nivel de cumplimiento alcanzado por las empresas del sector financiero.

Tabla 16.

Nivel de cumplimiento de GC de las empresas del sector financiero del 2009 al 2017

Empresas	Cumplimiento de Gobierno Corporativo									Promedio
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Banco de Crédito del Perú	65%	69%	73%	77%	81%	72%	72%	73%	69%	72%
BBVA Banco Continental	85%	85%	92%	96%	96%	80%	84%	84%	84%	87%
Scotiabank Perú S.A.A	96%	92%	96%	96%	96%	68%	72%	73%	73%	85%
Banco Internacional del Perú S.A.A.	85%	96%	96%	96%	96%	69%	67%	66%	66%	82%
Total promedio									82%	

La tabla 16 muestra la evolución del cumplimiento de gobierno corporativo desde el año 2009 al 2017 para las cuatro empresas. Se observa que su nivel de cumplimiento ha variado considerablemente del año 2013 al 2014. La mayor diferencia

recae en las empresas Scotiabank Perú S.A.A. y el Banco Internacional del Perú S.A.A., tras disminuir su nivel de cumplimiento del 96% al 68% y del 96% al 69% respectivamente. Por último, se muestra que el promedio de cumplimiento de estos estándares es del 82% para el sector financiero que cotiza en la Bolsa de valores durante los años 2008-2017.

Es posible explicar este resultado teniendo como base la teoría explicada en capítulos anteriores. El cambio de cuestionario que implementaron para el año 2014, tras disposición de la Superintendencia, incrementó el número de preguntas; y el nuevo marco de regulación planteó una mayor exigencia en la gestión del riesgo de la empresa, por lo que se creó la categoría de “riesgo y cumplimiento” por la rigurosidad de las auditorías y las herramientas utilizadas por éstas.

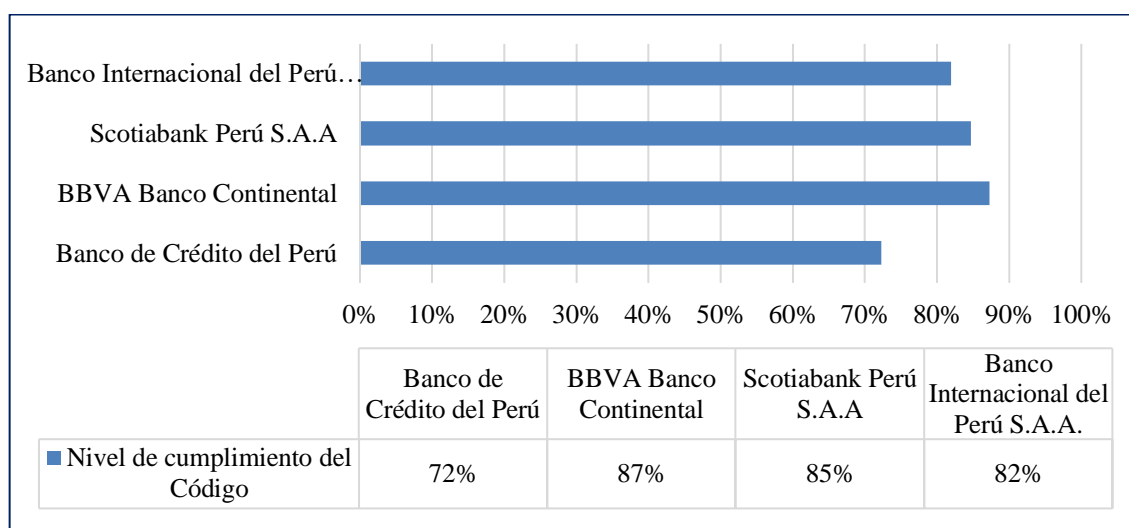


Figura 11. Nivel de Cumplimiento promedio de GC de las empresas del sector financiero del 2009 al 2017

En la figura 11, se observa que BBVA Banco Continental destaca en cuanto al cumplimiento promedio de gobierno corporativo, calculado desde el 2009 para coincidir en cuanto a las fechas de evaluación de la segunda variable. Este banco obtuvo un nivel de cumplimiento del 87%, muy de cerca se encuentra la empresa Scotiabank Perú S.A.A. con un 85% alcanzado. La media ha establecido qué empresas se encuentran por debajo del sector, de los cuales solo tenemos al Banco de Crédito del Perú.

Se destaca, además, que todas las empresas del sector financiero tienen niveles de cumplimiento del código bastante altos, y que la diferencia entre ellos es mínima en su mayoría.

4.2.4. Resultados sobre los grupos de principios con mayor nivel del cumplimiento de Gobierno Corporativo durante el periodo 2009-2013.

Tabla 17.

Cumplimiento de gobierno corporativo por grupo de principios

Grupo de principios	Cumplimiento de Gobierno Corporativo promedio					Promedio por cada grupo
	2009	2010	2011	2012	2013	
Derechos de los accionistas	81%	88%	94%	94%	100%	91%
Tratamiento equitativo de los accionistas	50%	75%	63%	63%	63%	63%
Comunicación y transparencia informativa	88%	88%	94%	94%	94%	91%
Responsabilidades del directorio	86%	86%	91%	94%	94%	90%

La tabla 17 da a conocer los niveles de cumplimiento de gobierno corporativo por grupo de principios, sin que destaque alguna de las empresas en particular. Para los años analizados, este tipo de cuestionario ha sido utilizado hasta el 2013, es por ello, que la tabla muestra la evolución de sus niveles de cumplimiento y finalmente un promedio por cada grupo.

Se observa que ha habido una tendencia de implementar los estándares en cuanto a tres grupos de principios: “Derechos de los accionistas”, “Comunicación y transparencia informativa” y “Responsabilidades de directorio”. El grupo que ha tenido un mayor cambio es el primero, puesto que ha variado de 81% en el 2009 a 100% en el 2013.

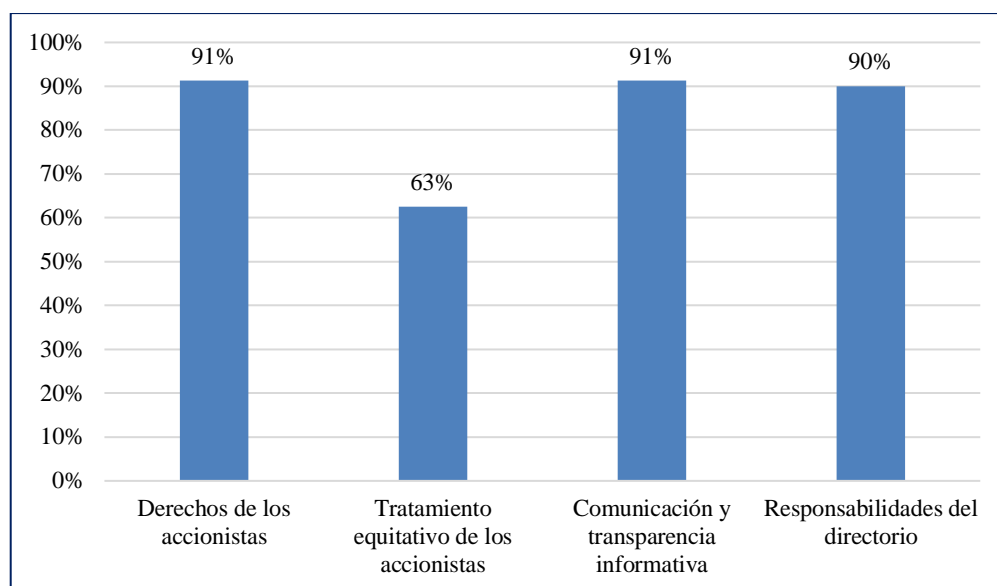


Figura 12. Cumplimiento de gobierno corporativo por grupo de principios

En la figura 12, se observa únicamente el promedio de nivel de cumplimiento alcanzado por cada grupo de principios desde el año 2009 al 2013. Los niveles alcanzados en cada uno de los grupos son bastante altos, tres de los cuatro grupos se encuentran en un nivel del 90% o por encima de ello. Solo el grupo “Tratamiento equitativo de los accionistas” ha mostrado un nivel de 63% de cumplimiento del código.

Para explicar el componente “Tratamiento equitativo” es necesario analizar cada pregunta, sin embargo, no es posible emitir una opinión razonable teniendo solo a dos dentro de este grupo. Esto debido a que, una de ellas, tiene como respuesta “No aplica” para su organización”, lo que genera un resultado de 50% en caso su respuesta sea ésta; lo cual no implica que las empresas no hayan cumplido con mantener un tratamiento a la par entre sus accionistas.

4.2.5. Resultados sobre los pilares de gobierno corporativo con mayor nivel del cumplimiento durante el periodo 2014-2017.

Tabla 18.

Cumplimiento de gobierno corporativo agrupado por pilares

Pilares de gobierno	Cumplimiento de Gobierno Corporativo				
	2014 (Prom.)	2015 (Prom.)	2016 (Prom.)	2017 (Prom.)	Promedio de cada pilar
Derechos de los accionistas	70%	68%	73%	73%	71%

Junta General de Accionistas	63%	65%	65%	65%	65%
Directorio y Alta gerencia	74%	77%	77%	75%	76%
Riesgo y cumplimiento	81%	81%	79%	79%	80%
Transparencia de la información	67%	71%	67%	67%	68%

La tabla 18 muestra los niveles de cumplimiento de cada pilar de gobierno corporativo como un resultado promedio de las empresas por cada año, desde el 2014 hasta el 2017. A partir de ello, se ha obtenido un promedio por cada pilar. Los puntajes más altos se observan en el pilar “Riesgo y cumplimiento”, a pesar de que, ha tenido una tendencia a la baja de 81% a 79% para el año 2016.

Este cuestionario presenta mayor número de preguntas por cada pilar, por lo cual, no existe la misma explicación que en el resultado anterior. El pilar “Junta General de accionistas” presentan los menores niveles de cumplimiento, bajo el cual no se ha superado el 70% en ninguno de los años de este periodo (2014-2017), siendo el 2014 el año de menor nivel de cumplimiento alcanzado como promedio de las cuatro empresas analizadas.

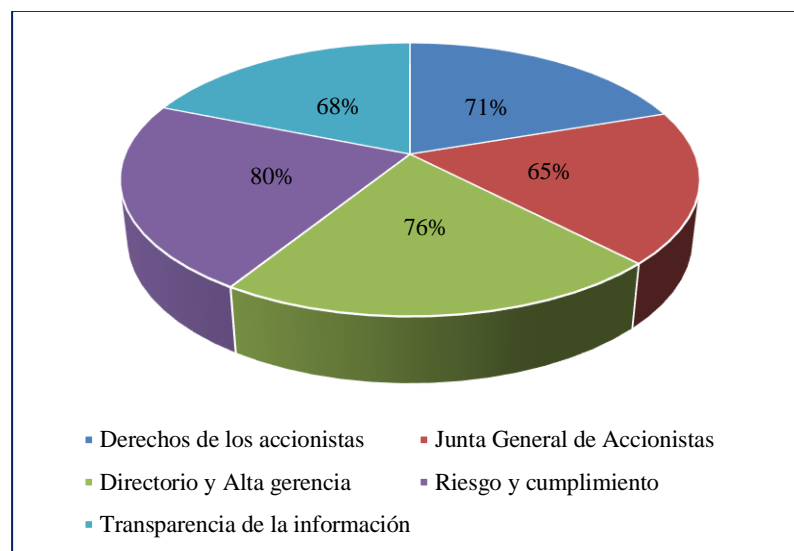


Figura 13. Cumplimiento de gobierno corporativo agrupado por pilares

En la figura 13, se observa el promedio de nivel de cumplimiento de gobierno corporativo organizado por pilares. Los pilares con mayor nivel alcanzado son “Riesgo y cumplimiento” y “Directorio y Alta gerencia” con un 80% y 76%. Mientras que, el pilar “Junta General de accionistas” solo tiene un 65% de cumplimiento del código.

El pilar que ha alcanzado el mayor resultado, busca la ejecución de auditorías internas y externas; además de implementar constantemente un sistema de gestión de riesgos que les permita reconocer sus riesgos, darles un tratamiento y seguimiento. Un aspecto que suelen implementar las grandes organizaciones, en especial para reducir los riesgos de su propio sector.

4.2.6. Resultados en relación al valor creado por las empresas del sector financiero.

Tabla 19.

Valor creado por las empresas del sector financiero

Empresas	Creación de valor									Promedio
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Banco de Crédito del Perú	6.00%	-7.03%	-31.09%	-14.36%	-30.72%	-37.46%	-58.98%	-41.89%	-37.60%	-28.13%
BBVA Banco Continental	70.82%	51.11%	17.53%	46.82%	26.24%	18.42%	-13.26%	13.09%	19.07%	27.76%
Scotiabank Perú S.A.A.	160.98%	39.49%	-30.47%	-28.43%	-36.98%	-42.82%	-50.41%	-32.89%	-27.74%	-5.47%
Banco Internacional del Perú S.A.A.	-30.90%	3.30%	-26.02%	-18.51%	-32.68%	-28.93%	-33.88%	-26.43%	-11.76%	-22.87%

La tabla 19 muestra la evolución del valor creado por las empresas del sector financiero hasta el 2009, 2010, y así sucesivamente hasta el 2017. Algunos de los años muestran un valor creado negativo que significa que las acciones de estas empresas han perdido valor para los inversores que las poseen, esto considerando su punto inicial (cotización del año 2008) hasta el año que se analice en la tabla.

De esto es posible resaltar que, solo BBVA Banco Continental ha logrado mantener un valor positivo durante ocho de los nueve años que se muestran en la tabla. Donde el mayor nivel creado se dio en el año 2009, este corto plazo, sin embargo, pudo estar afectado por algún ciclo económico o por la misma reacción de mercado. Por otro lado, el Banco de Crédito del Perú es la empresa que ha obtenido el mínimo valor creado con un -58.98% desde el año 2008 (punto de partida) hasta el 2017.

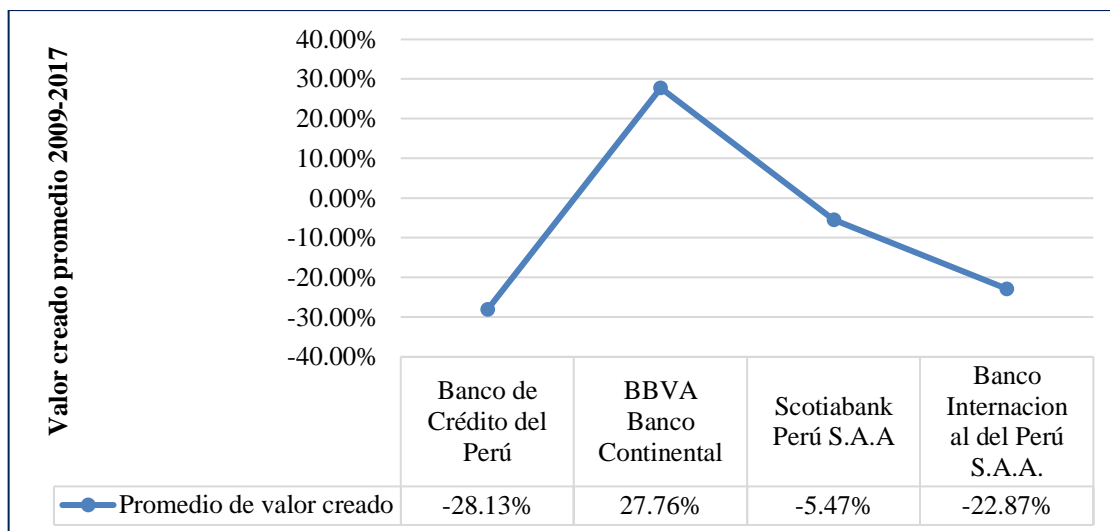


Figura 14. Valor creado por las empresas del sector financiero

En la figura 14, se observan los resultados del valor creado promedio de los años mencionados en la tabla 19, obteniendo finalmente un solo valor para conocer a la empresa que ha creado valor para sus accionistas. BBVA Banco Continental también muestra un resultado positivo en cuanto a la variable dependiente de la investigación. En promedio, ha alcanzado un 27.76% de valor para sus inversores. Ésta es la única que tiene un valor promedio positivo. Adicionalmente, se observa que el Banco de Crédito del Perú ha destruido el valor en un 28.13% (en promedio) sobre la cotización inicial de sus acciones.

4.3. Prueba de Hipótesis

En esta sección se realizará una prueba de hipótesis haciendo uso de una prueba no paramétrica tal y como se describe en el tercer capítulo. La prueba escogida se denomina “Prueba de Correlación de Rangos de Spearman” que se utiliza para probar una asociación entre dos variables. Esta prueba es ideal para las características de la investigación (población pequeña).

Además, esta prueba permite detectar aquellas relaciones que no necesariamente son lineales. Para realizar un mejor cálculo de sus elementos, se ha utilizado el software IBM SPSS Statistics 24. A continuación, se detalla el procedimiento realizado para el estudio:

A. Planteamiento de la Hipótesis

Dado que la investigación tiene un nivel correlacional, se planteó la siguiente hipótesis nula (H_0) y la hipótesis alterna (H_1) para llevar a prueba la hipótesis planteada por el investigador:

H_0 : No existe una relación positiva entre el cumplimiento de Gobierno Corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017.

H_1 : Existe una relación positiva entre el cumplimiento de Gobierno Corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017.

B. Estadístico de Prueba

Existen dos estadísticos de prueba para la correlación de rangos de Spearman, cuando existen empates y cuando no. De acuerdo a las características de los datos obtenidos se hizo uso del estadístico para rangos que no tienen empates. Lo cual requiere utilizar una fórmula, sin embargo, al hacer uso de IBM Statistics 24 no ha sido necesario calcularlo manualmente.

C. Regla de Decisión

Para la regla de decisión, se ha considerado los datos que se detallan en la Tabla 20, los cuales han sido introducidos al programa. Luego se ha obtenido un nivel de significancia que representa el valor crítico y se muestra en la tabla 21 como Sig. (bilateral). De tal forma, si el estadístico de prueba excede al valor crítico, entonces se aceptará la hipótesis nula, caso contrario, se rechazará esta hipótesis y se aceptará la hipótesis alterna.

Tabla 20.

Datos para introducir al programa IBM SPSS Statistics

Empresas	Gobierno Corporativo	Creación de Valor
Banco de Crédito del Perú	72.29%	-28.13%
BBVA Banco Continental	87.30%	27.76%
Scotiabank Perú S.A.A	84.68%	-5.47%
Banco Internacional del Perú S.A.A.	81.93%	-22.87%

D. Cálculo del Estadístico de prueba

El software mencionado, nos proporciona los resultados en la tabla 21:

Tabla 21.

Prueba de Correlación de Rangos de Spearman de la hipótesis general

		Gobierno Corporativo	Creación de valor por acción
Rho de Spearman	Gobierno Corporativo	Coefficiente de correlación	1.000
		Sig. (bilateral)	.000
		N	4
	Creación de valor por acción	Coefficiente de correlación	1.000
		Sig. (bilateral)	.000
		N	4

A partir de ello, obtenemos un coeficiente de correlación de rangos de Spearman igual a $r_s=1.000$ para una muestra donde $n=4$. Este coeficiente servirá para tomar la decisión respecto a aceptar o no la hipótesis nula.

E. Toma De Decisión

Como se observa, el estadístico de prueba $r_s=1.000$ excede al valor crítico de .000 se toma la decisión de rechazar la hipótesis nula. Por lo tanto, se concluye que existe una relación positiva entre el cumplimiento de Gobierno Corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan

en la Bolsa durante el periodo 2008-2017. Tal parece que, mientras los valores de gobierno corporativo se incrementen, los resultados del valor creado para los accionistas también se incrementarán en las empresas de este sector.

4.4. Discusión de Resultados

La investigación tuvo como objetivo general determinar la relación existente entre el cumplimiento de gobierno corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017. Además, se pretendió identificar el nivel de cumplimiento de gobierno corporativo, los grupos de principios y pilares con mejor resultado, y las empresas que hayan creado mayor valor durante el periodo estudiado.

La investigación es válida tras haber seguido rigurosamente el proceso del método científico sin ninguna manipulación de resultados. El trabajo de investigación es coherente, puesto que, existe una relación entre la metodología utilizada y las características de la investigación. Los datos obtenidos para ambas variables son confiables puesto que han sido recolectados de los documentos publicados en las páginas web oficiales de organismos con renombre como lo son la Superintendencia de Mercado de Valores, Bolsa de Valores de Lima y publicaciones de Damodaran.

El método para calcular el valor creado para el accionista es relativamente nuevo en proyectos de investigación, ya que la mayoría de los antecedentes revisados utilizan indicadores de gestión para medir esta variable. Es por ello, que el resultado, basado en este método, será de los primeros que se haya visto en investigaciones similares, esperando que se constituya un precedente para otros investigadores.

Comparativamente, la variable creación de valor ha tenido un mayor grado de dificultad para ser obtenido y procesado. Esto debido a que el índice del valor creado ha sido calculado enteramente por el investigador. El cálculo del CAPM ha sido el más complejo; sin embargo, su resultado es confiable al haber utilizado datos reales obtenidos de las publicaciones del reconocido Damodaran y sus Estados Financieros auditados; y por haberlos calculado con el programa Microsoft Excel que permite trabajar con todos los decimales, y de esta manera reducir los errores en el cálculo.

Por otro lado, para la variable gobierno corporativo se ha utilizado el reporte anual que presentan todas las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima, el cual se encuentra publicado en la página oficial de la SMV. Sin embargo, se han utilizado dos instrumentos diferentes, no por decisión del investigador, sino por un tema de regulación. Para el 2014, existe un quiebre en cuanto a la información brindada a la Superintendencia al existir una nueva relación de preguntas, esta vez mucho más amplia que la anterior.

En cuanto a su validez externa, el investigador considera que el método utilizado para calcular el valor creado para el accionista es válido para otras empresas que coticen en la Bolsa de Valores de Lima e incluso en otras Bolsas a nivel mundial, debido a que los elementos que componen esta técnica pueden ser fácilmente obtenidos en otros países. La única diferencia radica en el cálculo del CAPM que es la rentabilidad exigida por el inversionista. Este indicador puede variar por empresa, sector económico, etc.

De otro lado, se tiene la variable gobierno corporativo, donde el instrumento utilizado considera pilares o solo principios que son definidos por cada país. Esto quiere decir, que el formato del Código de Gobierno Corporativo varía aun así éste pertenezca a Latinoamérica. Además, el nivel de cumplimiento obtenido para esta investigación puede variar por sector y por empresa, por lo que se sugiere procesar los datos de acuerdo a las características de la población en un estudio diferente. Cabe resaltar, que a pesar de que el formato y las preguntas no sean las mismas, todas están orientadas a los principios generales que propone la OCDE.

La teoría principal que sustentó la tesis fue la Teoría de Gobierno de la empresa explicada en el libro de Santiago Eguidazu. Como se explicó en el marco teórico, contar con un gobierno en la empresa permite lograr la eficiencia en el largo plazo, y, en consecuencia, lograr crear riqueza dirigida a los accionistas y demás grupos de interés. Eguidazu establece una relación entre Gobierno Corporativo y creación de riqueza en el largo plazo, y fue ésta la base para realizar la investigación. Entendiéndose por gobierno a la dirección mancomunada y participativa de los stakeholders de una empresa.

Los resultados obtenidos apoyan el razonamiento de este autor. Utilizando solo gráficos y tablas no se aprecia con claridad esta relación; sin embargo, al comprobarlo con una prueba de hipótesis estadística se concluye que existe dicha relación para las características del estudio. Por lo tanto, el resultado que se obtiene de la investigación es que

el valor creado para el accionista durante un periodo de 10 años tiene una relación positiva con el nivel de cumplimiento de gobierno corporativo en las empresas del sector financiero que cotizan en la bolsa de Valores de Lima.

Otro hallazgo de la investigación se encuentra en los niveles promedio de cumplimiento de gobierno corporativo para los años de estudio. De lo cual, se obtiene que todas las empresas del sector financiero que cotizan en bolsa presentan altos niveles de cumplimiento. Gráficamente, se ha podido observar que BBVA Banco Continental ha alcanzado el nivel más alto y el Banco de Crédito del Perú el nivel más bajo. Del resultado total, se infiere que los bancos que tienen valores cotizados dentro del sector financiero muestran mayor preocupación por cumplir con estos estándares, en parte, por ser empresas más controladas y reguladas por el mismo sector al cual pertenecen.

En cuanto a los grupos de principios y pilares con mayor nivel de cumplimiento, existen algunas similitudes. Por un lado, se tiene que el de mayor cumplimiento para el periodo 2009-2013 es “Comunicación y transparencia de información”; mientras que para el periodo 2014-2017 lo es el pilar “Riesgo y cumplimiento”. Para el primer periodo mencionado, este grupo está ligado al cumplimiento de auditorías internas y externas; y para el segundo, se le añade el cumplimiento de un sistema de gestión de riesgos. Se observa que en ambos casos existe regulación al respecto, es así que, las organizaciones que cotizan están obligadas a presentar estados financieros auditados como parte de su cumplimiento en la gestión del riesgo.

Adicionalmente, se halló que la entidad de intermediación financiera que ha alcanzado el mayor índice de creación de valor es BBVA Banco Continental con un 27.76% en promedio de todos los años analizados. Esto refleja que la empresa ha ido mejorando constantemente y con el tiempo ha alcanzado niveles financieros muy por encima de sus competidores. Este hallazgo no toma en cuenta la percepción del mercado ni la satisfacción de los clientes. Para los temas financieros que se tomaron en esta investigación, tienen mayor relevancia las cotizaciones de la acción y los dividendos por acción.

Finalmente, los resultados de este trabajo coinciden con algunos que se presentaron dentro del marco teórico. En investigaciones nacionales como la de Barnuevo, Díaz, Elejalde & Taipe (2017) se encontró una relación entre las mismas variables, pero sus indicadores de

medición fueron distintos. Esta investigación se dirigió a compañías distribuidoras de electricidad; y trabajó comparativamente con Perú, Chile, Colombia y Argentina. Resulta interesante realizar una comparación con investigaciones que tengan como población objetiva a empresas que realicen actividades de intermediación financiera. Por ejemplo, en la investigación de Galvis, Morales, Palomino & Enrique (2017), aunque hayan estudiado a bancos y financieras colombianas, se han encontrado resultados similares con respecto a aquellos presentados en esta tesis.

Comparando los resultados, Galvis et al. (2017) muestra que los bancos que cotizan en la Bolsa de Valores en Colombia tienen un nivel de cumplimiento de Gobierno Corporativo promedio del 71%, mientras que las empresas del mismo sector en Perú alcanzaron un 82%. Aunque ésta última es superior, se evidencian las similitudes en el sector. Esto lleva a pensar que las prácticas son cumplidas reconociendo las dificultades de su sector y que por tanto, deben estar preparados organizacionalmente para hacerles frente.

Además, se encontró que el pilar de Gobierno corporativo con mayor cumplimiento en los bancos fue el cuarto pilar “arquitectura de control”. Algo similar fueron los resultados de esta investigación al encontrar que el cuarto pilar “Riesgo y cumplimiento” fue el más practicado. Aunque las preguntas no hayan sido las mismas tanto en Colombia como en Perú, se destaca que las empresas del sector financiero tienen mayor preocupación por cumplir con estándares que les ayuden a gestionar y controlar los riesgos inherentes a sus actividades comerciales.

Respecto a la variable creación de valor, no existe una compatibilidad entre la metodología utilizada en esta investigación y otras. Así, por ejemplo, Galvis et al. (2017) utiliza indicadores de rentabilidad y solvencia para medir la variable; mientras que, en ésta se ha utilizado un índice orientado al accionista en particular. La diferencia radica en que los primeros indicadores mencionados permiten medir la gestión de la administración, y por otro, el método del índice de valor creado toma en cuenta la cotización de las acciones.

Se obtuvo una relación positiva tanto en la investigación de Galvis et al. (2017) como en la presente investigación. A partir de lo cual, es posible inferir que, el cumplimiento de gobierno corporativo genera buenos resultados en la gestión empresarial, como también en el valor creado para sus accionistas.

En cuanto a los resultados de empresas peruanas, es posible comparar los sectores cementero, electricidad, manufactura y financiero con la información presentada en los antecedentes nacionales de esta tesis. En cuanto a las variables, solo gobierno corporativo permite realizar una comparación, puesto que, todas las empresas que reportan a la SMV utilizan el mismo formato, no importa el sector al cual pertenezcan. Al respecto, se encontró que el sector que más ha cumplido con los estándares de Gobierno Corporativo ha sido el sector manufactura y el sector financiero, objeto de estudio de la tesis, con un nivel de cumplimiento del 84% y 82% respectivamente. Asimismo, el sector de distribución eléctrica, se encuentra cerca con un porcentaje del 79.14%. Las diferencias radican no solo en el sector sino también en los años en los que se realizó cada estudio.

No obstante, de estos resultados se infiere que, el cumplimiento de GC es más importante para algunos sectores empresariales que otros. Esto se debe a las actividades y giro del negocio de estas empresas. Un ejemplo claro, representa el sector minero, que aunque no ha sido objeto de estudio en anteriores investigaciones es necesario mencionar. En este sector influye en gran medida el precio de los metales a nivel internacional, por lo que, no será tan atractivo para estas empresas preocuparse por las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. A diferencia del sector financiero, que sí considera importante estos estándares pero no solo buscando ser atractivos para los inversores, sino más bien, para gestionar los riesgos inherentes a sus actividades comerciales.

La contrastación de la hipótesis mediante una prueba de correlación de rangos de Spearman indicó que el nivel de cumplimiento de los pilares de gobierno corporativo presenta una relación con el valor creado para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima para el periodo 2008-2017. Las figuras generadas y la prueba de hipótesis han demostrado dicha relación como se planteó al inicio de la investigación en el capítulo I.

Conclusiones

La investigación realizada permitió responder a la pregunta general y preguntas específicas. Así también se generaron conclusiones que se desprenden de los resultados y el análisis de ellos:

1. Existe una relación positiva entre el nivel de cumplimiento de gobierno corporativo y el valor creado para el accionista durante un periodo de 10 años en las empresas del sector financiero que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima para estos años. Las figuras combinadas y la prueba de hipótesis aplicada determinaron que el mayor cumplimiento de estándares en el gobierno de la empresa genera un mayor valor creado para sus accionistas para todas las entidades financieras.
2. Los niveles de cumplimiento de gobierno corporativo en el sector financiero son altos. Éste considera importante cumplir con los estándares pero no buscando ser atractivos para los inversores, sino más bien, para gestionar los riesgos inherentes a sus actividades comerciales. Ello explica su valoración por el cuarto pilar denominado “Riesgo y cumplimiento” y por el grupo de principios “Comunicación y transparencia de información”.
3. La entidad de intermediación financiera que ha alcanzado el mayor puntaje en ambas variables es BBVA Banco Continental. Este banco es el único de la población que posee un índice de valor creado positivo a diferencia de sus competidores. Esto refleja que la empresa ha ido mejorando constantemente en cuanto al gobierno de la empresa y con el tiempo ha alcanzado altos niveles de valor creado para sus accionistas, incluso por encima de sus pares.
4. El gobierno corporativo fue desarrollado inicialmente en respuesta a grandes fraudes empresariales que afectaron a todos sus stakeholders. El contexto de norte américa es un claro ejemplo de ello. A pesar de que la Bolsa de Valores peruana no presenta grandes niveles de capitalización bursátil ni la liquidez que las principales Bolsas de Estados Unidos, se ha podido demostrar que la aplicación de una estructura de gobierno es tan importante en un país desarrollado como en un país emergente.

5. La creación de valor se mide a través de distintos métodos, aquel que utiliza las cotizaciones de las acciones en la Bolsa de Valores ha permitido tener una herramienta más para próximos estudios. En cuanto a su relación con gobierno corporativo, se ha observado que los indicadores de gestión, usados desde un enfoque contable en investigaciones anteriores, han respondido positivamente en la búsqueda de una relación entre las variables al igual que la investigación realizada. Esto demuestra que las prácticas de gobierno corporativo tienen efectos positivos tanto en la gestión empresarial como en el valor bursátil de las acciones de su compañía.
6. Es una constante que los resultados del gobierno corporativo y la creación de valor difieran en cada sector. Implementar los estándares que propone la Superintendencia serán de mayor importancia para algunos sectores empresariales que en otros. Esto depende en gran medida de la forma en que se mueven los precios de los productos que ofrece cada compañía. Además, se reconoce la influencia del entorno macro económico para algunos sectores, lo que pudo ocasionar que sus resultados financieros se incrementen en gran medida, o, por el contrario, que los afecten negativamente.
7. La práctica de los pilares de gobierno corporativo parece más importante para empresas que manejan altos niveles de ventas y para aquellas que desean cotizar en la Bolsa de Valores. Siendo estas dos, parte de las características de la población de estudio, se puede reafirmar su importancia. Implementar el código de gobierno corporativo otorga a las empresas un mayor nivel de institucionalización, un punto que los beneficia cuando buscan financiamiento interno o externo.
8. Finalmente, tras haber encontrado una relación positiva, se reafirma que la implementación de buenas prácticas es importante para los inversionistas en el mercado de valores. No cabe duda que, el cumplimiento de buen gobierno reduce los niveles de riesgo para un inversor. Las empresas administradoras de fondos mutuos que son las que más movimientos de compra-venta realizan, han demostrado el interés por invertir en este tipo de empresas. Por lo cual, los resultados obtenidos en la investigación deben reforzar la importancia que hasta ahora se le ha dado al gobierno corporativo.

Recomendaciones

Las recomendaciones de esta investigación se han dividido en teóricas y prácticas, esperando que los puntos tratados sean de ayuda para futuros investigadores, así como para las distintas instituciones mencionadas.

1. En primer lugar, los resultados obtenidos no son determinantes. Futuras investigaciones pueden abordar otros sectores que aún no han sido objeto de estudio. Asimismo, se sugiere ampliar aún más el periodo de análisis o tomar otras herramientas para demostrar o no una relación entre las variables.
2. La principal recomendación teórica gira en torno a la rentabilidad exigida utilizada para el método del valor creado para los accionistas. Cuando se utiliza la metodología CAPM, se busca sobre todo reducir el riesgo mediante la diversificación de la cartera de inversiones. Por tanto, el investigador ha considerado que el inversor cuenta con acciones en más de una empresa, aunque esto no tenga efectos sobre la relación investigada. Sin embargo, se sugiere utilizar otro método de valoración y analizar las diferencias de ser el caso.
3. Adicionalmente, se recomienda realizar investigaciones enfocadas no solo a los accionistas, sino también a los demás grupos de interés. Para estos fines, existen modelos que han sido utilizados en países desarrollados y que desde un enfoque económico han calculado el valor que recibe un stakeholder externo que no necesariamente es económico.
4. Un punto que no ha sido considerado dentro de la metodología de la investigación ha sido el valor del dinero en el tiempo. La investigación ha considerado que el accionista no vende sus acciones desde el año 2008 (fecha en que las compra) y que las mantiene por un año, dos, tres y así sucesivamente hasta el año 2017. Próximas investigaciones pueden considerar un punto en el tiempo para llevar todos los flujos de dinero descontados con la tasa del costo de oportunidad del inversionista.
5. Se puede tomar un portafolio de inversiones para determinar una relación entre el gobierno corporativo y la creación de valor. De esta manera, sería posible comparar los

rendimientos de una cartera que solo posea acciones de empresas que tengan buen gobierno con otra cartera que no presente estas características.

6. De otro lado, las recomendaciones prácticas están dirigidas a las Instituciones. Se sugiere a los emisores de valores, que no solo implementen las prácticas de gobierno corporativo por la imagen que generan con ello, sino también por su relevancia en los indicadores críticos de la gestión de una empresa. Las empresas que cotizan en la bolsa son fiel reflejo de las demás empresas que realizan operaciones en el Perú, y el fracaso de una puede generar un efecto contagio sobre todo el sistema.
7. En cuanto a la Superintendencia de Mercado de Valores, y reconociendo el gran trabajo que vienen realizando, se sugiere sensibilizar aún más a los ejecutivos y órganos de control interno de las empresas para que los reportes del cumplimiento de un buen gobierno sean respondidos en su totalidad y con información verídica.
8. Por último, a los profesionales y ejecutivos que dirigen las diferentes organizaciones en el Perú, se recomienda considerar los resultados de esta investigación en el corto plazo. Teniendo en cuenta que, las empresas que cotizan en bolsa buscan mantener su continuidad, es importante el cumplimiento de las recomendaciones de un Buen Gobierno Corporativo. Definitivamente, una empresa con una adecuada estructura de gobierno se encontrará más preparada frente a eventuales situaciones de riesgo que otras compañías que incumplan con ellas.

Referencias Bibliográficas

- Abrahamson, M. (1983). *Social research methods*. Englewood Cliffs, Nueva Jersey: Prentice Hall.
- ACCID. (2010). *Nuevas tendencias en management: Fundamentos y aplicaciones*. Barcelona: Profit Editorial.
- Álvarez, I. (2016). *Finanzas estratégicas y creación de valor* (5a ed.). Bogotá: ECOE Ediciones.
- Amat, O., & Nombela, V. (coords.). (2015). *Manual de análisis de empresas cotizadas*. España: ACCID.
- Barnuevo, D., Díaz, M. Á., Elejalde, O., & Taipe, E. (2017). *Gobierno Corporativo y Generación de Valor en empresas distribuidoras de electricidad: Casos de Perú, Chile, Colombia y Argentina*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú .
- Borda, A., Gago, A., Masuda, V., & Viviano, M. (2017). *Impacto del Buen Gobierno Corporativo en la generación de valor financiero de empresas representativas del sector cementero del Perú y Colombia*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Bravo, S. (2004). *El costo de capital en sectores regulados y mercados emergentes: metodología y casos aplicativos*. Lima: Escuela de Administración de Negocios para Graduados de ESAN.
- Briones, G. (1986). *Métodos y técnicas de investigación para las ciencias sociales* (2a ed.). México D.F.: Editorial Trillas.
- CAF, Banco de Desarrollo de América Latina. (2014). *Gobierno corporativo para empresas del mercado peruano: casos de buenas prácticas*. Lima: CAF.
- Campomanes, E., & Díaz, L. (2013). *Ética empresarial: ideas, reflexiones y casos*. Madrid: Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A.
- Castillo, N. (7 de Marzo de 2017). *Las lecciones que deja a las empresas el caso Graña y Montero*. Recuperado el 26 de Abril de 2018, de <https://elcomercio.pe/economia/dia-1/lecciones-deja-empresas-caso-grana-montero-143220>
- Córdova, J. L., García, A., Pérez, X., & Pinto, M. (2017). *Impacto de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo en la creación de valor de las empresas de la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009 - 2016*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.

- Corporación Andina de Fomento. (2012). *Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las Empresas. (6)*. s.l.: Ediciones CAF. Recuperado el 25 de Abril de 2018, de <http://www.oecd.org/daf/ca/secondmeetinglatinamericasoenetworkcafwhitepaperspanish.pdf>
- Cruz, S., Escobedo, A., & Villafuerte, R. (2017). *Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social en empresas de la Bolsa de Valores de Lima*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Damodaran, A. (2012). *Valoración de empresas de servicios financieros* (3a ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
- David, F. (2003). *Conceptos de Administración Estratégica* (9a ed.). México: Pearson Educación.
- De Val, I. (1997). *Organizar: acción y efecto*. Madrid: ESIC Editorial.
- Diario Gestión. (1 de Julio de 2013). *El buen gobierno corporativo: una clave para generar confianza en el mercado*. Recuperado el 26 de Abril de 2018, de <https://gestion.pe/economia/mercados/buen-gobierno-corporativo-clave-generar-confianza-mercado-42179>
- Eguidazu, S. (1999). *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Ehrhardt, M., & Brigham, E. (2007). *Finanzas Corporativas* (2a ed.). CENGAGE LEARNING.
- Enrione, A. (2014). *Directorio y gobierno corporativo: El desafío de agregar valor en forma sostenida* (2a ed.). Santiago de Chile: Editorial ESE Business School.
- Fernández, L., Fernández, S., & Rodríguez, A. (2007). *La práctica de las finanzas de empresa* (1a ed.). Madrid: Delta Publicaciones.
- Fernández, M., Muñoz, M., Rivera, J., & Ferrero, L. (2008). *El gobierno corporativo como motor de la responsabilidad social corporativa*. España: Universitat Jaume I.
- Forbes México. (8 de Agosto de 2017). (M. Huerta, Ed.) *Mal gobierno corporativo ha costado millones a empresas mexicanas*. Recuperado el 26 de Abril de 2018, de <https://www.forbes.com.mx/millonarias-multas-por-fallas-en-mecanismos-de-auto-vigilancia-corporativa/>
- Franklin, E. (2007). *Auditoría administrativa: Gestión estratégica del cambio* (2a ed.). México: Pearson Educación.
- Galán, J. I. (2014). *Diseño organizativo* (2a ed.). Madrid: Ediciones Paraninfo, S.A.

- Galvis, A., Morales, M., Palomino, A., & Enrique, Á. (2017). *Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero de los bancos cotizantes en la bolsa de valores de Colombia*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Gutiérrez, J., & Gutiérrez, D. F. (2018). *Planeación Financiera y Gestión de valor*. Bogotá: ECOE Ediciones.
- Hernandez, R., Fernandez, C., & Del Pilar, M. (2010). *Metodología de la Investigación* (5a ed.). México: McGraw Hill.
- Kliksberg, B. (Junio de 2010). Las fallas en el gobierno corporativo. Un tema clave en la crisis económica mundial. *Revista del CLAD Reforma y Democracia*(47). Recuperado el 26 de Abril de 2018, de <http://old.clad.org/portal/publicaciones-del-clad/revista-clad-reforma-democracia/articulos/047-junio-2010/kliksberg>
- López, M., & Serrato, W. (2014). *El Gobierno Corporativo como un determinante de la rentabilidad y creación de valor en las empresas del índice bursátil COLCAP en el periodo 2008-2012*. Risaralda, Colombia: Universidad Tecnológica de Pereira.
- López-Quesada, E. (2013). *El Gobierno Corporativo y el modelo de resultado global*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Marcos, S. (2016). *La interacción entre los mecanismos externos e internos de gobierno corporativo como factor explicativo de las diferencias en la creación de valor de las empresas: Análisis institucional comparado en la Unión Europea*. Burgos, España: Universidad de Burgos.
- Martínez, C. (2007). *Estado del arte de las finanzas*. Universidad Santo Tomás.
- Melchor, F. (s.f.). Razón de Deuda/Capital (D/C). Una herramienta de análisis fundamental. *Estadística en los negocios*, 54-57.
- Ortega, R. (2017). *Fundamentos de administración financiera*. Madrid: ESIC Editorial.
- Ortega, R. (2017). *Fundamentos de dirección financiera*. Madrid, España: ESIC Editorial.
- Parrado, S., & Reynaers, A. M. (2017). *Valores públicos y sector privado, una cuestión de control o de confianza?* (1a ed.). Madrid: Instituto Nacional de Administración Pública.
- Pérez-Carballo, J. (2007). *¿Qué es crear valor para el accionista?* Madrid, España: ESIC Editorial.
- Resolución SMV N° 012-2014-SMV/01. (18 de junio de 2014). *Diario Oficial El Peruano*. Lima: Ministerio de Economía y Finanzas. Superintendencia del Mercado de Valores.

- Rivera, J. M. (coords.). (2010). *Gestión de la RSC*. España: Netbiblo, S.L.
- Roberts, J. (2004). *La empresa moderna: organización, estrategia y resultados*. Barcelona: Antoni Bosch Editor.
- Rocca, L. (20 de Abril de 2005). Difusión del grado de cumplimiento de principios de buen gobierno corporativo. Lima: Publicaciones de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores.
- Rojo, A. (2007). *Valoración de empresas y gestión basada en valor*.
- RPP Noticias. (7 de Julio de 2017). *Graña y Montero salió del Índice de Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima*. Recuperado el 26 de Abril de 2018, de <http://rpp.pe/economia/economia/grana-y-montero-salio-del-indice-de-buen-gobierno-corporativo-de-la-bolsa-de-lima-noticia-1062657>
- Sierra, R. (2007). *Técnicas de Investigación Social: Teoría y ejercicios* (14a ed.). Madrid, España: Thomson Editores Spain.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (s.f.). Manual de Contabilidad para las Empresas del Sistema Financiero. 137-606.
- Superintendencia de Mercado de Valores. (2002). *Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas*. Lima: Publicaciones de la SMV.
- Superintendencia de Mercado de Valores. (s.f.). *Portal de la Superintendencia del Mercado de Valores*. Recuperado el 27 de Setiembre de 2018, de http://www.smv.gob.pe/Frm_EstadisticasCotizaciones?data=A36453174D0EB55DD06DF70D15116C04F6F063B757
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas*. Lima: Publicaciones de la SMV.
- Tamayo, M. (2004). *El proceso de la investigación científica: incluye evaluación y administración de proyectos de investigación* (4a ed.). México: Limusa.
- Tong, J. (2003). *Evaluación de inversiones en mercados emergentes*. Lima: Universidad del Pacífico Centro de Investigación.
- Vidaurre, J. (2016). Identificación de modelos de aproximación de betas financieras en su medición del riesgo-retorno, aplicable al sistema financiero bancario de Bolivia. *Departamento de Admistración, Economía y Finanzas*, 41-74.

Anexos

Anexo 1: Matriz de Consistencia

Título: Gobierno corporativo y creación de valor en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017

PROBLEMA	OBJETIVOS	HIPÓTESIS	VARIABLES	DIMENSIONES	INDICADOR	METODOLOGÍA
<p>PROBLEMA GENERAL ¿Cuál es la relación que existe entre el cumplimiento de gobierno corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017?</p> <p>PROBLEMAS ESPECÍFICOS a) ¿Cuál es el nivel de cumplimiento alcanzado por las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009-2017? b) ¿Cuáles son los principios de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del</p>	<p>OBJETIVO GENERAL Determinar la relación que existe entre el cumplimiento de gobierno corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017.</p> <p>OBJETIVOS ESPECÍFICOS a) Identificar el nivel de cumplimiento alcanzado por las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009-2017. b) Identificar los principios de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009-2013. c) Identificar los pilares de buen gobierno corporativo con mayor</p>	<p>HIPÓTESIS GENERAL Existe una relación positiva entre el cumplimiento de gobierno corporativo y la creación de valor para el accionista en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2008-2017.</p> <p>HIPÓTESIS ESPECÍFICAS a) El nivel de cumplimiento de gobierno corporativo para las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, superará el 70% en promedio para los años de estudio. b) El principio de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero será comunicación y transparencia</p>	<p>INDEPENDIENTE: Gobierno Corporativo</p> <p>DEPENDIENTE: Creación de valor</p>	<p>Derechos de los participantes</p> <p>Responsabilidades de los participantes</p> <p>Reglas y procedimientos</p> <p>Valor creado para el accionista</p>	<p>Nivel de cumplimiento del código</p> <p>Nivel de cumplimiento del código</p> <p>Nivel de cumplimiento del código</p> <p>Índice del valor creado por acción</p>	<p>MÉTODO GENERAL: Método científico-deductivo</p> <p>ENFOQUE DE LA INVESTIGACIÓN: Enfoque Cuantitativo</p> <p>ALCANCE DE LA INVESTIGACIÓN: Correlacional</p> <p>TIPO DE INVESTIGACIÓN: Investigación básica, longitudinal, de fuente secundaria y empírica</p> <p>DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN: Diseño no experimental longitudinal y correlacional</p> <p>POBLACIÓN: Cuatro empresas del sector financiero privado que poseen acciones líquidas en el mercado peruano para el periodo 2008-2017.</p> <p>MUESTRA: Censo poblacional. Cuatro empresas</p>

<p>sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2009-2013?</p> <p>c) ¿Cuáles son los pilares de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2014-2017?</p> <p>d) ¿Cuáles son las empresas del sector financiero que crearon mayor valor para los accionistas durante el periodo 2008-2017?</p>	<p>cumplimiento en las empresas del sector financiero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2014-2017.</p> <p>d) Identificar a las empresas del sector financiero que crearon mayor valor para los accionistas durante el periodo 2008-2017.</p>	<p>informativa durante el periodo 2009-2013.</p> <p>c) El pilar de buen gobierno corporativo con mayor cumplimiento en las empresas del sector financiero será riesgo y cumplimiento durante el periodo 2014-2017.</p> <p>d) La empresa del sector financiero con mayor creación de valor para el accionista durante el periodo 2008-2017 será BBVA Banco Continental, por haber pertenecido al Índice de Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima.</p>				
--	--	---	--	--	--	--

Anexo 2: Cuestionario para medir Gobierno Corporativo del 2009-2013

			CUMPLE
N°	Principio	Pregunta	(Escala de 1-4)
1	I	Principio (I.C.1. segundo párrafo) - No se debe incorporar en la agenda asuntos genéricos debiéndose precisar los puntos a tratar de modo que se discuta cada toma por separado, facilitando su análisis y evitando la resolución conjunta de temas respecto de los cuales se puede tener una opinión diferente.	
2	I	Principio (I.C.1. tercer párrafo).- El lugar de celebración de las Juntas Generales se debe fijar de modo que se facilite la asistencia de los accionistas a las mismas.	
3	I	Principio (I.C.2).- 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.	
4	I	Principio (I.C.4.i).- 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.	
CONTEO SUBTOTAL			
5	II	Principio (II.A.1, tercer párrafo).- 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 que prevean esta posibilidad al momento de su emisión.	
6	II	Principio (II.B).- 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.	
CONTEO SUBTOTAL			
7	III	Principio (IV.C, segundo, tercer y cuarto párrafo).- 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. Se debe informar respecto a todos los servicios que la sociedad auditora o auditor presta a la sociedad, especificándose el porcentaje que representa cada uno, y su participación en los ingresos de la sociedad auditora o auditor.	
8	III	Principio (IV.D.2).- 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.	

9	III	Principio IV.D.3).- 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.
10	III	Principio (IV.F, primer párrafo).- 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.
CONTEO SUBTOTAL		
11	IV	Principio (V.D.1).- El Directorio debe realizar ciertas funciones claves, a saber: Evaluar, aprobar y dirigir la estrategia corporativa; 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; controlar la implementación de los mismos; y supervisar los principales gastos, inversiones, adquisiciones y enajenaciones.
12	IV	Principio (V.D.2).- Seleccionar, controlar y, cuando se haga necesario, sustituir a los ejecutivos principales, así como fijar su retribución.
13	IV	Principio (V.D.3).- 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.
14	IV	Principio (V.D.4).- 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.
15	IV	Principio (V.D.5).- 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.
16	IV	Principio(V.D.6).- Supervisar la efectividad de las prácticas de gobierno de acuerdo con las cuales opera, realizando cambios a medida que se hagan necesarios.
17	IV	Principio (V.D.7).- Supervisar la política de información.
18	IV	Principio (V.E.1).- 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 mecanismos de apoyo y deberán estar compuestos preferentemente por directores independientes, a fin de tomar decisiones imparciales en cuestiones donde puedan surgir conflictos de intereses.
19	IV	Principio (V.E.3).- 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.

20	IV	Principio (V.F, segundo párrafo).- La información referida a los asuntos a tratar en cada sesión, debe encontrarse a disposición de los directores con una anticipación que les permita 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.
21	IV	Principio (V.F, tercer párrafo).- 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.
22	IV	Principio (V.H.1) .- Los nuevos directores deben ser instruidos sobre sus facultades y responsabilidades, así como sobre las características y estructura organizativa de la sociedad.
23	IV	Principio V.H.3).- 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.
24	IV	Principio (V.I, primer párrafo).- 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.
25	IV	Principio (V.I, segundo párrafo).- 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.
26	IV	Principio V.I.5).- 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.

CONTEO SUBTOTAL

TOTAL

Nota. Tomado de la Página web de la Superintendencia de Mercado de Valores. Orientación y educación: Información de empresas, gobierno corporativo, principios y formatos. Recuperado el 15 de Diciembre de 2019, de: https://www.smv.gob.pe/Frm_VerPublicacion?data=21F6B4741320CE00DA66A755414E074565401A138DB5F3C16D5DC79156

Anexo 3: Cuestionario para medir Gobierno Corporativo del 2014-2017

Pilar	Pregunta	CUMPLE	
		(SI)	(NO)
I	I.1.¿La sociedad reconoce en su actuación un trato igualitario a los accionistas de la misma clase y que mantienen las mismas condiciones?		
I	I.2.¿La sociedad promueve únicamente la existencia de clases de acciones con derecho a voto?		
I	I.3.En caso la sociedad cuente con acciones de inversión, ¿La sociedad promueve una política de redención o canje voluntario de acciones de inversión por acciones ordinarias?		
I	I.4.a. ¿La sociedad establece en sus documentos societarios la forma de representación de las acciones y el responsable del registro en la matrícula de acciones?		
I	I.4.b. ¿La matrícula de acciones se mantiene permanentemente actualizada?		
I	I.5.a. ¿La sociedad tiene como política que las propuestas del Directorio referidas a operaciones corporativas que puedan afectar el derecho de no dilución de los accionistas (i.e, fusiones, escisiones, ampliaciones de capital, entre otras) sean explicadas previamente por dicho órgano en un informe detallado con la opinión independiente de un asesor externo de reconocida solvencia profesional nombrado por el Directorio?.		
I	I.5.b. ¿La sociedad tiene como política poner los referidos informes a disposición de los accionistas?		
I	I.6.¿La sociedad determina los responsables o medios para que los accionistas reciban y requieran información oportuna, confiable y veraz?		
I	I.7.¿La sociedad cuenta con mecanismos para que los accionistas expresen su opinión sobre el desarrollo de la misma?		
I	I.8.a. ¿El cumplimiento de la política de dividendos se encuentra sujeto a evaluaciones de periodicidad definida?		
I	I.8.b. ¿La política de dividendos es puesta en conocimiento de los accionistas, entre otros medios, mediante su página web corporativa?		
I	I.9.¿La sociedad mantiene políticas o acuerdos de no adopción de mecanismos anti-absorción?		
I	I.10.a. ¿El estatuto de la sociedad incluye un convenio arbitral que reconoce que se somete a arbitraje de derecho cualquier disputa entre accionistas, o entre accionistas y el Directorio; así como la impugnación de acuerdos de JGA y de Directorio por parte de los accionistas de la Sociedad?		
I	I.10.b. ¿Dicha cláusula facilita que un tercero independiente resuelva las controversias, salvo el caso de reserva legal expresa ante la justicia ordinaria?		
CONTEO SUBTOTAL			
II	II.1.¿Es función exclusiva e indelegable de la JGA la aprobación de la política de retribución del Directorio?		
II	II.2.¿La sociedad cuenta con un Reglamento de la JGA, el que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?		
II	II.3.Adicionalmente a los mecanismos de convocatoria establecidos por ley, ¿La sociedad cuenta con mecanismos de convocatoria que permiten establecer contacto con los accionistas, particularmente con aquellos que no tienen participación en el control o gestión de la sociedad?		
II	II.4.¿La sociedad pone a disposición de los accionistas toda la información relativa a los puntos contenidos en la agenda de la JGA y las propuestas de los acuerdos que se plantean adoptar (mociones)?		
II	II.5.¿El Reglamento de JGA incluye mecanismos que permiten a los accionistas ejercer el derecho de formular propuestas de puntos de agenda a discutir en la JGA y los procedimientos para aceptar o denegar tales propuestas?		

- II II.6.¿La sociedad tiene habilitados los mecanismos que permiten al accionista el ejercicio del voto a distancia por medios seguros, electrónicos o postales, que garanticen que la persona que emite el voto es efectivamente el accionista?
- II II.8.¿La sociedad cuenta con documentos societarios que especifican con claridad que los accionistas pueden votar separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, de tal forma que puedan ejercer separadamente sus preferencias de voto?
- II II.8.¿La sociedad permite, a quienes actúan por cuenta de varios accionistas, emitir votos diferenciados por cada accionista, de manera que cumplan con las instrucciones de cada representado?
- II II. 9.¿El Estatuto de la sociedad permite a sus accionistas delegar su voto a favor de cualquier persona?
- II II.10.a. ¿La sociedad cuenta con procedimientos en los que se detallan las condiciones, los medios y las formalidades a cumplir en las situaciones de delegación de voto?
- II II.10.b. ¿La sociedad pone a disposición de los accionistas un modelo de carta de representación, donde se incluyen los datos de los representantes, los temas para los que el accionista delega su voto, y de ser el caso, el sentido de su voto para cada una de las propuestas?
- II II.11.a. ¿La sociedad tiene como política establecer limitaciones al porcentaje de delegación de votos a favor de los miembros del Directorio o de la Alta Gerencia?
- II II.11.b. En los casos de delegación de votos a favor de miembros del Directorio o de la Alta Gerencia, ¿La sociedad tiene como política que los accionistas que deleguen sus votos dejen claramente establecido el sentido de estos?
- II II.12.a. ¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?
- II II.12.b. ¿La sociedad emite reportes periódicos al Directorio y son puestos a disposición de los accionistas?

CONTEO SUBTOTAL

- III III.1.¿El Directorio está conformado por personas con diferentes especialidades y competencias, con prestigio, ética, independencia económica, disponibilidad suficiente y otras cualidades relevantes para la sociedad, de manera que haya pluralidad de enfoques y opiniones?
- III III.2.¿La sociedad evita la designación de Directores suplentes o alternos, especialmente por razones de quórum?
- III III.3.¿La sociedad divulga los nombres de los Directores, su calidad de independientes y sus hojas de vida?
- III III.4.¿El Directorio tiene como función?: a. Aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad.
- III III.4.b. Establecer objetivos, metas y planes de acción incluidos los presupuestos anuales y los planes de negocios.
- III III.4.c. Controlar y supervisar la gestión y encargarse del gobierno y administración de la sociedad.
- III III.4.d. Supervisar las prácticas de buen gobierno corporativo y establecer las políticas y medidas necesarias para su mejor aplicación.
- III III.5.¿Los miembros del Directorio tienen derecho a?: a. Solicitar al Directorio el apoyo o aporte de expertos.
- III III.5.b. Participar en programas de inducción sobre sus facultades y responsabilidades y a ser informados oportunamente sobre la estructura organizativa de la sociedad.
- III III.5.c. Percibir una retribución por la labor efectuada, que combina el reconocimiento a la experiencia profesional y dedicación hacia la sociedad con criterio de racionalidad.
- III III.6.¿La sociedad cuenta con un Reglamento de Directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?
- III III.7.¿Al menos un tercio del Directorio se encuentra constituido por Directores Independientes?

- III III.8.a. ¿El Directorio declara que el candidato que propone es independiente sobre la base de las indagaciones que realice y de la declaración del candidato?
- III III.8.b. ¿Los candidatos a Directores Independientes declaran su condición de independiente ante la sociedad, sus accionistas y directivos?
- III III.9. ¿El Directorio cuenta con un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?
- III III.10. ¿La sociedad brinda a sus Directores los canales y procedimientos necesarios para que puedan participar eficazmente en las sesiones de Directorio, inclusive de manera no presencial?
- III III.11.a. ¿El Directorio evalúa, al menos una vez al año, de manera objetiva, su desempeño como órgano colegiado y el de sus miembros?
- III III.11.b. ¿Se alterna la metodología de la autoevaluación con la evaluación realizada por asesores externos?
- III III.12.a. ¿El Directorio de la sociedad conforma comités especiales que se enfocan en el análisis de aquellos aspectos más relevantes para el desempeño de la sociedad?
- III III.12.b. ¿El Directorio aprueba los reglamentos que rigen a cada uno de los comités especiales que constituye?
- III III.12.c. ¿Los comités especiales están presididos por Directores Independientes?
- III III.12.d. ¿Los comités especiales tienen asignado un presupuesto?
- III III.13. ¿La sociedad cuenta con un Comité de Nombramientos y Retribuciones que se encarga de nominar a los candidatos a miembro de Directorio, que son propuestos ante la JGA por el Directorio, así como de aprobar el sistema de remuneraciones e incentivos de la Alta Gerencia?
- III III.14. ¿La sociedad cuenta con un Comité de Auditoría que supervisa la eficacia e idoneidad del sistema de control interno y externo de la sociedad, el trabajo de la sociedad de auditoría o del auditor independiente, así como el cumplimiento de las normas de independencia legal y profesional?
- III III.15. ¿La sociedad adopta medidas para prevenir, detectar, manejar y revelar conflictos de interés que puedan presentarse?
- III III.16.a. ¿La sociedad cuenta con un Código de Ética (*) cuyo cumplimiento es exigible a sus Directores, gerentes, funcionarios y demás colaboradores (**) de la sociedad, el cual comprende criterios éticos y de responsabilidad profesional, incluyendo el manejo de potenciales casos de conflictos de interés?
- III III.16.b. ¿El Directorio o la Gerencia General aprueban programas de capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?
- III III.17.a. ¿La sociedad dispone de mecanismos que permiten efectuar denuncias correspondientes a cualquier comportamiento ilegal o contrario a la ética, garantizando la confidencialidad del denunciante?
- III III.17.b. ¿Las denuncias se presentan directamente al Comité de Auditoría cuando están relacionadas con aspectos contables o cuando la Gerencia General o la Gerencia Financiera estén involucradas?
- III III.18.a. ¿El Directorio es responsable de realizar seguimiento y control de los posibles conflictos de interés que surjan en el Directorio?
- III III.19.a. ¿El Directorio cuenta con políticas y procedimientos para la valoración, aprobación y revelación de determinadas operaciones entre la sociedad y partes vinculadas, así como para conocer las relaciones comerciales o personales, directas o indirectas, que los Directores mantienen entre ellos, con la sociedad, con sus proveedores o clientes, y otros grupos de interés?
- III III.19.b. En el caso de operaciones de especial relevancia o complejidad, ¿Se contempla la intervención de asesores externos independientes para su valoración?
- III III.20.a. ¿La sociedad cuenta con una política clara de delimitación de funciones entre la administración o gobierno ejercido por el Directorio, la gestión ordinaria a cargo de la Alta Gerencia y el liderazgo del Gerente General?
- III III.20.b. ¿Las designaciones de Gerente General y presidente de Directorio de la sociedad recaen en diferentes personas?

- III.20.c. ¿La Alta Gerencia cuenta con autonomía suficiente para el desarrollo de las funciones asignadas, dentro del marco de políticas y lineamientos definidos por el Directorio, y bajo su control?
- III.20.d. ¿La Gerencia General es responsable de cumplir y hacer cumplir la política de entrega de información al Directorio y a sus Directores?
- III.20.e. ¿El Directorio evalúa anualmente el desempeño de la Gerencia General en función de estándares bien definidos?
- III.20.f. ¿La remuneración de la Alta Gerencia tiene un componente fijo y uno variable, que toman en consideración los resultados de la sociedad, basados en una asunción prudente y responsable de riesgos, y el cumplimiento de las metas trazadas en los planes respectivos?

CONTEO SUBTOTAL

- IV.1.a. ¿El Directorio aprueba una política de gestión integral de riesgos de acuerdo con su tamaño y complejidad, promoviendo una cultura de gestión de riesgos al interior de la sociedad, desde el Directorio y la Alta Gerencia hasta los propios colaboradores?
- IV.1.b. ¿La política de gestión integral de riesgos alcanza a todas las sociedades integrantes del grupo y permite una visión global de los riesgos críticos?
- IV.2.a. ¿La Gerencia General gestiona los riesgos a los que se encuentra expuesta la sociedad y los pone en conocimiento del Directorio?
- IV.2.b. ¿La Gerencia General es responsable del sistema de gestión de riesgos, en caso no exista un Comité de Riesgos o una Gerencia de Riesgos?
- IV.3. ¿La sociedad cuenta con un sistema de control interno y externo, cuya eficacia e idoneidad supervisa el Directorio de la Sociedad?
- IV.4.a. ¿El auditor interno realiza labores de auditoría en forma exclusiva, cuenta con autonomía, experiencia y especialización en los temas bajo su evaluación, e independencia para el seguimiento y la evaluación de la eficacia del sistema de gestión de riesgos?
- IV.4.b. ¿Son funciones del auditor interno la evaluación permanente de que toda la información financiera generada o registrada por la sociedad sea válida y confiable, así como verificar la eficacia del cumplimiento normativo?
- IV.4.c. ¿El auditor interno reporta directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas?
- IV.5. ¿El nombramiento y cese del Auditor Interno corresponde al Directorio a propuesta del Comité de Auditoría?
- IV.6. ¿La JGA, a propuesta del Directorio, designa a la sociedad de auditoría o al auditor independiente, los que mantienen una clara independencia con la sociedad?
- IV.7.a. ¿La sociedad mantiene una política de renovación de su auditor independiente o de su sociedad de auditoría?
- IV.7.b. En caso dicha política establezca plazos mayores de renovación de la sociedad de auditoría, ¿El equipo de trabajo de la sociedad de auditoría rota como máximo cada cinco (5) años?
- IV.8. En caso de grupos económicos, ¿el auditor externo es el mismo para todo el grupo, incluidas las filiales off-shore?

CONTEO SUBTOTAL

- V.1. ¿La sociedad cuenta con una política de información para los accionistas, inversionistas, demás grupos de interés y el mercado en general, con la cual define de manera formal, ordenada e integral los lineamientos, estándares y criterios que se aplicarán en el manejo, recopilación, elaboración, clasificación, organización y/o distribución de la información que genera o recibe la sociedad?
- V.2. ¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?
- V. En caso existan salvedades en el informe por parte del auditor externo, ¿dichas salvedades han sido explicadas y/o justificadas a los accionistas?

- V V.3.¿La sociedad revela la estructura de propiedad, considerando las distintas clases de acciones y, de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico?
- V V.4.¿La sociedad informa sobre los convenios o pactos entre accionistas?
- V V.5.¿La sociedad divulga los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo en un informe anual, de cuyo contenido es responsable el Directorio, previo informe del Comité de Auditoría, del Comité de Gobierno Corporativo, o de un consultor externo, de ser el caso?

CONTEO SUBTOTAL

TOTAL

Nota. Tomado de la Página web de la Superintendencia de Mercado de Valores. Orientación y educación: Información de empresas, gobierno corporativo, principios y formatos. Recuperado el 15 de Diciembre de 2019, de: https://www.smv.gob.pe/Frm_VerPublicacion?data=21F6B4741320CE00DA66A755414E074565401A138DB5F3C16D5DC79156

Anexo 4: Procesamiento de datos sobre Gobierno Corporativo de Banco de crédito del Perú, BBVA Banco Continental, Scotiabank Perú y Banco Internacional del Perú para los años del 2009-2013

N°	Principio	Pregunta	2009				2010				2011				2012				2013			
			Banco de Crédito del Perú	BBVA Banco Contine	Scotiabank Perú S.A.A	Banco Internacional del	Banco de Crédito del Perú	BBVA Banco Contine	Scotiabank Perú S.A.A	Banco Internacional del	Banco de Crédito del Perú	BBVA Banco Contine	Scotiabank Perú S.A.A	Banco Internacional del	Banco de Crédito del Perú	BBVA Banco Contine	Scotiabank Perú S.A.A	Banco Internacional del	Banco de Crédito del Perú	BBVA Banco Contine	Scotiabank Perú S.A.A	Banco Internacional del
1	I	Principio(I.C.1. segundo	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
2	I	Principio (I.C.1. tercer	4	3	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
3	I	Principio (I.C.2).- Los	3	4	4	3	3	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	
4	I	Principio (I.C.4.i).- El	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
		CONTEO SUBTOTAL	3	3	4	3	3	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	
5	II	Principio (II.A.1, tercer	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
6	II	Principio (II.B).- Se deb	3	3	4	4	4	3	4	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	1	4	
		CONTEO SUBTOTAL	0	1	2	1	1	2	2	1	1	2	1	1	1	2	1	1	1	2	1	
7	III	Principio (IV.C, segundo	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
8	III	Principio (IV.D.2).- La	2	4	4	4	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
9	III	Principio IV.D.3).- Los	3	4	4	4	3	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	
10	III	Principio (IV.F, primer	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
		CONTEO SUBTOTAL	2	4	4	4	2	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	
11	IV	Principio (V.D.1).- El D	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
12	IV	Principio (V.D.2).- Sele	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
13	IV	Principio (V.D.3).- Eva	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
14	IV	Principio (V.D.4).- Real	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
15	IV	Principio (V.D.5).- Vel	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
16	IV	Principio(V.D.6).- Super	1	2	4	3	1	2	4	3	4	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	
17	IV	Principio (V.D.7).- Super	4	3	4	4	4	3	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
18	IV	Principio (V.E.1).- El D	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
19	IV	Principio (V.E.3).- El n	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
20	IV	Principio (V.F, segundo	3	4	4	4	3	4	4	3	4	4	4	1	4	4	4	1	4	4	4	
21	IV	Principio (V.F, tercer pa	4	4	3	4	4	3	4	4	3	4	4	4	4	3	4	4	4	3	4	
22	IV	Principio (V.H.1) - Los	3	4	4	2	3	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
23	IV	Principio V.H.3).- Se de	3	4	4	4	3	4	3	4	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	4	
24	IV	Principio (V.I, primer p	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
25	IV	Principio (V.I, segundo	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
26	IV	Principio (V.I.5).- Es rec	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
		CONTEO SUBTOTAL	12	14	15	14	12	14	14	15	12	15	15	16	13	16	15	16	13	16	16	
		TOTAL	17	22	25	22	18	22	24	25	19	24	25	25	20	25	25	25	21	25	25	
			65%	85%	96%	85%	69%	85%	92%	96%	73%	92%	96%	96%	77%	96%	96%	96%	81%	96%	96%	

Anexo 6: Cálculo del índice de valor creado según el formato de Pérez-Carballo

Tabla de creación de valor para Banco de Crédito del Perú

Del 2008-2009		Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)	
Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)			
+ Cotización al final del año 2009	9.05	+ Cotización al final del año 2012	6.66
- Cotización al inicio del año 2008	-8.31	- Cotización al inicio del año 2008	-8.31
= Plusvalía	0.74	= Plusvalía	-1.65
+ Dividendos	0.41	+ Dividendos	1.11
= Ganancia del accionista	1.15	= Ganancia del accionista	-0.55
- Costo de oportunidad	-0.65	- Costo de oportunidad	-0.65
= Valor creado durante el 2008-2009	0.50	= Valor creado durante el 2008-2012	-1.19
Valor creado en % sobre la cotización inicial	6.00%	Valor creado en % sobre la cotización inicial	-14.36%

Del 2008-2010		Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)	
Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)			
+ Cotización al final del año 2010	7.70	+ Cotización al final del año 2013	5.30
- Cotización al inicio del año 2008	-8.31	- Cotización al inicio del año 2008	-8.31
= Plusvalía	-0.61	= Plusvalía	-3.01
+ Dividendos	0.67	+ Dividendos	1.11
= Ganancia del accionista	0.06	= Ganancia del accionista	-1.91
- Costo de oportunidad	-0.65	- Costo de oportunidad	-0.65
= Valor creado durante el 2008-2010	-0.58	= Valor creado durante el 2008-2013	-2.55
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-7.03%	Valor creado en % sobre la cotización inicial	-30.72%

Del 2008-2011		Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)	
Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)			
+ Cotización al final del año 2011	5.50	+ Cotización al final del año 2014	4.65
- Cotización al inicio del año 2008	-8.31	- Cotización al inicio del año 2008	-8.31
= Plusvalía	-2.81	= Plusvalía	-3.66
+ Dividendos	0.88	+ Dividendos	1.20
= Ganancia del accionista	-1.94	= Ganancia del accionista	-2.47
- Costo de oportunidad	-0.65	- Costo de oportunidad	-0.65
= Valor creado durante el 2008-2011	-2.58	= Valor creado durante el 2008-2014	-3.11
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-31.09%	Valor creado en % sobre la cotización inicial	-37.46%

Del 2008-2012		Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)	
Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)			
+ Cotización al final del año 2012	6.66	+ Cotización al final del año 2015	6.66
- Cotización al inicio del año 2008	-8.31	- Cotización al inicio del año 2008	-8.31
= Plusvalía	-1.65	= Plusvalía	-1.65
+ Dividendos	1.11	+ Dividendos	1.11
= Ganancia del accionista	0.41	= Ganancia del accionista	0.41
- Costo de oportunidad	-0.65	- Costo de oportunidad	-0.65
= Valor creado durante el 2008-2012	0.50	= Valor creado durante el 2008-2015	0.50
Valor creado en % sobre la cotización inicial	6.00%	Valor creado en % sobre la cotización inicial	6.00%

Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)		Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2015	2.78	+ Cotización al final del año 2016	4.00
- Cotización al inicio del año 2008	-8.31	- Cotización al inicio del año 2008	-8.31
= Plusvalía	-5.53	= Plusvalía	-4.31
+ Dividendos	1.28	+ Dividendos	1.48
Ganancia del		Ganancia del	
= accionista	-4.25	= accionista	-2.83
Costo de		Costo de	
- oportunidad	-0.65	- oportunidad	-0.65
Valor creado durante el 2008-		Valor creado durante el 2008-	
= 2015	-4.90	= 2016	-3.48
Valor creado en % sobre la		Valor creado en % sobre la cotización	
cotización inicial	-58.98%	inicial	-41.89%

Del 2008-2016

Del 2008-2017

Estimación del valor creado por acción para el Banco de Crédito del Perú (en S/ por acción)

+ Cotización al final del año 2017	4.15
- Cotización al inicio del año 2008	-8.31
= Plusvalía	-4.16
+ Dividendos	1.68
Ganancia del	
= accionista	-2.48
Costo de	
- oportunidad	-0.65
= Valor creado durante el 2008-2017	-3.12
Valor creado en % sobre la cotización	
inicial	-37.60%

Tabla de creación de valor para BBVA Banco Continental

Del 2008-2009

Estimación del valor creado por acción para BBVA Banco Continental (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2009	9.05
Cotización al inicio del año	
- 2008	-5.25
= Plusvalía	3.80
+ Dividendos	0.33
Ganancia del	
= accionista	4.13
Costo de	
- oportunidad	-0.41
Valor creado durante el 2008-	
= 2009	3.72
Valor creado en % sobre la	
cotización inicial	70.82%

Del 2008-2011

Del 2008-2010

Estimación del valor creado por acción para BBVA Banco Continental (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2010	7.70
Cotización al inicio del año 2008	
- 2008	-5.25
= Plusvalía	2.45
+ Dividendos	0.64
Ganancia del	
= accionista	3.09
Costo de	
- oportunidad	-0.41
Valor creado durante el 2008-	
= 2010	2.68
Valor creado en % sobre la	
cotización inicial	51.11%

Del 2008-2012

Estimación del valor creado por acción para BBVA Banco Continental (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2011	5.50
- Cotización al inicio del año 2008	-5.25
= Plusvalía	0.25
+ Dividendos	1.08
Ganancia del	
= accionista	1.33
Costo de	
- oportunidad	-0.41
= Valor creado durante el 2008-2011	0.92
Valor creado en % sobre la cotización inicial	17.53%

Estimación del valor creado por acción para BBVA Banco Continental (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2012	6.66
- Cotización al inicio del año 2008	-5.25
= Plusvalía	1.41
+ Dividendos	1.46
Ganancia del	
= accionista	2.87
Costo de	
- oportunidad	-0.41
= Valor creado durante el 2008-2012	2.46
Valor creado en % sobre la cotización inicial	46.82%

Del 2008-2013

Estimación del valor creado por acción para BBVA Banco Continental (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2013	5.30
- Cotización al inicio del año 2008	-5.25
= Plusvalía	0.05
+ Dividendos	1.74
Ganancia del	
= accionista	1.79
Costo de	
- oportunidad	-0.41
= Valor creado durante el 2008-2013	1.38
Valor creado en % sobre la cotización inicial	26.24%

Del 2008-2014

Estimación del valor creado por acción para BBVA Banco Continental (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2014	4.65
- Cotización al inicio del año 2008	-5.25
= Plusvalía	-0.60
+ Dividendos	1.98
Ganancia del	
= accionista	1.38
Costo de	
- oportunidad	-0.41
= Valor creado durante el 2008-2014	0.97
Valor creado en % sobre la cotización inicial	18.42%

Del 2008-2015

Estimación del valor creado por acción para BBVA Banco Continental (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2015	2.78
- Cotización al inicio del año 2008	-5.25
= Plusvalía	-2.47
+ Dividendos	2.18
Ganancia del	
= accionista	-0.29
Costo de	
- oportunidad	-0.41
= Valor creado durante el 2008-2015	-0.70
Valor creado en % sobre la cotización inicial	13.26%

Del 2008-2016

Estimación del valor creado por acción para BBVA Banco Continental (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2016	4.00
- Cotización al inicio del año 2008	-5.25
= Plusvalía	-1.25
+ Dividendos	2.35
Ganancia del	
= accionista	1.10
Costo de	
- oportunidad	-0.41
= Valor creado durante el 2008-2016	0.69
Valor creado en % sobre la cotización inicial	13.09%

Del 2008-2017

Estimación del valor creado por acción para BBVA
Banco Continental (en S/ por acción)

+ Cotización al final del año 2017	4.15
- Cotización al inicio del año 2008	-5.25
= Plusvalía	-1.10
+ Dividendos	2.51
Ganancia del	
= accionista	1.41
Costo de	
- oportunidad	-0.41
= Valor creado durante el 2008-2017	1.00
Valor creado en % sobre la cotización inicial	19.07%

Tabla de creación de valor para Scotiabank Perú S.A.A.

Del 2008-2009

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2009	146.40
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	90.40
+ Dividendos	3.55
Ganancia del	
= accionista	93.95
Costo de	
- oportunidad	-3.80
= Valor creado durante el 2008-2009	90.15
Valor creado en % sobre la cotización inicial	160.98%

Del 2008-2010

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2010	77.00
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	21.00
+ Dividendos	4.91
Ganancia del	
= accionista	25.91
Costo de	
- oportunidad	-3.80
= Valor creado durante el 2008-2010	22.11
Valor creado en % sobre la cotización inicial	39.49%

Del 2008-2011

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2011	36.50
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	-19.50
+ Dividendos	6.24
Ganancia del	
= accionista	-13.26
Costo de	
- oportunidad	-3.80
= Valor creado durante el 2008-2011	-17.06
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-30.47%

Del 2008-2012

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2012	36.60
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	-19.40
+ Dividendos	7.28
Ganancia del	
= accionista	-12.12
Costo de	
- oportunidad	-3.80
= Valor creado durante el 2008-2012	-15.92
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-28.43%

Del 2008-2013

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2013	30.40
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	-25.60
+ Dividendos	8.69
Ganancia del accionista	-16.91
Costo de oportunidad	-3.80
Valor creado durante el 2008-2013	-20.71
Valor creado en % sobre la cotización inicial	36.98%

Del 2008-2014

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2014	26.00
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	-30.00
+ Dividendos	9.82
Ganancia del accionista	-20.18
Costo de oportunidad	-3.80
Valor creado durante el 2008-2014	-23.98
Valor creado en % sobre la cotización inicial	42.82%

Del 2008-2015

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2015	20.70
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	-35.30
+ Dividendos	10.87
Ganancia del accionista	-24.43
Costo de oportunidad	-3.80
Valor creado durante el 2008-2015	-28.23
Valor creado en % sobre la cotización inicial	50.41%

Del 2008-2016

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2016	29.90
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	-26.10
+ Dividendos	11.48
Ganancia del accionista	-14.62
Costo de oportunidad	-3.80
Valor creado durante el 2008-2016	-18.42
Valor creado en % sobre la cotización inicial	32.89%

Del 2008-2017

Estimación del valor creado por acción para Scotiabank Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2017	32.30
- Cotización al inicio del año 2008	-56.00
= Plusvalía	-23.70
+ Dividendos	11.97
Ganancia del accionista	-11.73
Costo de oportunidad	-3.80
Valor creado durante el 2008-2017	-15.53
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-27.74%

Tabla de creación de valor para el Banco Internacional del Perú S.A.A.

Del 2008-2009		Del 2008-2010	
Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)		Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2009	4.46	+ Cotización al final del año 2010	6.25
- Cotización al inicio del año 2008	-6.00	- Cotización al inicio del año 2008	-6.00
= Plusvalía	-1.54	= Plusvalía	0.25
+ Dividendos	0.12	+ Dividendos	0.38
Ganancia del accionista	-1.42	Ganancia del accionista	0.63
= Costo de oportunidad	-0.44	= Costo de oportunidad	-0.44
= Valor creado durante el 2008-2009	-1.85	= Valor creado durante el 2008-2010	0.20
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-30.90%	Valor creado en % sobre la cotización inicial	3.30%
Del 2008-2011		Del 2008-2012	
Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)		Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2011	4.25	+ Cotización al final del año 2012	4.50
- Cotización al inicio del año 2008	-6.00	- Cotización al inicio del año 2008	-6.00
= Plusvalía	-1.75	= Plusvalía	-1.50
+ Dividendos	0.63	+ Dividendos	0.83
Ganancia del accionista	-1.12	Ganancia del accionista	-0.67
= Costo de oportunidad	-0.44	= Costo de oportunidad	-0.44
= Valor creado durante el 2008-2011	-1.56	= Valor creado durante el 2008-2012	-1.11
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-26.02%	Valor creado en % sobre la cotización inicial	-18.51%
Del 2008-2013		Del 2008-2014	
Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)		Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2013	3.65	+ Cotización al final del año 2014	3.70
- Cotización al inicio del año 2008	-6.00	- Cotización al inicio del año 2008	-6.00
= Plusvalía	-2.35	= Plusvalía	-2.30
+ Dividendos	0.83	+ Dividendos	1.00
Ganancia del accionista	-1.52	Ganancia del accionista	-1.30
= Costo de oportunidad	-0.44	= Costo de oportunidad	-0.44
= Valor creado durante el 2008-2013	-1.96	= Valor creado durante el 2008-2014	-1.74
Valor creado en % sobre la cotización inicial	32.68%	Valor creado en % sobre la cotización inicial	28.93%

Del 2008-2015

Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2015	3.24
- Cotización al inicio del año 2008	-6.00
= Plusvalía	-2.76
+ Dividendos	1.16
Ganancia del accionista	-1.60
Costo de oportunidad	-0.44
= Valor creado durante el 2008-2015	-2.03
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-33.88%

Del 2008-2016

Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2016	3.52
- Cotización al inicio del año 2008	-6.00
= Plusvalía	-2.48
+ Dividendos	1.33
Ganancia del accionista	-1.15
Costo de oportunidad	-0.44
= Valor creado durante el 2008-2016	-1.59
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-26.43%

Del 2008-2017

Estimación del valor creado por acción para el Banco Internacional del Perú S.A.A. (en S/ por acción)	
+ Cotización al final del año 2017	4.40
- Cotización al inicio del año 2008	-6.00
= Plusvalía	-1.60
+ Dividendos	1.33
Ganancia del accionista	-0.27
Costo de oportunidad	-0.44
= Valor creado durante el 2008-2017	-0.71
Valor creado en % sobre la cotización inicial	-11.76%