

Universidad de Ciencias Aplicadas – UPC



Facultad de Negocios

Carrera de Administración de Banca y Finanzas

Prácticas de Buen Gobierno Corporativo y su impacto en el Valor de las empresas

Trabajo de investigación para obtener la licenciatura en la carrera de Administración de Banca y Finanzas de la Facultad de Negocios de la Universidad de Ciencias Aplicadas - UPC que presentan los alumnos:

Diana Acosta Alfaro (U201013913)

Paulo Barreda Orjeda (U201000292)

Ivanna Díaz Fernández (U200921027)

Daniel Visso Alarcón (U201000254)

Enero 2016

*A nuestras familias que siempre impulsaron nuestra carrera y apoyaron
nuestros sueños.*

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	4
CAPÍTULO 1 MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO	6
Objetivos e Hipótesis.....	6
Definición de Gobierno Corporativo.....	6
Definición de Valorización de empresas desde el punto de vista financiero	9
Descripción de herramientas estadísticas y financieras a utilizar para la valorización ...	10
Marco metodológico.....	12
Modelo elegido: Q de Tobin.....	12
Variable dependiente explicativa (Y).....	13
Variables independientes explicativas.....	14
Casos analizados.....	15
CAPÍTULO 2 DESCRIPCIÓN DE CASOS: COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A Y SOCIEDAD MINERA EL BROCAL S.A.A	19
Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.....	19
Sociedad Minera El Brocal S.A.A.....	21
CAPÍTULO III ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE DATOS.....	24
Los Medios de Comprobación: Pruebas, Q de Tobin.....	24
Prueba 1	24
Prueba 2	27
Prueba 3	29
Prueba 4.....	31
CONCLUSIONES.....	33
BIBLIOGRAFIA	35
ANEXOS	37

INTRODUCCIÓN

La aplicación de principios de buen gobierno corporativo ha ido tomando relevancia en los últimos años siendo un referente importante al momento de evaluar el valor y desempeño de las empresas. Esta aplicación se ve influenciada por el papel que toman el directorio, los accionistas y los diversos actores que participan en la toma de decisiones.

A inicios de los años 90, se empezó a tomar interés en el tema de Gobierno Corporativo, a causa de los procesos de privatización en los países europeos, tomando mayor relevancia en los últimos años por los escándalos de las empresas Enron, Parmalat y World Com, conocidas a nivel mundial.

La implementación del gobierno corporativo en economías desarrolladas ha sido gradual en el tiempo, crecimiento que ha sido soportado por diversos factores como leyes, normas, políticas, instituciones y códigos éticos. Estos factores no han sido completamente desarrollados en economías emergentes, en cuyos países no ha sido fácil implementar buenos sistemas de gobierno corporativo. Sin embargo, se observa que en la actualidad esta condición está siendo revertida por la actuación conjunta de los principales jugadores del mercado de capitales y por el apoyo e iniciativa de importantes instituciones locales e internacionales, que se han dedicado no solo a desarrollar sino implementar herramientas para la difusión de conocimiento. Todo ello, porque constituye uno de los estándares para el mercado de capitales y su impacto en la supervivencia y crecimiento de cada una de las empresas en su sector económico.

En la región andina de Sudamérica, las empresas se caracterizan por un bajo nivel de desarrollo reflejado en desarrollo financieros superficial e incipiente capitalización bursátil, limitando las oportunidades de acceso a mejores fuentes de financiamiento para la

producción e inversión de los sectores empresariales, constituyendo un importante obstáculo para incrementar la competitividad en la región.

A nivel nacional, existe un buen número de empresas que han implementado los principios de Buen Gobierno Corporativo, característica que les permite listar no solo en la Bolsa de Valores de Lima sino en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) con buenos resultados financieros¹, tal como se puede apreciar en el Anexo N° 1.

El concepto de Buen Gobierno Corporativo está tomando mayor importancia y creando nuevas ventanas para el crecimiento económico, oportunidades que son acompañadas activamente por gremios como Procapitales, e instituciones como la Bolsa de Valores de Lima, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), el Instituto Latinoamericano de Gobierno Corporativo, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), la International Finance Corporation (IFC), entre otros; con el objetivos de crear conciencia de la importancia y criticidad que tiene para las empresas, independientemente de su tamaño económico, régimen de propiedad y giro de negocios.

En la presente investigación se analizaron dos (02) empresas del sector minero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, las mismas que han implementado prácticas de Buen Gobierno Corporativo, como son: Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. y Sociedad Minera El Brocal S.A.A.

La primera de ellas, tiene un grado de implementación muy significativo pues no solo está dentro del Índice de Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Lima, sino que adicionalmente es referente en América Latina en este tema, pues participa en la Mesa Redonda de la OCDE y el IFC, instituciones líderes en el desarrollo de este tema; y la segunda, que si bien ha implementado los principios de Buen Gobierno Corporativo, ha tenido un menor grado de cumplimiento, lo cual motiva a plantear el problema objeto de esta investigación: **¿cómo impactan la adopción y el grado de implementación de las prácticas del buen gobierno corporativo en el valor de las empresas?**

¹ Véase Anexo 1

CAPÍTULO 1 MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO

Objetivos e Hipótesis

El objetivo de la presente investigación es comprobar cómo las prácticas de Buen Gobierno Corporativo influyen en el valor de las empresas. Para ello, se evaluará el impacto de las prácticas en los estados financieros en el período 2011 – 2014, de las empresas objeto del análisis, y se determinará que metodología financiera y estadística arroja el mejor modelo: regresión lineal, valorización de empresas o la Q de Tobin.

La hipótesis de esta investigación sostiene que **la adopción a profundidad de prácticas de Buen Gobierno Corporativo impacta positivamente en el incremento del valor de las empresas**. Esto debido a la solidez y confiabilidad de la gobernanza que demuestran dichas empresas en el día a día y la aplicación de estas prácticas, con lo que atraen a nuevos y estratégicos inversores y promueven la estabilidad en el sistema financiero internacional.

La Tabla N° 1 ayudará a una mejor visualización del esquema de la presente investigación:

Tabla 1: Problema, Objetivo e Hipótesis

PROBLEMA	¿Cómo impactan la adopción y el grado de implementación de las prácticas del buen gobierno corporativo en el valor de las empresas?
OBJETIVO	Comprobar si las prácticas de Buen Gobierno Corporativo influyen en el valor de las empresas.
HIPOTESIS	La adopción y grado de implementación de prácticas de Buen Gobierno Corporativo si influye en el valor de las empresas.

Elaboración: Autores de esta tesis

Definición de Gobierno Corporativo

El Gobierno Corporativo ha tomado mayor relevancia en los últimos años. Es por ello que diversas instituciones se han enfocado en él. Si bien se manejan varias definiciones todas concluyen en el mismo objetivo, que es crear unos lineamientos sobre Buen Gobierno

Corporativo que ayuden a las empresas a operar con mayor eficiencia, evitar la mala gestión, mitigar los riesgos, atraer la inversión y el capital que alimenten su crecimiento.

Para una mejor comprensión de la definición de Gobierno Corporativo, se presentan los conceptos en la Tabla 2, definidos por tres (03) de las más importantes instituciones que desarrollan el Gobierno Corporativo:

Tabla 2: Conceptos de Gobierno Corporativo

ENTIDADES	INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC)	ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (OCDE)	CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO (CAF)
CONCEPTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO	“El Gobierno Corporativo se define como las estructuras y procesos por los cuales se dirigen y controlan las empresas.” ²	“El Gobierno Corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversores.” ³	“El Gobierno Corporativo es el conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre los administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores.” ⁴

Elaboración: Autores de esta tesis

De esta manera se comprende mejor la definición de Gobierno Corporativo y cómo se maneja la dirección estratégica de las empresas.

² IFC 2014

³ OCDE 2004: 11

⁴ CAF 2005

Actualmente, en el Perú se cuenta con el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas⁵, iniciativa que tuvo la colaboración de catorce (14) instituciones y gremios empresariales representativos del mercado de valores peruano que permitieron consolidar un nuevo código clave para aumentar la eficacia económica, potenciar el crecimiento del país así como fomentar la confianza de los inversionistas.

El nuevo código recoge una versión actualizada de los estándares de buenas prácticas y presenta una estructura alineada a las características y necesidades propias del mercado peruano enfocándose en la dinámica que conjuga la participación de los accionistas, el directorio y la alta gerencia así como una mejor gestión del riesgo.

En el mismo se han definido cinco (05) pilares en donde se agrupan los principios relacionados, que se detallan brevemente a continuación:

Pilar I: Derecho de los accionistas (7 principios)

Pilar II: Junta general de accionistas (7 principios)

Pilar III: El directorio y la alta gerencia (10 principios)

Pilar IV: Riesgo y cumplimiento (3 principios)

Pilar V: Transparencia de la Información (4 principios)

El nuevo código incluye principios complementarios, uno enfocado en empresas del Estado y otro para empresas familiares, con el objetivo de reconocer la relevancia del quehacer económico del país. Es importante mencionar que este no abarca aspectos relacionados a la responsabilidad social corporativa para la gestión de relaciones con los grupos de interés.

La adopción es voluntaria, por tanto las empresas que lo implementen deberán ser capaces de demostrar su adhesión documentalmente.

Cabe indicar que, a partir del año 2013, las empresas con valores inscritos, ya no incluirán en su Memoria Anual la “Información sobre el Cumplimiento de los Principios de Buen

⁵ Cfr. Superintendencia de Mercado de Valores 2013

Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas”, esto es en razón que la Superintendencia de Mercados y Valores ha determinado que dicha información deberá ser presentada como un reporte regulatorio formal.

Definición de Valorización de empresas desde el punto de vista financiero

Según el profesor de la Universidad de Navarra - IESE Business School, Pablo Fernández (2015)

“La valoración de una empresa es un ejercicio de sensatez que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sensatez y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración? Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sensatez (o a la falta de ambos).

Los métodos conceptualmente “correctos” para valorar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos: consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros. Otro método que tiene lógica y consistencia es el valor de liquidación, cuando se prevé liquidar la empresa. Lógicamente, el valor de las acciones será el mayor entre el valor de liquidación y el valor por descuento de flujos.” (Navarro 2015:03)

Actualmente, para los accionistas es cada vez más importante la necesidad de valorizar sus empresas, por el motivo principal de lograr fusionar o adquirir nuevas empresas en los últimos años.

Tomando como principio fundamental que los Principios de Buen Gobierno Corporativo buscan que las empresas se muestren sólidas y transparentes ante el mercado de valores, se demostrará el impacto financiero luego de la implementación de principios de Buen Gobierno Corporativo, introduciendo conceptos estadísticos de correlación, que indica la fuerza y la dirección de una relación lineal y proporcionalidad entre dos variables estadísticas que determina si los cambios en una de las variables están correlacionados con la otra variable.

En caso exista una conexión, se sustentará que las variables están correlacionadas, empleando métodos para medir la significación del grado o intensidad de asociación entre dos o más variables.

En esta investigación se aplicará el método de la Q de Tobin, que determina la relación por cociente entre el valor de mercado de la empresa y el costo de reemplazar sus activos.

Descripción de herramientas estadísticas y financieras a utilizar para la valorización

A continuación se describen los métodos estadísticos y financieros utilizados en la presente investigación:

La Q de Tobin: Según Brealey y Myers (1998), la razón q es el cociente del valor de mercado de un activo sobre su costo de reposición. Fue propuesto por Tobin (1969) y su ecuación es como sigue:

$$Q = \frac{\text{(valor de mercado de los activos)}}{\text{(costo de reposición estimado)}}$$

Según Famá y Ayres (2000), la Q de Tobin relaciona el valor de mercado de la empresa y el valor de reposición de sus activos. Definen el Q como el valor de mercado de las acciones o capital propio de la empresa (VMA) más el valor de mercado de la deuda (VMD) en razón al desembolso por la compra de la capacidad productiva de la empresa (VRA). Es decir: $(VMA + VMD) / VRA$. Además señalan que este indicador muestra el respaldo que posee la empresa por medio de sus activos que generan valor para afrontar sus obligaciones del pasivo y cumplir con la rentabilidad exigida por sus accionistas.

Chung y Pruitt (1994) definen un valor del Q aproximado, definiendo (i) VMA como la capitalización bursátil de la empresa; (ii) VMD como el valor contable de los pasivos circulantes de la firma menos el valor contable de los pasivos circulantes de la firma más el valor contable de las existencias más el valor contable de la deuda de largo plazo y (iii) VRA como el valor contable de los activos de la empresa. Famá y Ayres utilizaron esta definición simplificada y encontraron que, para las empresas brasileñas que cotizan en la Bolsa de Sao Paulo (BMFBOVESPA), la aproximación con el valor real fue de 96.6%. Al respecto comentan que el hecho que el Q sea mayor a la unidad considerando que la empresa mantiene su nivel de deuda, indica que el mercado premia a la empresa; es decir,

los inversionistas confían en la viabilidad de la empresa y su capacidad de generación de valor de manera que su valor de mercado se ve incrementado. Por el contrario, si el Q de Tobin es menor que la unidad refleja un exceso de activos y la empresa se verá incentivada en invertir en nuevos proyectos.

Por otro lado, Lindenberg y Ross (1981) determinan que, en mercados competitivos, la Q de Tobin se debe aproximar a la unidad debido a la ausencia de barreras de entrada y los nuevos competidores que forzarán un ajuste de las ganancias anormales. Asimismo, señalaron que los factores de producción y las economías de escala pueden justificar un Q mayor a la unidad ($Q > 1$).

Según Famá y Ayres (2000) en diversas aplicaciones en el campo de finanzas la Q de Tobin es usada como aproximación del valor de la empresa en el sentido de rendimiento, tornándose en un indicador preponderante de comparación de empresas. Asimismo, en una gama de evaluaciones empíricas, la Q de Tobin aparece como una variable dependiente, mostrando relaciones de causalidad entre el valor de la firma y una diversidad de otras variables.

Lang, Stulz y Walkling (1989) también han utilizado la Q de Tobin como una medida de rendimiento (valor) de la empresa; los resultados mostraron que mayores ganancias de una empresa están asociadas a una Q de Tobin alta y viceversa.

El Coeficiente de Correlación: Esta herramienta estadística es una de los principales instrumentos, para poder determinar qué tan dependientes o independientes son dos variables una de otra.

De acuerdo a Erick Lahura (2003), Profesor del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú y del Departamento de Ciencias - Matemáticas, se puede definir el coeficiente de correlación como:

“El coeficiente de correlación es un estadístico que proporciona información sobre la **relación lineal** existente entre **dos variables** cualesquiera. Básicamente, esta información se refiere a dos características de la relación lineal: la **dirección** o **sentido** y la **cercanía** o **fuerza**.

Es importante notar que el uso del coeficiente de correlación sólo tiene sentido si la relación bivariada a analizar es del tipo **lineal**. Si ésta no fuera **no lineal**, el coeficiente de correlación **sólo indicaría la ausencia de una**

relación lineal más no la ausencia de relación alguna. Debido a esto, muchas veces el coeficiente de correlación se define - de manera más general - como un instrumento estadístico que mide el **grado de asociación lineal** entre dos variables.” (Lahura 2003: 06)

Marco metodológico

Modelo elegido: Q de Tobin

Para efectos de análisis, se utilizará el Ratio Financiero "Q de Tobin", el cual refleja el valor que le atribuye el mercado al costo de reposición, evaluándose la relación (No Aplica=0, Aplica=1), con respecto al uso de Principios de Buen Gobierno Corporativo en una empresa.

Para poder realizar la comprobación de la hipótesis, luego de verificados los métodos propuestos, se optó por el método de regresión lineal, usando la Q de Tobin como variable dependiente que se detalla en el siguiente modelo:

$$Y = \beta_0 + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + \beta_5X_5$$

Dónde:

Y = Variable dependiente o explicada

X = Variables independientes o explicativas

β_i = Coeficientes de regresión (influencia de las variables independientes sobre la dependiente)

En la Tabla N° 3 se describe las variables que utilizará el modelo de la presente investigación:

Tabla 3: Variables de Modelo

Y (Q de Tobin)	Valor de Mercado
X1	ROA (Utilidad/ Activos)
X2	AP (% de Apalancamiento)
X3	Cifra de Negocios (Ebit/Ventas)
X4	Rotación Activos (Ventas / Activo Total)
X5	IGBC (Índice BGC)

Elaboración: Autores de esta tesis

Para realizar el modelo elegido, se tomó información de los años 2011 al 2014 en dos (02) empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. Cabe resaltar que β_0 será la intersección o término constante. Se eligió a la variable X5 para representar el grado de implementación de las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo y cuyo coeficiente de regresión β_5 comprobará o descartará la hipótesis.

Variable dependiente explicativa (Y)

Se utilizará la Q de Tobin como variable principal (Y), la cual está definida como el cociente del valor de mercado de la acción de la empresa entre el valor contable de la misma. El valor de mercado de la acción de la empresa es el precio en que cerró la acción un día determinado del año. Para la presente investigación, se está tomando como referencia cada cierre de año (al 31 de diciembre). El valor de mercado se relaciona con las expectativas del rendimiento del capital organizacional bajo el principio de empresa en marcha. El valor contable de la acción es el patrimonio neto entre el número de acciones de la empresa.

Este Índice incorpora al análisis las expectativas del rendimiento futuro de la inversión, la cual se ve reflejada por la cotización de las acciones, es decir, una Q de Tobin mayor a uno (1) indica que las inversiones o cambios realizados en la empresa incrementarán el valor de la misma, pues el mercado le está asignando un precio mayor al que se incurrió en su creación y sugiere que el beneficio marginal de nuevas inversiones sería positivo.

Variables independientes explicativas

Se utilizará cinco (05) variables explicativas, las cuales integran los siguientes principales indicadores financieros:

Variable X1 : **ROA = Utilidad /Activos**

Este ratio permite medir la eficiencia de los activos totales, independientemente de las fuentes de financiamiento utilizadas.

Variable X2 = % de Apalancamiento

Según Langebaek y Ortiz (2007),

“(…) el teorema de Modigliani y Miller (1958), por el cual el valor de una empresa es independiente de la estructura de su capital (proporción entre deuda y patrimonio). Sin embargo, en numerosas circunstancias este teorema no se cumple.(…)»El mayor endeudamiento de una firma crea riesgos y vulnerabilidades que pueden afectar sus perspectivas de crecimiento.

Opler y Titman, por ejemplo (1994) « señalan cómo empresas altamente endeudadas pueden tener dificultades para enfrentar una guerra de precios con sus competidores o las expone a considerables pérdidas en coyunturas de altas tasas de interés. Estos dos elementos permiten pensar que aquellas empresas con mayor apalancamiento tienen una menor Q de Tobin.”

Variable X3 : **Margen EBITDA= EBITDA/Ventas**

Este ratio nos indica que por cada unidad adicional o marginal, se puede producir mayores beneficios operativos en términos relativos.

Variable X4 : **Rotación Activo Total = Ventas / Activo Total**

El presente ratio señala que tan eficiente está siendo la empresa con la administración y gestión de sus activos. La rotación nos indica cada cuántos días los activos de la empresa se están convirtiendo en efectivo.

Variable X5 : **IGC = Índice de BGC**

Esta variable se construye artificialmente para comprobar la hipótesis, y podrá tomar valores en el rango de “1” (Empresas que destacan por sus principios de Buen Gobierno Corporativo) y “0” (Empresas no destacadas en este rubro). El coeficiente de regresión X_5 , comprobará o descartará la hipótesis de la presente investigación; denominándose variable “Dummy”.

Casos analizados

De los estudios realizados sobre la correlación del Gobierno Corporativo y el valor del mercado se encuentra que:

Caso Corea ⁶

En el estudio realizado de “Cómo el Gobierno Corporativo afecta el valor de una Empresa” realizado en base a la realidad de Corea por Black, Kim, Jang, Suh - Park, en el año 2010:

Se provee evidencia en la relación en mercados emergentes entre el nivel de firma de Gobierno Corporativo y el valor de mercado de la acción de la empresa. Los cálculos se realizan a través de la Q de Tobin y se utilizan datos de panel y efectos aleatorios.

Se provee evidencia que el Gobierno Corporativo de una empresa afecta el comportamiento de la firma y su valor de mercado.

Se encuentra la evidencia en dos amplios canales, los cuales son manejados a través de un Cuadro de Estructura de Subíndices:

El buen Gobierno Corporativo reduce la sensibilidad en la rentabilidad de la empresa a cambios bruscos en la rentabilidad del mercado.

Permite mejorar en los siguientes factores de la empresa: Reduce los gastos de capital, sin embargo la inversión es más sensible a la rentabilidad; crecimiento de ventas de la empresa; la rentabilidad es más sensible a oportunidades de crecimiento; y, los dividendos son mayores.

⁶ BLACK, KIM, JANG, SUH – PARK. “Cómo el Gobierno Corporativo afecta el valor de una Empresa” (2010)

La reducción en el gasto de capital y el crecimiento en ventas incrementan el valor de la empresa y brindan información necesaria para la toma de decisiones de inversión. Asimismo, el aumento de dividendos le proporciona a la empresa una mejora en la disciplina del mercado de valores.

Estas variables no son tomadas en cuenta en la Q de Tobin, sin embargo serán las variables explicativas a tomar en cuenta al momento de demostrar la relación entre el Gobierno Corporativo y el valor del mercado en la empresa.

Para el estudio de Corea se construyó un modelo de Índice de Gobierno Corporativo Coreano (KCGI) de 1998 al 2004 y se cubrió la mayoría de empresas públicas que listan en la Bolsa de Valores de Corea, sin embargo se excluyen entidades financieras de las regresiones con la Q de Tobin, pues poseen un alto apalancamiento y por lo tanto será insensible al Gobierno Corporativo.

El modelo está conformado por cinco (05) subíndices con el mismo peso:

- Estructura de la junta de accionistas (grado de Independencia)
- Grado de Paridad en la propiedad
- Grado de divulgación
- Derechos de los accionistas
- Procedimiento de la junta (comité)

Los cinco (05) subíndices estarán ponderados por pesos de 0 a 10, excepto el grado de paridad, el cual se considera un elemento simple (0 / 1).

Se realizaron inevitables sentencias, determinando los elementos a incluir en el índice y subíndices y cómo definir estos. Para este estudio, se definieron aspectos que poseen potencial relevancia en el Gobierno Corporativo en el país donde se desarrolló (Corea). Durante el período de investigación, casi todas las empresas coreanas tenían un gran control por parte de los accionistas, lo cual significó un gran reto en el estudio y se tuvieron que hacer modificaciones a lo largo de los años. De éste modo, el Índice de

Gobierno Corporativo Coreano se revisó cada año, llegando a cubrir aspectos no incluidos en el inicio como el grado de divulgación.

Se recolectó información de empresas a través de reportes anuales, memorias anuales, informes de Directorio, páginas web de las compañías y otros medios. Además, para reducir el costo de la recolección de datos, se asumió que las compañías que carecían algún elemento de Gobierno Corporativo en un año determinado, también carecían de ese elemento años anteriores. En el caso de requerir data más costosa, se extrapoló información con datos hacia atrás o adelante según fuera el caso. También se utilizaron los promedios en caso de carecer de data de algún año en los subíndices.

Los mayores inconvenientes que presentó el estudio fueron la causalidad inversa entre el performance de la compañía y la estructura de la Junta, la inconsistencia de algunas variables endógenas y la data limitada.

Caso Rusia⁷

Estudio realizado de Índice del Gobierno Corporativo y el valor de mercado de una firma: (Caso Rusia de Black, Love, Rachinski en el 2006)

Existe amplia evidencia que el Gobierno Corporativo en una empresa pronostica crecimiento en los precios de la misma en mercados emergentes. Esta evidencia está en función a estudios previos de datos transversales, los cuales dejan abierta la posibilidad de endogeneidad (lo cual puede ocasionar inconsistencia en las variables explicativas endógenas) y sesgo por omisión de variables corporativas. El estudio se basa en imparcialidad, pues toma como evidencia series de tiempo en firmas de Rusia en el período de tiempo de 1999 a 2005, lo cual permite suavizar las situaciones atípicas en el estudio.

El estudio presenta resultados por cada medición y por mediciones globales, encontrando una importante y fuerte relación económica entre Gobierno Corporativo y el valor de mercado de la firma. El método utilizado en el estudio ha sido el análisis de la Q de Tobin

⁷ BLACK, LOVE, RACHINSKY. Estudio realizado de Índice del Gobierno Corporativo y el valor de mercado de una firma: Caso Rusia (2006)

y la regresión de un índice combinado de Gobierno Corporativo a través de Mínimos Cuadrados Ordinarios, método que en ésta oportunidad si posee resultados adecuados por el tamaño importante de la muestra a diferencia de otros estudios.

Cabe resaltar que el estudio no logró mostrar si la elevación en los precios de acciones refleja una elevación en el valor para los accionistas y la disminución de beneficios privados por el control de los accionistas. Es decir, el estudio no pudo diferenciar si las firmas se encontraron inicialmente desequilibradas e incrementaron su valor por la implementación de Gobierno Corporativo o si estando en equilibrio el valor ya maximizada de una firma pasa de estar fuera del control de los accionistas a estar dentro de sus expensas.

CAPÍTULO 2 DESCRIPCIÓN DE CASOS: COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A Y SOCIEDAD MINERA EL BROCAL S.A.A

La Compañía de Minas Buenaventura S.A.A y la Sociedad Minera El Brocal S.A.A. son dos (02) empresas peruanas que, en la actualidad, han implementado las prácticas de Buen Gobierno Corporativo en diversos grados, tema que ha cobrado mayor importancia debido a los casos de fraude financiero (Enron) de los últimos tiempos. Por ello, las prácticas de Buen Gobierno Corporativo se han posicionado como tema primordial al momento de evaluar el desempeño de una empresa, donde el rol y participación de los accionistas, responsabilidades del directorio y las capacidades de los altos ejecutivos redundan en el comportamiento de esta metodología.

Ambas empresas implementan las prácticas de Buen Gobierno Corporativo desde el 2007 y, en la actualidad, han alcanzado un notable grado de aplicación el mismo que impactado en sus operaciones y generación de valor.

Compañía de Minas Buenaventura S.A.A

La Compañía de Minas Buenaventura S.A.A explota cuatro grandes minas en Perú (Orcopampa, Uchucchacua, Antapite y Colquijirca), productora de metales preciosos y titular de derechos mineros en el Perú. Tiene también una participación importante en el accionariado de Minera Yanacocha S.R.L., la mayor productora de oro en Latinoamérica.

Se posiciona entre los primeros productores de oro y plata a nivel mundial. Como sociedad anónima abierta, establecida bajo las leyes de Perú, la Compañía de Minas Buenaventura S.A.A se cotiza en la Bolsa de Valores de Lima (BUE.LM) desde 1971, y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BVN) desde 1996.

En la Tabla N°4 se muestra la evolución del precio de las acción en los años 2011-2014, disminución originada por la caída del valor de los commodity.

Tabla 4: Evolución del valor de la acción de la Compañía de Minas Buenaventura S.A.A

Evolución del valor de sus acciones	Año	Precio de la Acción	
	2011	S/.	101.64
	2012	S/.	92.00
	2013	S/.	30.02
	2014	S/.	31.55

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Elaboración: Autores de esta tesis

La necesidad de Gobierno Corporativo para la Compañía Minera Buenaventura S.A.A, nace en los años 80, cuando ésta registra pérdidas en períodos consecutivos, los que desembocan en un alto nivel de endeudamiento producto de la inestabilidad económica del país; luego a principios de los 90, cuando Perú entra en un período de estabilidad, es cuando la empresa tiene la oportunidad de hacer planes y construir un futuro más auspicioso.

La Compañía Minera Buenaventura S.A.A, al observar que las buenas prácticas de Gobierno Corporativo son reconocidas, en 1996 decide cubrir su deuda con los ingresos provenientes de una oferta pública inicial (OPI) de ADR en la Bolsa de Nueva York, lo cual muestra el compromiso y entendimiento del Directorio y la Gerencia no solo de implementar sino de cumplir con la normativa requerida por la Comisión de Valores y Bolsas de EE.UU (SEC, por sus siglas en inglés).

Dichos cambios provocan que la estructura societaria cambie porcentualmente, donde no sólo la familia Benavides es propietaria sino que existen varios accionistas institucionales, fondos de pensiones, empresas industriales y bancos con inversiones que comparten su propiedad.

La Compañía Minera Buenaventura S.A.A ha implementado un conjunto de normas, orientadas a cumplir los principios de buen Gobierno Corporativo, las cuales consideran las recomendaciones recogidas de las diversas organizaciones internacionales que las promueven. Asimismo desde el 2005 forma parte del Company Circle de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, mesa de trabajo que reúne a catorce (14) importantes empresas, que incorporan la opinión y experiencia del sector empresarial. Es importante mencionar que dentro de este grupo selecto solamente existen tres (03) empresas peruanas, siendo la Compañía Minera Buenaventura S.A.A una de ellas.

La Compañía Minera Buenaventura S.A.A sigue perfeccionando sus bases de Gobierno Corporativo al mismo tiempo que asegura de maximizar las ganancias de sus accionistas. El avance en cuanto a Gobierno Corporativo es reconocido en el mercado, lo cual queda demostrado no sólo en el desempeño de la compañía, sino en los resultados obtenidos sobre su capitalización de mercado.

De acuerdo a Roque Benavides, Director Ejecutivo de la Compañía de Minas Buenaventura S.A.A:⁸

“Buenaventura era considerada como una empresa familiar que concentraba sus operaciones en un país en desarrollo. Necesitábamos mostrar al mercado que éramos tan abiertos y fiables como cualquier otra empresa del mundo. La implementación de mejoras en el gobierno corporativo nos dio la credibilidad que se exige a una ‘nueva empresa en el mercado’. A nivel interno, el cambio requirió aumentar la transparencia, contar con mejor información y perfeccionar la toma de decisiones. En el Perú, nos ganamos el respeto de la comunidad empresarial y de otras partes interesadas. En total, calculo que las mejoras de gobierno implementadas resultaron en un aumento adicional del 20% de nuestra valoración de mercado, un aporte significativo para mejorar el valor para nuestros accionistas”. (Guía Práctica de Gobierno Corporativo.2010. Corporación Financiera Internacional)

Sociedad Minera El Brocal S.A.A.

La Sociedad Minera El Brocal S.A.A. se constituyó en mayo de 1956, y se dedica a la exploración, extracción, concentración y comercialización de concentrados, principalmente de zinc, plomo, plata y cobre. La Sociedad Minera El Brocal S.A.A. posee la concesión de la unidad minera de Colquijirca, ubicada en la sierra central del país (Cerro de Pasco) a

⁸ Guía Práctica de Gobierno Corporativo.2010. Corporación Financiera Internacional

4,300 m.s.n.m. la cual está constituida por la mina Colquijirca y la planta concentradora de Huaraucaca. Brocal es actualmente una de las principales productoras de concentrados de zinc y plomo del Perú, provenientes de una mina de tajo abierto, llamada Tajo Norte.

La Sociedad Minera El Brocal S.A.A. estima que tiene una vida de mina aproximadamente de doce (12) años. Esta estimación considera la capacidad de producción proyectada en el Programa de Expansión de Operaciones. Asimismo, a finales del 2007, se iniciaron las operaciones comerciales de Marcapunta Norte, una mina subterránea de cobre.

La Sociedad Minera El Brocal S.A.A. es una subsidiaria indirecta de la Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. (54.1% de participación a diciembre 2014), ya que su accionista principal es subsidiaria de dicha empresa. El accionariado de la Sociedad Minera El Brocal S.A.A. está compuesto por Inversiones Colquijirca (51.4%), Elías Petrus Fernandini Bohlin (8.1%) y otros (40.5%). La evolución del valor de las acciones se pueden observar en la Tabla N° 5, tal como se muestra a continuación:

Tabla 5: Evolución del valor de las acciones de Sociedad Minera El Brocal S.A.A.

Evolución del valor de sus acciones	Año	Precio de la Acción	
	2011	S/.	47.50
	2012	S/.	37.75
	2013	S/.	10.00
	2014	S/.	10.50

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Elaboración: Autores de esta tesis

La Sociedad Minera El Brocal S.A.A. ha implementado políticas de gobierno corporativo con el objetivo de garantizar la transparencia en la información y por ende la sostenibilidad

de la misma. Desde el año 2008, la Sociedad Minera El Brocal S.A.A. ha sido auditada bajo los criterios de Buen Gobierno Corporativo definidos por la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

El compromiso del Directorio y la Gerencia es constante y ha conseguido ser reconocida en el 2014, por sétimo año consecutivo, por sus buenas prácticas de gobierno corporativo, premio otorgado por la Bolsa de Valores de Lima. Esta iniciativa se orienta a mantener participación y adhesión voluntaria a la Iniciativa para la Transparencia de Industrias Extractivas que difunden los pagos realizados al gobierno provenientes de sus actividades extractivas, su distribución y el uso público. La Sociedad Minera El Brocal S.A.A. participa en el distintivo ESR (Empresa Socialmente Responsable), organizado por Perú 2021 en alianza con el Centro Mexicano para la Filantropía (CEMEFI) el cual acredita el compromiso de la Dirección, la Gerencia y todos los colaboradores públicamente.

La alta gerencia y el directorio de Sociedad Minera comprenden que el gobierno corporativo es fundamental para el logro eficiente de los objetivos y la continua creación de valor de sus grupos de interés por lo que adicionalmente contempla normas correspondientes al sistema de control interno y de riesgos exigidos por la Ley Sarbanes Oxley asegurando la estabilidad y profesionalismo de su gestión.

CAPÍTULO III ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE DATOS

Los Medios de Comprobación: Pruebas, Q de Tobin

Con la finalidad de poder obtener el mejor modelo, se realizarán las pruebas de regresión lineal de la matriz que aparece en la Tabla N° 6, y se eliminarán las variables en función de la probabilidad de error y su grado de dispersión. Una vez eliminada(s) la(s) variable(s), se realizará un nuevo ejercicio, repitiendo hasta alcanzar un modelo con variables de muy baja probabilidad de error.

Prueba 1

En los resultados de la primera prueba de regresión, que aparece en la Tabla N° 7, se pudo observar lo siguiente:

Coefficiente de determinación $R^2 = 0.9903$. Significa que se puede mejorar un 99% el pronóstico sobre la relación entre la variable Q de Tobin y el resto de variables independientes. Cabe indicar que estadísticamente, se considera una relación de dependencia moderada por lo que el R^2 resulta mayor a 0.60.

R^2 ajustado = 0.9323. Es considerablemente menor al R^2 por tratarse de una muestra de 48 casos y una sola variable dependiente. Se mantiene dentro de los parámetros de dependencia moderada al ser mayor de 0.60. A medida que se vaya mejorando el proceso, se observará que la brecha disminuye.

Error típico de estimación = 0.8798. A medida que se vaya ajustando más el modelo, debería reducirse el error.

Se han considerado todas las variables, tomando en cuenta que existe dispersión en el resultado del error típico. De acuerdo a los resultados obtenidos se irán retirando las variables que poseen alta probabilidad de error.

Tabla 6: Cuadro General – Matriz

MODELO: $Y = A1 * X1 + A2 * X2 + A3 * X3 + A4 * X4 + A5 * X5$

LEYENDA

Y (Q DE TOBIN) = VALOR DE MERCADO / VALOR EN LIBROS
X1 = ROA (Utilidad Neta/Activo Total)
X2 = AP (% de Apalancamiento: Activo Total / Patrimonio Total)
X3 = Margen Ebitda (Ebitda/Ventas)
X4 = Ventas/Activo Total
X5 = IGBC (Índice de Buen Gobierno Corporativo)

(En miles de dolares americanos)

	Periodo	Y (Q DE TOBIN)		ROA			Margen Ebitda		Y	X1	X2	X3	X4	X5
		Valor de mercado (acción)	Valor en libros (acción)	Utilidad Neta	Activo Total	Patrimonio Total	Ebitda	Ventas						
BUENAVENTURA	2011	S/. 101.64	S/. 10.00	\$ 421,336.00	\$2,847,420.00	\$ 2,599,603.00	\$539,202.00	\$1,189,724.00	10.16	0.148	1.095	0.453	0.418	1
	2012	S/. 92.00	S/. 10.00	\$ 271,082.00	\$2,929,464.00	\$ 2,705,309.00	\$351,263.00	\$1,181,205.00	9.20	0.093	1.083	0.297	0.403	1
	2013	S/. 30.02	S/. 10.00	\$-107,257.00	\$3,767,121.00	\$ 3,547,114.00	\$ 12,109.00	\$ 948,067.00	3.00	-0.028	1.062	0.013	0.252	1
	2014	S/. 31.55	S/. 10.00	\$ -76,065.00	\$3,758,131.00	\$ 3,464,105.00	\$ -27,650.00	\$ 855,304.00	3.16	-0.02	1.085	-0.032	0.228	1
BROCAL	2011	S/. 47.50	S/. 7.00	\$ 77,928.00	\$ 461,479.00	\$ 391,632.00	\$108,745.00	\$ 264,419.00	6.786	0.169	1.178	0.411	0.573	0
	2012	S/. 37.75	S/. 7.00	\$ 24,464.00	\$ 561,002.00	\$ 383,321.00	\$ 36,454.00	\$ 268,480.00	5.393	0.044	1.464	0.136	0.479	0
	2013	S/. 10.00	S/. 7.00	\$ -7,709.00	\$ 686,936.00	\$ 243,304.00	\$ -2,706.00	\$ 187,769.00	1.429	-0.011	2.823	-0.014	0.273	0
	2014	S/. 10.50	S/. 7.00	\$ 7,514.00	\$ 765,063.00	\$ 310,717.00	\$ 29,135.00	\$ 210,002.00	1.500	0.01	2.462	0.139	0.274	0

Tabla 7: Resumen Prueba 4.1

Resumen Prueba 4.1.

Estadísticas de la regresión	
Coeficiente de correlación múltiple	0.99027804
Coeficiente de determinación R ²	0.980650596
R ² ajustado	0.932277085
Error típico	0.879769158
Observaciones	8

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	5	78.45383131	15.69076626	20.27247096	0.047673781
Residuos	2	1.547987544	0.773993772		
Total	7	80.00181885			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-16.37836277	6.725147142	-2.435390992	0.135228874	-45.31433548	12.55760994	-45.31433548	12.55760994
X1	-15.02341997	28.2468062	-0.531862606	0.64798747	-136.5596178	106.5127778	-136.5596178	106.5127778
X2	3.003559081	1.424727229	2.1081643	0.169547745	-3.12654742	9.133665581	-3.12654742	9.133665581
X3	6.579922232	9.065442062	0.725824751	0.54339098	-32.4255268	45.58537126	-32.4255268	45.58537126
X4	34.7404452	12.01535693	2.891336928	0.101697921	-16.9574631	86.43835351	-16.9574631	86.43835351
X5	7.735536862	2.131845288	3.628563904	0.068264946	-1.437053088	16.90812681	-1.437053088	16.90812681

Prueba 2

En la segunda prueba de regresión, tal como se muestra en la Tabla N° 8, se pudo determinar lo siguiente:

Coefficiente de determinación $R^2 = 0.9399$. Es superior a 0.6 por lo que sigue considerándose una relación moderada de influencia entre estas 3 variables restantes y la variable Q de Tobin “creación de valor”.

R^2 ajustado = 0.7962. Continúa acercándose al coeficiente de determinación, lo que da a entender que el modelo se viene ajustando mejor. Esto también se origina porque queda menor data procesada.

Error típico de estimación = 1.5261.

En esta oportunidad se eliminaron dos (02) variables por tener una probabilidad de error por encima de 20%, las cuales fueron la número 4 (Ventas / Total Activos) y la número 1 “ROA (Utilidad neta/ Activo Total)”.

Tabla 8: Resumen Prueba 4.2

Resumen Prueba 4.2.

Estadísticas de la regresión

Coeficiente	0.939974002
Coeficiente	0.883551125
R ² ajustado	0.796214468
Error típico	1.526116136
Observacion	8

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	3	70.68569701	23.561899	10.1166126	0.024416092
Residuos	4	9.316121842	2.329030461		
Total	7	80.00181885			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	3.144934811	2.985487015	1.053407633	0.35157943	-5.144106	11.43397562	-5.144106	11.43397562
X2	-0.841156335	1.288758515	-0.652687315	0.54956853	-4.419323607	2.737010936	-4.419323607	2.737010936
X3	13.69697304	3.469468893	3.947858725	0.01684825	4.064183116	23.32976297	4.064183116	23.32976297
X5	1.641583868	1.566852162	1.047695441	0.35390919	-2.708695149	5.991862885	-2.708695149	5.991862885

Prueba 3

En la tercera prueba de regresión que aparece con mayor detalle en la Tabla N° 9, se pudo observar lo siguiente:

Coefficiente de determinación $R^2 = 0.9889$. Se mantiene en comparación a la prueba anterior. Esta cifra significa que se podrá mejorar un 99% el pronóstico sobre la relación entre la variable Q de Tobin y el resto de variables independientes.

R^2 ajustado = 0.9485. Tal como se comentó en la prueba anterior, al ser un modelo con mejor ajuste, se reduce la brecha entre el coeficiente de determinación y el R^2 ajustado, por lo que aumenta en comparación al ejercicio anterior.

Error típico de estimación = 0.7674. Disminuye el error en comparación a la prueba anterior por los motivos explicados anteriormente.

Se ha eliminado 1 variable dependiente (X1) por poseer una alta probabilidad de error (mayor a 40%).

En ésta prueba se eliminan las variables “ROA (Utilidad neta/ Activo Total)”, la cual queda descartada en su influencia sobre la creación de valor en una empresa.

Tabla 9: Resumen Prueba 4.3

Resumen Prueba 4.3								
Estadísticas de la regresión								
Coefficiente de correlación múltiple	0.988895261							
Coefficiente de determinación R ²	0.977913837							
R ² ajustado	0.948465619							
Error típico	0.767448853							
Observaciones	8							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F			
Regresión	4	78.23488563	19.55872141	33.2079127	0.00809705			
Residuos	3	1.766933224	0.588977741					
Total	7	80.00181885						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	-14.74237595	5.216947119	-2.825862638	0.06641601	-31.34503003	1.86027814	-31.34503003	1.860278136
X2	2.857853706	1.219639794	2.343194869	0.10092799	-1.023584449	6.73929186	-1.023584449	6.739291861
X3	2.296634458	3.630970339	0.632512591	0.57197073	-9.258733681	13.8520026	-9.258733681	13.8520026
X4	31.18642515	8.710937505	3.580145665	0.03728254	3.46433427	58.908516	3.46433427	58.90851603
X5	7.474872446	1.809862345	4.130077884	0.02574959	1.715082712	13.2346622	1.715082712	13.23466218

Prueba 4

Finalmente, en los resultados de la cuarta prueba de regresión, que se muestran en la Tabla N° 10 se pudo observar lo siguiente:

Coefficiente de determinación $R^2 = 0.6556$. Decrece en comparación a las pruebas anteriores pero sigue siendo significativa. Estadísticamente, se considera una relación de dependencia acentuada o moderada.

R^2 ajustado = 0.2017. El valor es muy cercano al R^2 pues ya se han realizado los ajustes respectivos.

Error típico de estimación = 3.0204.

En ésta prueba se eliminan las variables X_1 , X_3 y X_4 .

El modelo final es el siguiente: (Ver Tabla 10)

$$Y \text{ (Q de Tobin)} = 10.4062 - 3.3521X_2 - 0.4155X_5$$

Siendo:

X_2 = Apalancamiento (Activo Total / Patrimonio Total).

X_5 = Variable de Buen Gobierno Corporativo (Dummy).

Resultados obtenidos del modelo utilizado:

De las pruebas realizadas al modelo utilizado se puede determinar que:

Las variables X_2 y X_5 poseen una relación indirecta a la generación del valor de una empresa.

Tabla 10: Resumen Prueba 4.4

Resumen Prueba 4.4.

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0.655606635
Coefficiente de determinación R ²	0.42982006
R ² ajustado	0.201748085
Error típico	3.020444743
Observaciones	8

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	2	34.38638662	17.19319331	1.88458077	0.245487755
Residuos	5	45.61543224	9.123086447		
Total	7	80.00181885			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	10.42024651	4.648750459	2.241515563	0.07507172	-1.529746984	22.37024	-1.529746984	22.37023999
X2	-3.352111275	2.218406886	-1.511044388	0.19117203	-9.05470772	2.35048517	-9.05470772	2.35048517
X5	-0.41545213	2.924576864	-0.142055466	0.89258277	-7.933316295	7.10241203	-7.933316295	7.102412035

CONCLUSIONES

La capitalización de la empresa se encuentra directamente relacionada con la creación de valor de la empresa, dado que ésta variable resulta muy relevante a la percepción de los grupos de interés.

No existen indicios estadísticos que ayuden a concluir o afirmar que la adopción de una buena gestión de Gobierno Corporativo representada en la adopción de las Prácticas de Gobierno Corporativo redundan en el incremento del valor de las empresas que las desarrollan.

El margen operativo de una empresa no contribuye a la generación del valor de la misma, es decir, para los inversionistas, un alto margen operativo no es un elemento importante para la toma de decisiones.

El tamaño de una corporación y su apalancamiento no impactan en el incremento del valor de la empresa.

Si bien en la investigación realizada no se ha podido concluir en base a un análisis estadístico, que la adopción de las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo generan un valor extraordinario a las empresas, se debe tener presente que en la actualidad una gestión basada en la transparencia, rendición de cuentas, equidad y la responsabilidad social son temas esenciales para poder alcanzar las metas financieras.

De los estudios realizados sobre la correlación del Gobierno Corporativo y el valor del mercado se encontró que el Gobierno Corporativo afecta el valor de una empresa, reduciendo la sensibilidad en la rentabilidad de la misma a cambios bruscos en la rentabilidad del mercado.

La reducción en el gasto de capital y el crecimiento en ventas incrementan el valor de la empresa y brindan información necesaria para la toma de decisiones de inversión.

La investigación no logró mostrar si la elevación en los precios de acciones refleja una elevación en el valor para los accionistas y/o la disminución de beneficios privados por el control de los accionistas. Es decir, la investigación no pudo diferenciar si las firmas

se encontraron inicialmente desequilibradas e incrementaron su valor por la implementación de Gobierno Corporativo.

BIBLIOGRAFIA

BLACK, B. y otros (2002). Does Corporate Governance Affect Firm Values? Working Paper N° 237. Stanford Law School. California.

BLACK, LOVE, RACHINSKY. Estudio realizado de Índice del Gobierno Corporativo y el valor de mercado de una firma: Caso Rusia (2006)

BVL. Índice de Buen Gobierno Corporativo (2011) (<http://bvl.com.pe/susser/ibgc.jsp>)

BREALEY, R y MYERS, S. (2007) Principios de Finanzas Corporativas. Novena Edición. España: Mc Graw Hill.

CHUNG, K.H., y PRUITT, S.W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. The Journal of Financial Management Association, 23, 70-74. (consulta: 31 de enero de 2016)

(<http://www.acsu.buffalo.edu/~keechung/A%20Simple%20Approximation%20of%20Tobin's%20q.pdf>).

FAMÁ, Rubens y AYRES, Lucas (2000) Q de Tobin e seu uso em Finanzas: Aspectos Metodológicos e Conceituais. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo. v.7., (consulta: 26 de enero de 2016) (www.regeusp.com.br/arquivos/v07-4art03.pdf)

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION – IFC (2014) CG_Fact_Sheet_Dominican_Republic_SPANISH_March2014.

(http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/994fb9804366581ab32ab3d3e9bda932/CG_Fact_Sheet_Dominican_Republic_SPANISH_March2014.pdf?MOD=AJPERES)

IFC (2006) Estudio de Casos de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo - Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo. (www.ifc.org/CorporateGovernance)

LAHURA, Erick (2003) El coeficiente de correlación y correlaciones espúreas (consulta: 30 de enero de 2016). (<http://www.pucp.edu.pe/economia/pdf/DDD218.pdf>)

LANG, L. STULZ, R. y WALKLING, R. (1989) Managerial Performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers (consulta: 31 de enero de 2016) (<http://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/Managerial-Performance-Tobins-q.pdf>.)

LANGENBAEK, Andrés y ORTIZ, Eduardo (2007) Q de Tobin y Gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. Borradores de Economía N° 447 (consulta: 23 de setiembre de 2015) (<http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/q-de-tobin-y-gobierno-corporativo-de-las-empresas-listadas-en-bolsa>)

LINDENBERG, E. y ROSS, S. (1981) Tobin's Q Ratio and Industrial Organization. (consulta: 31 de enero de 2016) (https://www.researchgate.net/publication/24102787_Tobin's_Q_Ratio_and_Industrial_Organization)

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS (2014) Resolución SMV 012-2014-AMV/ 01. Aprueban "Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas" (consulta: 15 de noviembre de 2015) ([http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/RSMV_012-2014_\(Reporte_BGC\).pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/RSMV_012-2014_(Reporte_BGC).pdf))

MONTORO Carlos y NAVARRO Alberto (2010) Estimación de la Q de Tobin para la Economía Peruana (consulta 31 de enero de 2016) (www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/.../Estudios-Economicos-19-2.pdf)

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS (OCDE) (2004) Principios para el gobierno corporativo de la OCDE (consulta: 15 de noviembre de 2015) (<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>)

SUPERINTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES (2013) Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas (consulta: 15 de noviembre de 2015) (http://www.smv.gob.pe/Uploads/CodBGC2013%202_.pdf).

ANEXOS

ANEXO 1: INDICE DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO - IBGC

“Visibilidad a las empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo”

CARTERA DEL IBGC

(Vigente del 1 de julio de 2014 al 30 de junio de 2015)

Empresa	Mnemónico	Validadora
Alicorp	ALICORC1	PCR-Pacific Credit Rating
BBVA Banco Continental	CONTINC1	PCR-Pacific Credit Rating
Cementos Pacasmayo	CPACASC1	PWC-Pricewaterhousecoopers
Cía. de Minas Buenaventura	BVN	MC&F
Cía. Minera Milpo	MILPOC1	Deloitte
Edegel	EDEGELC1	PCR-Pacific Credit Rating
Ferreycorp	FERREYC1	PCR-Pacific Credit Rating
Graña y Montero	GRAMONC1	Grant Thornton
Refinería La Pampilla	RELAPAC1	MC&F
Credicorp LTD.	BAP	Deloitte

Asimismo, las empresas que poseen buenas prácticas de gobierno corporativo, pero que no han sido consideradas en el IBGC por factores de bursatilidad son:

Empresa	Validadora
A.F.P Integra S.A.	PWC-Pricewaterhousecoopers
AFP Habitat S.A.	PCR-Pacific Credit Rating
Cavali S.A. I.C.L.V.	PWC-Pricewaterhousecoopers
Corporación Financiera de Desarrollo S.A. - COFIDE	MC&F
Corporación Lindley S.A.	PWC-Pricewaterhousecoopers
Diviso Grupo Financiero S.A.	PCR-Pacific Credit Rating
Empresa Electricidad del Perú - Electroperú S.A.	PCR-Pacific Credit Rating
Manufactura de Metales y Aluminio "Record" S.A.	Grant Thornton
Prima AFP S.A.	Deloitte
Profuturo A.F.P.	MC&F
Rimac Seguros y Reaseguros	PWC-Pricewaterhousecoopers
Seguros Sura	PWC-Pricewaterhousecoopers
Sociedad Minera el Brocal S.A.A.	PCR-Pacific Credit Rating
Telefónica del Perú S.A.A.	PWC-Pricewaterhousecoopers
Unión de Cerveceras Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	PCR-Pacific Credit Rating