



UNIVERSIDAD
DE PIURA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**El efecto de la concentración de propiedad y calidad de
instituciones sobre las prácticas de buen gobierno
corporativo para las empresas peruanas**

Tesis para optar el Título de
Economista

Blanca Nathalie Jesús Cruz Castillo

**Asesor(es):
Dr. Alvaro Edmundo Tresierra Tanaka**

Piura, septiembre de 2022



Dedico este trabajo a Dios, a mi familia, a mi abuela y a los que ya no están conmigo,
pero siempre me brindaron su apoyo y fortaleza para lograr mi objetivo.





Resumen

En los últimos años, las prácticas de buen gobierno corporativo han adquirido mayor interés en el mundo con el propósito de evitar crisis económica y financiera. Es de suma importancia que las empresas desarrollen su actividad en un marco de ética y legalidad, indispensable para que la toma de sus decisiones se enfoque en el beneficio de la sociedad. En Latinoamérica, además, el gobierno corporativo está supeditado a la alta concentración de propiedad. Partiendo de ello, en esta investigación se analiza la concentración de propiedad en Perú y si esta afecta las prácticas de buen gobierno corporativo de las empresas peruanas durante el período 2005-2013.

Asimismo, se analiza si la calidad institucional del país tiene algún impacto sobre estas prácticas. Para el caso peruano, existen investigaciones que reflejan el efecto de estas conductas de buen gobierno corporativo sobre el rendimiento de las empresas, pero no se han estudiado los efectos de algunas variables sobre estas prácticas. Por esto, se puede afirmar que la presente investigación es una de las primeras en examinar el impacto de la estructura de propiedad y calidad de las instituciones sobre las prácticas de buen gobierno corporativo en Perú.

Una contribución clave es haber encontrado una disminución en las buenas prácticas de gobierno corporativo y en la transparencia informativa debido a la alta concentración de propiedad en el país. Por lo tanto, se comprueba la existencia del conflicto de agencia principal-principal, un comportamiento oportunista en el accionista controlador, generando conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Por otro lado, cuando disminuye la calidad de las instituciones, es decir, existe una baja protección de los inversores como parte de la calidad de la institución, se termina adoptando menos principios de comunicación y transparencia informativa, que es uno de los índices de las buenas prácticas.

Además, se descubre que el efecto de la concentración de propiedad sobre las prácticas de buen gobierno y sobre la comunicación y transparencia informativa es mayor en un régimen legal débil. Entonces, en ausencia de protección legal para los inversionistas, la concentración de propiedad se vuelve una herramienta importante para resolver el conflicto de agencia entre los accionistas controladores y minoritarios.

Palabras clave: gobierno corporativo, prácticas de buen gobierno corporativo, concentración de propiedad, teoría de agencia, comunicación y transparencia informativa, calidad de instituciones.



Tabla de contenido

Introducción	11
Capítulo 1. Antecedentes y marco teórico.....	15
1.1 Gobierno corporativo	15
1.2 Factores del gobierno corporativo	17
1.2.1 Estructura de propiedad.....	17
1.2.2 Calidad de instituciones	22
1.3 Otros factores que influyen en las PBGC y transparencia de información	25
1.4 Objetivo e hipótesis.....	26
Capítulo 2. Metodología.....	27
2.1 Data.....	27
2.2 Variables.....	28
2.2.1 Descripción de las variables	28
2.3 Modelo econométrico.....	34
2.3.1 Estimación de modelo dinámico	35
Capítulo 3. Resultados.....	37
Conclusiones.....	43
Lista de referencias	45
Anexos	53
Anexo 1. Construcción de variables	55
Anexo 2. Construcción de la variable ‘calidad de instituciones’	56
Notas al pie de página	59



Lista de tablas

Tabla 1. Sectores de la muestra	28
Tabla 2. Estructura de las prácticas de buen gobierno corporativo	28
Tabla 3. Estadísticos de los subíndices de las PBGC.....	29
Tabla 4. Estructura de participación accionaria por año	30
Tabla 5. Número de accionistas y concentración de propiedad por año	31
Tabla 6. Estadísticas descriptivas	33
Tabla 7. Matriz de correlación	34
Tabla 8. Determinantes de las prácticas de buen gobierno corporativo y de la comunicación y transparencia informativa. Regresiones con variable de desempeño ROA.....	37
Tabla 9. Determinantes de las prácticas de buen gobierno corporativo y de la comunicación y transparencia informativa. Regresiones con variable de desempeño Q de Tobin	40





Introducción

El gobierno corporativo (GC) es un conjunto de prácticas que guían las relaciones entre los administradores, la junta directiva, los accionistas y aquellos quienes invierten recursos en una empresa (Oneto, 2017).

Existe un gran interés en este tema, debido a la crisis y caída de grandes empresas, cuyos sistemas de GC no evitaron la corrupción y no aplicaron procedimientos de gestión de riesgos, como han sido los resonados casos de la Crisis financiera asiática (1998), Enron (2001), WorldCom (2002), Parmalat (2003), Lehman Brothers (2008), entre otros (Portalanza, 2013).

Latinoamérica también fue escenario de un desmedido caso de corrupción que involucró a la firma Odebrecht, que ha comprometido a los sectores público y privado. Los escándalos a los que algunas empresas han estado expuestas en el país han impulsado a incorporar prácticas que permitan mejorar la transparencia, la atención a los accionistas minoritarios, el nombramiento de directores independientes profesionales, por mencionar algunas de ellas (Casas, 2019).

A causa de las crisis en las empresas, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE], ente que promueve políticas que mejoran el bienestar económico y social del mundo, en el año 1999 emitió su primera declaración de principios o prácticas de buen gobierno corporativo (PBGC), apoyada por la teoría económica acerca de los problemas de agencia y la asimetría de información. En Perú, la adopción de PBGC se realizó a través de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores [CONASEV] (2002), y conformaron cuatro pilares: derechos de los accionistas, tratamiento equitativo de los accionistas, comunicación y transparencia informativa, y responsabilidades del Directorio (Matute *et ál.*, 2010).

El desarrollo del punto anterior en el GC es esencial para que las organizaciones o empresas tengan una estructura clara, líneas de responsabilidad definidas, multipliquen las exigencias de transparencia, refuercen la confianza de los inversores, acreedores y clientes; y esto conduce a mejorar la eficiencia económica y la sostenibilidad, consolidando la creación de valor en el largo plazo (Oneto, 2017; Deloitte, s. f.).

Por otro lado, el GC actúa a través de unos factores institucionales, como la estructura de propiedad, mercados de capitales y sistema legal (Mallin *et ál.*, 2007). En esta investigación se tendrán en cuenta la estructura de propiedad y el sistema legal.

En cuanto al primer factor, es considerado uno de los principales mecanismos de GC y su importancia reside en la aportación de resolver conflictos entre los accionistas y directivos (Mallin *et ál.*, 2007).

La estructura de propiedad puede clasificarse según el grado de propiedad, control e identidad de los accionistas. Para este trabajo se contemplará la propiedad, que se divide en dos grandes categorías: los sistemas externos (en particular, Estados Unidos y Reino Unido), determinados por una

propiedad dispersa, y los sistemas internos (Europa continental y Japón), determinados por una propiedad concentrada (Maher y Andersson, 1999).

Cuando la propiedad es concentrada, significa que una persona o grupo empresarial controla un porcentaje que establece el control administrativo de la empresa. En cambio, la propiedad dispersa presenta poca o muy baja participación en la propiedad, es decir, está en manos de varias personas. Por ello, cada accionista percibe una fracción de sus derechos de flujo de caja; en este caso, no hay un incentivo suficiente para que el accionista pueda monitorear las acciones de los administradores (La Porta *et ál.*, 1997).

Para el caso latinoamericano, existe un estudio de la OCDE, en el que se afirma que el control corporativo es desempeñado por los accionistas mayoritarios, y Perú es uno de los países con más presencia de accionistas mayoritarios; esto implica concentración de propiedad (Johnston, 2004, como se cita en Garrido, 2005).

En cuanto al sistema legal, hay un conjunto de índices que permiten comprender el alcance del GC; entre ellos: 1) derechos antidirectores, que mide el grado de protección legal del accionista minoritario frente a abusos de directivos y grandes accionistas; 2) derechos de los acreedores (es el grado de protección legal de los acreedores); 3) ley y orden (grado de confianza en el sistema legal para resolver conflictos; y 4) nivel de eficiencia del sistema judicial. Además, cabe mencionar que las estructuras de propiedad concentrada y dispersa están condicionadas, en mayor parte, por el grado de protección legal que tienen los inversores; por ello, empresas con entornos poco protectores presentan habitualmente más concentración accionarial (Mallin *et ál.*, 2007).

Los índices mencionados guardan relación con los indicadores de gobernanza de los datos del Banco Mundial, a saber: voz y rendición de cuentas, control de corrupción, efectividad del gobierno, estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo, calidad regulativa y estado de derecho. Por tanto, la variable de calidad de instituciones se utilizará en base a un método de análisis de factores de estos seis indicadores de gobernanza del Banco Mundial. Los indicadores mundiales de gobernanza son un conjunto de datos de investigación que resumen las opiniones sobre la calidad de la gobernanza, facilitadas por un gran número de encuestados de empresas, ciudadanos y expertos en países industrializados y en desarrollo¹.

En el ámbito internacional, el gobierno corporativo ha recibido importante atención en diversos estudios. Para el caso peruano, algunas investigaciones contemplan el efecto del GC sobre el rendimiento o valor de las empresas, pero no se ha estudiado la influencia de variables específicas sobre las PBGC y transparencia de la información. En este trabajo se utilizan como variables independientes a la concentración de propiedad y la calidad de las instituciones, y se analizará el efecto de estas sobre dos variables dependientes, las PBGC y la comunicación y transparencia de información;

siendo este último uno de los cuatro pilares de las PBGC. El estudio se realiza en base a las empresas peruanas en el período 2005-2013.

El presente trabajo se divide en cuatro secciones. El Capítulo 1 presenta antecedentes y el marco teórico, en el que se revisan investigaciones previas sobre la relación entre las prácticas de buen gobierno corporativo y transparencia con concentración de propiedad y calidad de instituciones. Se explican: gobierno corporativo, estructura de propiedad, relación de la estructura de propiedad sobre las variables dependientes, calidad de instituciones, relación de la calidad de instituciones sobre las variables dependientes. Además, se exponen las variables de control, sustentadas con trabajos previos; y se plantean el objetivo y la hipótesis de este estudio. En el Capítulo 2 se describe la justificación de la metodología empleada en base a estudios previos para la recolección de datos, construcción de variables dependientes e independientes, como también el modelo econométrico. Los resultados más importantes se presentan en el Capítulo 3 y la última sección exhibe las conclusiones de la investigación.





Capítulo 1. Antecedentes y marco teórico

1.1 Gobierno corporativo

El gobierno corporativo (GC) es un conjunto de prácticas que guían las relaciones entre los administradores, la junta directiva, los accionistas y aquellos quienes invierten recursos en una empresa (Oneto, 2017). La crisis de Wall Street en 1929 fue el primer detonante sobre la necesidad de transparencia, con la finalidad de que los directivos informen a los accionistas sobre sus prácticas de negocios. La ausencia de un gobierno corporativo de regulación financiera a nivel mundial, permitió el incremento de actividades fraudulentas y, por tanto, disminuyó la confianza en los mercados de capitales (Konzelmann *et ál.*, 2010).

En el año 1970, resurge el problema del GC en un contexto de crisis a escala mundial, debido a eventos como el proceso de globalización, crisis de petróleo, desregulación económica mundial, endeudamiento de los países no desarrollados, entre otros. Por ello, se instala el debate de la necesidad que tienen los accionistas de ejercer sus derechos de propiedad y proteger el incremento del valor de sus inversiones (Agüero, 2009).

Según investigaciones de Hayes *et ál.* (2010), la crisis de 2008 generó una quiebra empresarial cercana a más de 400 organizaciones, entre medianas y grandes entidades; sin embargo, de acuerdo con estos autores es más importante enfocarse en el efecto que originó la caída de este grupo que concentraba grandes cantidades de capital y de los cuales dependían muchas organizaciones americanas y del mundo, ya que afectaron a las empresas que son consideradas la columna vertebral de toda economía. El impacto de la crisis financiera impulsa a mejorar las prácticas empresariales, con el fin de reconocer de una manera más contundente la existencia de grupos de interés o stakeholders, que se ven afectados por la operatividad de cualquier institución alrededor del mundo.

Por otro lado, el primer antecedente de GC data del año 1992 en Gran Bretaña, con el Informe de Cadbury (Martínez, 2010).

En otros países se generaron informes similares, que se centraron en la identificación de buenas prácticas corporativas. Ejemplos de ellos son el Informe Dey del año 1993), en Canadá; Informe Viénot (1995, en Francia); Peters (1997, en Holanda); Olivencia (1998, en España) y el Informe Cardon (1998, en Bélgica). En 1999, la OCDE aprueba los principios o prácticas de buen gobierno, los cuales asistieron a los gobiernos de países miembros y no miembros para contribuir a la evaluación y mejorar los marcos legales, institucionales y normativos del GC en aquellos países (Portalanza, 2013).

En Perú, en el año 2002, se emitió el documento de Principios de Buen Gobierno aplicado a las empresas peruanas que se encuentran en el Registro Público de Mercado de Valores. La elaboración del informe se basó en los principios emitidos por la OCDE y consideró las características, estructura accionaria y marco legal de las empresas peruanas².

Esta normativa fue aprobada en el año 2003; las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima [BVL] tienen la obligación de revelar en sus memorias anuales el grado de cumplimiento de los 26 principios de buen gobierno corporativo desde el año 2004. Por entonces, estos principios se dividían en cuatro pilares: derechos de los accionistas, tratamiento equitativo de los accionistas, comunicación y transparencia informativa, y responsabilidades del directorio. Además, estableció un puntaje mínimo de cero (no cumple el principio), de uno a tres puntos (cumple parcialmente el principio) y cuatro puntos (cumple totalmente). Cabe recalcar que las empresas no están obligadas a cumplir todos los principios, sino a revelar y explicar el grado de adhesión a ellos. En el 2005, la CONASEV publicó una norma que estableció que las empresas inscritas en el Registro de Mercado de Valores están obligadas a informar sobre el cumplimiento de principios de buen gobierno para las sociedades peruanas, a través de sus memorias anuales³.

En el año 2006 se realizó una modificación con el objetivo de establecer una nueva autoevaluación para el grado de cumplimiento de las PBGC⁴.

En 2012, el Comité de Actualización de PBGC, dirigido por la presidencia de la SMV y con el apoyo financiero del CAF-Banco de Desarrollo de América Latina, desarrollaron un nuevo Código de buen gobierno corporativo para las empresas peruanas. Se establecieron 31 principios de buen gobierno, agrupados en cinco pilares: derechos de los accionistas, Junta General de los Accionistas, Directorio y Alta Gerencia, riesgo y cumplimiento, y transparencia de la información⁵. Además, con el objetivo de impulsar las PBGC, desde 2014 en Perú se emplea cada año la encuesta de La Voz del Mercado (LVdM), organizada por EY y la Bolsa de Valores de Lima. LVdM es un componente introducido al concurso del BGC⁶; es una herramienta creada en Perú, que actualmente se aplica en Chile y Ecuador, y tiene el reconocimiento público de la OCDE⁷.

En Perú, Burneo y Lizarzaburu (2016) investigaron el impacto real de las PBGC en los resultados financieros en mercados emergentes a través del Impacto en la BVL. Su estudio establece que las empresas deben llevar a cabo las PBGC de manera efectiva en todos los aspectos, ya que así se verán beneficiadas en los resultados financieros y en operaciones. El objetivo fue demostrar el impacto que tienen las PBGC en los resultados financieros de una compañía; por tanto, se tuvo como criterio medir la solvencia y rentabilidad de una empresa listada en la BVL y perteneciente al índice S&P/BVL IBGC. Los hallazgos se compararon con las empresas incluidas en el Índice General del BVL. Se analizó si la aplicación de las PBGC tendría resultados favorables respecto de aquellas entidades que no las aplicaron. Las empresas pertenecientes al indicador S&P/BVL IBGC, deben haber cumplido con la validación del cuestionario de la SMV y la encuesta de LVdM. En este estudio se encuentra que las empresas pertenecientes al índice S&P/BVL IBGC tienen un mejor indicador de solvencia, en términos de Z de Altman, y mejor rentabilidad, medido por Q de Tobin, en comparación con aquellas incluidas en el Índice General de la BVL, grupo que no aplica las PBGC.

Camacho (2017), analizó el efecto de la diversidad e independencia de los miembros del directorio y la comunicación y transparencia informativa sobre el desempeño operativo de las empresas peruanas; en este caso, la autora abarcó uno de los componentes de las PBGC y concluyó que la diversidad e independencia de los miembros del consejo directivo tienen un efecto negativo sobre el rendimiento operativo, debido a que el directorio reúne a un grupo heterogéneo y esto podría generar problemas de comunicación entre sus miembros. Por lo tanto, la toma de decisiones será más lenta y menos efectiva. Por otro lado, la comunicación y transparencia informativa influye positivamente sobre el rendimiento operativo, medido por el ROA.

Por su parte, la investigación de Casas (2019) analizó el efecto que tiene la percepción del gobierno corporativo sobre el ROA, el ROE, la rentabilidad del capital y la capitalización del mercado, durante el período comprendido entre los años 2014 y 2017 para 55 empresas listadas en la BVL. La Voz del Mercado fue utilizada como un indicador de percepción del manejo de gobierno corporativo, y tuvo un efecto positivo y significativo sobre los indicadores de rentabilidad. Se arribó a la conclusión de que es necesario mejorar el gobierno corporativo en todos sus pilares para obtener resultados reales. Por cada punto favorable en LVdM la rentabilidad de la empresa mejora en 2.5%; es decir que mejorar la rentabilidad de las empresas en el Perú implica desarrollar el gobierno corporativo. Cabe recalcar que, por la carencia de observaciones no se pudieron hallar estimaciones robustas.

Por consiguiente, en esta investigación se utilizarán como variables dependientes las PBGC y la comunicación y transparencia de información, siendo esta última uno de los cuatro pilares de las PBGC.

1.2 Factores del gobierno corporativo

El GC actúa a través de unos factores institucionales, tales como la estructura de propiedad, mercados de capitales y sistema legal (Mallin *et ál.*, 2007). En la presente investigación se tendrán en cuenta la estructura de propiedad y el sistema legal, este último considerado como calidad de las instituciones.

1.2.1 Estructura de propiedad

Berle y Means (1932) sustentan el concepto de GC a través de la separación de la propiedad y el control, y plantean una corporación moderna con propiedad dispersa. Sin embargo, en los países emergentes la concentración de propiedad es alta (Garrido, 2005), por lo que la propiedad de la empresa es una forma cada vez más influyente de GC (Connelly *et ál.*, 2010).

Clasificados según el grado de propiedad, control y la identidad de los accionistas, los sistemas de GC varían mucho en los distintos países. Se dividen en dos grandes categorías: 1) los sistemas externos (en particular, Estados Unidos y Reino Unido), determinados por una propiedad muy dispersa, y 2) los sistemas internos (en particular, Europa continental y Japón), definidos por una propiedad concentrada (Maher y Andersson, 1999). El GC aparece con la finalidad de tratar mecanismos de

control externo e interno a fin de solucionar problemas en las empresas en cuanto a la separación entre la propiedad y el control (Semberoiz, 2008).

La baja concentración de propiedad o la propiedad dispersa es la norma en jurisdicciones anglosajonas como Estados Unidos y Reino Unido (La Porta *et ál.*, 1999).

En estas economías desarrolladas, en las que la propiedad es dispersa, se genera un problema de agencia. Esto ocurre cuando los agentes —que forman parte de la administración de una firma— tienen el poder real sobre los activos corporativos y, en consecuencia, hay más control de la empresa. La probabilidad de incurrir en conflictos de agencia es mayor cuando las acciones se mantienen dispersas que cuando están en manos de unos pocos. El principal argumento de la teoría de la agencia es que los gerentes (agentes) actúan por interés propio y no siempre protegen los intereses de los accionistas. Los accionistas desean maximizar el valor de la empresa, el rendimiento y, en última instancia, su riqueza —mientras que los administradores prefieren sus intereses y beneficios a corto plazo—. La teoría de la agencia sugiere que cuando existe una separación entre la propiedad y el control de una empresa, el potencial costo de agencia surge debido a los diversos intereses entre las partes contratantes: agentes (administración/gerentes) y principal (accionista). Los gerentes tienen más incentivo para realizar actividades con las que se beneficiarán a costa de los accionistas (Berle y Means, 1932).

Ante estos costos de agencia, la concentración de propiedad ocurre como una respuesta natural (Roe, 2003). Es decir, la propiedad puede actuar como un sustituto en ausencia de otros dispositivos de control, y es un mecanismo de gobierno con el que los accionistas pueden controlar e influir en los gerentes para la protección de sus intereses (Maug, 1998).

Los sistemas internos, como Europa continental, Japón y Corea se caracterizan por el poder de voto o propiedad concentrada. Los inversores institucionales, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, desempeñan un papel mucho menor en el GC que en el caso de los sistemas externos. En los sistemas internos, los accionistas extienden su control a un costo relativamente bajo. Los accionistas mayoritarios tienen tanto el incentivo para monitorear la gestión como el poder necesario para influir en la toma de decisiones (Maher y Andersson, 1999).

Por otro lado, el GC en Latinoamérica está a merced de la alta concentración de propiedad y la presencia de grupos industriales y financieros que controlan la mayoría de las empresas de la región (Martínez, 2007; Chong y López de Silanes, 2007).

Cuando la concentración de la propiedad y los derechos de flujo de efectivo de los grandes accionistas es mayor, la influencia de los grandes propietarios en la toma de decisiones también será mayor (Drobetz *et ál.*, 2004). Esta característica puede mitigar el problema tradicional de principal-agente, pero el efecto que se produce al aumentar la propiedad es que el accionista controlador tenga un comportamiento oportunista a expensas de los accionistas minoritarios, lo que genera el conflicto

entre estos y los accionistas mayoritarios, originando, a su vez, el riesgo de expropiación (Thomsen *et ál.*, 2006; Claessens *et ál.*, 2000).

El riesgo de expropiación aparece cuando el gerente de una empresa es un accionista dominante establecido y no puede ser desplazado, aún si su desempeño no se considera satisfactorio (Daniels y Halpern, 1996). También, cuando el administrador es un accionista dominante, este bloquea todo intento de adquisición hostil (Stulz, 1988). Por último, la concentración de propiedad puede tener efectos adversos: los blockholders pueden imponer sus preferencias personales, incluso si estas son contrarias a las de los accionistas minoritarios (Holderness y Sheehan, 1998; Shleifer y Vishny, 1997); y las decisiones de inversión a través de las fusiones y adquisiciones alteran el valor de las participaciones de los accionistas minoritarios (Johnson *et ál.*, 2000).

En los países latinoamericanos, lo más frecuente es que el accionista mayoritario participe activamente en las operaciones de la empresa. Los conflictos se presentan entre accionistas mayoritarios y minoritarios. No existen problemas entre accionistas y gerencia porque son muchos los casos de gerentes que, a la vez, son directores. Por otro lado, las empresas son de pocos propietarios, así que no es frecuente el accionariado disperso y se manejan por grandes grupos empresariales que existen en estos países. Por este motivo, muchos accionistas mayoritarios de empresas latinoamericanas tienen un control absoluto de la firma, por lo que las juntas de accionistas parecen más juntas de asesoría para el accionista mayoritario. Cabe mencionar que estas empresas casi no tienen directores independientes y, por tanto, tampoco poseen comités especializados (Molina, 2006; Chong y López de Silanes, 2007).

Los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios generan el conflicto de agencia principal – principal; los accionistas controladores influyen en las decisiones de la gerencia con el fin de establecer políticas en la empresa; de modo que los accionistas mayoritarios pueden desempeñar el control sobre la empresa (Young *et ál.*, 2003), decidir las políticas de dividendos (Gugler y Yurtoglu, 2003), otorgar bajos niveles de divulgación (Watts, 1977) y desviar la riqueza para su propio beneficio (expropiación) (Shleifer y Vishny, 1997; La Porta *et ál.*, 1997; 1998; 2002).

Cabe recalcar que, descubrir estructuras de gobierno corporativo débiles y con regulación deficiente es muy común en países emergentes. Existen deficiencias como los conflictos de interés, la información insuficiente y la falta de fiscalización, lo que incentiva la concentración de propiedad. Como una forma de protección, el inversionista percibe un considerable porcentaje de propiedad; con ello aumenta el derecho de voto y se defiende de las prácticas abusivas (Arzbach, 2004).

Un estudio de la OCDE afirma que en las empresas latinoamericanas el control corporativo es desempeñado por los accionistas mayoritarios. El informe concluye que para Perú la concentración de propiedad promedio es del 57%, por lo que Perú se encuentra dentro de los países de América latina con más presencia de accionistas mayoritarios (Johnston, 2004; Garrido, 2005). Además, Bernal y

Mariño (2013) hacen referencia a la realidad de los mercados emergentes en cuanto a la estructura de propiedad de las empresas, y a la alta concentración de propiedad en Perú (86.4%), en el año 2012, superando a Chile y Colombia.

Los hallazgos del estudio de LVdM (2016)⁸, confirmaron que las empresas que no tenían un accionista controlador eran mejor calificadas en BGC que aquellas que sí presentaban a este tipo de accionista; pero en el mercado peruano es habitual la existencia de empresas con un accionista controlador. Este escenario se debe a la carencia de equidad con los accionistas minoritarios y al inadecuado manejo de conflicto de intereses con el accionista controlador.

1.2.1.1 Relación de concentración de propiedad sobre las PBGC y transparencia de información. Un estudio que analiza la concentración de la propiedad y las prácticas de gobierno corporativo (PGC) de un grupo de empresas canadienses encuentra una relación negativa entre la desviación de la regla de voto de una acción y las mejores PGC, consistente con el argumento del efecto de expropiación. Por tanto, el accionista dominante tiene incentivos para mantener controles internos débiles, ya que facilita la expropiación (Bozec y Bozec, 2007).

Morck *et ál.* (1988) determinan una metodología en la que describe los puntos de inflexión del nivel de la concentración de propiedad; y concluye que cuando la propiedad del accionista dominante está entre el 5% y el 25% el desempeño de la propiedad disminuye y el riesgo de expropiación es mayor.

De acuerdo con ello, Bozec y Bozec (2007) sostienen que cuanto mayor sea el riesgo de expropiación, mayor será el incentivo del accionista dominante para mantener controles débiles y, por consiguiente, se facilitará la expropiación. En el mismo estudio, los autores comprobaron el efecto sustitución, un efecto negativo entre la concentración de propiedad y las PGC sin considerar el grado de separación entre los derechos de voto y efectivo. Pero, cuando se considera este grado de separación, la propiedad pierde poder explicativo y existe una relación negativa entre la propiedad y el subíndice de la composición de la Junta. Además, constataron el efecto de expropiación, basándose en la metodología de Morck *et ál.* (1988) y establecieron tres niveles de propiedad: 0%-5%, 5%-25% y 25% a más. Hallaron un efecto negativo y significativo entre la concentración de propiedad de más del 25% y las PGC; sin embargo, al considerar la separación de los derechos de voto y efectivo, disminuye el poder explicativo y se da un efecto negativo entre la separación de estos derechos y el índice total de PGC.

Varias investigaciones examinaron empíricamente la adopción de PGC y encontraron que la presencia de un accionista controlador está asociada negativamente a las PGC (Anand *et ál.*, 2006; Bozec y Bozec, 2007; Da Silveira *et ál.*, 2008; Javaid y Iqbal, 2010; Brandão y Crisóstomo, 2015; Utama *et ál.*, 2017; Crisóstomo y Brandão, 2018).

Asimismo, uno de los efectos del conflicto principal - principal es el bajo nivel de divulgación, es probable que los accionistas controladores estén menos inclinados a la transparencia y a la divulgación de información (Berglof Y Pajuste, 2005), ya que los accionistas pueden privilegiar los canales de comunicación internos para obtener información (Banghøj Y Plenborg, 2008); por ello, se genera mayor asimetría de información entre accionistas controladores y minoritarios (Attig *et ál.*, 2006).

Berglof y Pajuste (2005) estudiaron la transparencia de información en 370 empresas que cotizan en las bolsas de valores de Europa Central y del Este. Mencionan que la divulgación es principalmente una forma de protección minoritaria que reduce la extracción de beneficios privados por parte de los accionistas controladores (Ostberg, 2004). Una mayor divulgación produce ganancias extraordinarias por única vez para los accionistas minoritarios, ya que esperan menos extracción futura de beneficios privados. Pero estos últimos también reducen los incentivos para controlar a los accionistas para monitorear a los gerentes e invertir. Los resultados del estudio indican que las empresas de los países de Europa Central y Oriental perciben la divulgación de información como un costo financiero y no como una herramienta para atraer a más inversores y reducir el costo del capital. Asimismo, el estudio encuentra que en empresas con estructuras de propiedad más concentradas se revela menos información. Los accionistas mayoritarios también pueden divulgar menos para disfrutar de más beneficios privados.

Briano y Saavedra (2015), realizaron una investigación empírica de la relación entre el consejo de administración, la composición de la propiedad y la transparencia del GC en empresas de mayor cotización bursátil en Argentina, Brasil, Chile y México. Encontraron mayor nivel de transparencia en consejos de administración de mayor tamaño y con un porcentaje más alto de consejos independientes. La concentración de propiedad impide el nivel de transparencia y el accionariado familiar causa una mayor divulgación de información.

Arsov y Bucevska (2017) examinan patrones de comportamiento relacionados con PBGC y el nivel de transparencia de 145 empresas de Croacia, Macedonia, Eslovenia y Serbia. Indican que, con una propiedad altamente concentrada, las empresas no estarían interesadas por divulgar, ya que todos los propietarios más relevantes tendrían un fácil acceso a toda la información y esta posibilidad se incrementa por la escasa protección jurídica de los derechos de accionistas. En el caso de propiedad dispersa, la mayor transparencia apunta a la reducción de costos de agencia y asimetría de la información. Concluyen que el nivel de transparencia se relaciona positivamente con el tamaño de la empresa y la necesidad de financiamiento externo, pero negativamente con la concentración de la propiedad y el apalancamiento.

En diversos estudios, como los llevados a cabo por Mckinnon y Dalimunthe (1993), Chau y Gray (2002), Doidge *et ál.* (2004), Berglof y Pajuste (2005), Barako *et ál.* (2006), Huafang y Jianguo (2007),

Bozec y Bozec (2007), Bauwhede y Willekens (2008), Gandía (2008), Alam y Deb (2010), Boubaker *et ál.* (2012), Samaha *et ál.* (2012), Briano y Saavedra (2015) y Arsov y Bucevska (2017) se encontró una relación negativa entre la correlación de la concentración de propiedad y el nivel de divulgación. En base esto, se espera que la concentración de propiedad afecte negativamente a las prácticas de buen gobierno corporativo y a la transparencia de información.

1.2.2 Calidad de instituciones

Existen diferencias entre las leyes que protegen a los inversores y la efectividad de aplicación de estas en distintos países, esto se genera por efecto de los diferentes orígenes de las leyes. En lo referente al enfoque legal, se identifican tradiciones como civil la ley civil y la ley común. La ley civil tiene su origen en el derecho romano y engloba tres familias legales: la francesa, que ofrece poca protección a los inversores, la alemana y la escandinava, que brindan mayor protección. La ley común se aplica en Estados Unidos, Reino Unido y Canadá, entre otros. Esta ley es considerada la más eficiente en la protección de los derechos de los inversores y los tribunales reflejan más rigurosidad en su aplicación (La Porta *et ál.*, 1997; 1998; 2000).

Los países que han desarrollado órdenes legales internamente, adaptaron la ley y/o tenían una población que ya estaba familiarizada con los principios básicos de esta, presentan una legalidad más efectiva que los países que recibieron leyes extranjeras sin disposiciones previas similares. Por otro lado, es peor que la ley sea no receptiva que no ser miembro de la OCDE y; el peor resultado posible es que la ley sea no receptiva, haya recibido la ley francesa y no sea miembro de la OCDE. Los países en esta última categoría incluyen Filipinas, Indonesia, Perú, Sri Lanka y Colombia. La ley no receptiva tuvo un fuerte impacto negativo en la legalidad y el desarrollo económico, lo que dificultó el ingreso de los países a la OCDE, y posteriormente limitó el desarrollo de buenas instituciones (Berkowitz *et ál.*, 2002).

Además, en Latinoamérica la protección legal es débil comparada con Europa y Estados Unidos; por lo tanto, la concentración de la propiedad es el modo influyente de gobierno (Chong y López de Silanes, 2007; Djankov *et ál.*, 2008).

En esta investigación, la calidad de instituciones hace referencia a la protección legal de los inversores, así que se analizará como determinante de las PBGC. La protección legal a la cual los accionistas minoritarios pueden tener acceso es esencial en el desarrollo de los sistemas de GC (La Porta *et ál.*, 2000). Debido a la falta de confianza de los inversores en la protección legal de sus derechos, las empresas muchas veces tienen inconvenientes para adquirir financiamiento externo y este escenario es común en un país con régimen legal débil (La Porta *et ál.*, 1998; Chong y López de Silanes, 2007). Entonces, las empresas que se encuentran en países con entornos legales débiles pueden tener poca flexibilidad para mejorar la protección de sus inversionistas, lo que genera la disminución en el índice de GC (Klapper y Love, 2004).

En el sistema legal, existe un conjunto de índices que permiten comprender el alcance del GC; entre ellos: derechos antidirector (mide el grado de protección legal del accionista minoritario frente a abusos de directivos y grandes accionistas), derechos de los acreedores (grado de protección legal de los acreedores), ley y orden (grado de confianza en el sistema legal para resolver conflictos) y el nivel de eficiencia del sistema judicial. Además, se debe tener en cuenta que las estructuras de propiedad concentrada y dispersa están condicionadas en mayor parte por el grado de protección legal que poseen los inversores, por lo que empresas con entornos poco protectores presentan habitualmente una mayor concentración accionarial (Mallin *et ál.*, 2007).

De acuerdo con Roe (2003), las PGC en todo el mundo son el resultado de un intento por parte de los accionistas de superar la escasa protección de los inversores legales; por ello, los inversionistas tienden a concentrar sus participaciones cuando tienen poca protección legal de sus derechos (La Porta *et ál.*, 1997; 1998).

1.2.2.1 Relación de calidad de instituciones sobre las PBGC y transparencia de información.

Los hallazgos de Klapper y Love (2004), hacen referencia a que el GC es más importante en países con escasa protección de los accionistas y poca eficiencia judicial, y las empresas tienen una baja clasificación de GC en países con un sistema legal débil. Por ello, las empresas no pueden compensar la carencia de leyes y no pueden desarrollar completamente un buen entorno legal por sí mismas (Shleifer y Wolfenzon, 2002). Además, Klapper y Love (2004) descubrieron que las empresas pueden mejorar de forma independiente la protección de sus inversores y los derechos de los accionistas minoritarios; pero este mecanismo es la segunda mejor solución y no sustituye la escasez de una buena infraestructura legal.

Por su parte, Doidge *et ál.* (2004) desplegaron un modelo sobre las características del país, y cómo las protecciones legales para los inversionistas minoritarios y el nivel de desarrollo económico y financiero influyen en medidas para mejorar la gobernanza y transparencia. Los autores miden los determinantes de la calificación de transparencia y divulgación S&P en países de bajo y alto desarrollo económico, y usan la variable legal representada como el producto de los derechos antidirector (Djankov *et ál.*, 2008) y el estado de derecho. Asimismo, encuentran que en países con baja protección de los inversores las empresas tendrían menos incentivos para invertir en mecanismos de gobernanza; sin embargo, de existir una mejor protección de los inversores, habría mayor incentivo para que las empresas adopten prácticas de gobernanza en la empresa. Por tanto, la protección del inversor en lo que respecta al país y las prácticas de gobernanza en la empresa se complementan; las características del país explican mucho más la variación en las calificaciones de gobernabilidad/S&P que las características observables de las empresas. Estas últimas no son significativas para explicar las calificaciones de S&P en países con bajo desarrollo, pero sí lo son en países con alto desarrollo. Además, hay otras variables respecto del país que afectarían la gobernanza de las empresas. Por

ejemplo, Acemoglu y Johnson (2005) exponen que el limitado respeto de los derechos de propiedad generaría menor eficacia en la inversión de gobernanza, ya que los accionistas controladores —que tienen mayor probabilidad de ser expropiados por el Estado— ganan menos al invertir en gobernanza empresarial.

Otro aporte importante en el trabajo de Doidge *et ál.* (2004), es sobre los países con un desarrollo débil. A este respecto, indican que es costoso mejorar la protección de los inversionistas, ya que hay una carencia en infraestructura institucional y la buena gobernanza tiene costos políticos. Además, en dichos países el beneficio de mejorar las prácticas de gobernanza es menor porque los mercados de capital carecen de profundidad, hay una baja protección de los inversores y se encuentra evidencia de una complementariedad entre la protección de los inversores en lo referente al país y la gobernanza dentro de la empresa. Sin embargo, la globalización financiera reduce la importancia de las características del país, aumentando así los incentivos para la buena gobernanza.

Por otro lado, Briano y Saavedra (2015), hallaron que el entorno institucional, específicamente el legal, ha influido para que las empresas que cotizan en Argentina, Brasil, Chile y México adopten los principios de transparencia en el mercado. Berglof y Pajuste (2005) identifican el entorno legal como uno de los factores con mayor impacto positivo, teniendo la variable estado de derecho un efecto positivo y significativo en las prácticas de divulgación. Durnev y Kim (2005), encuentran una relación positiva entre transparencia y entorno legal; además de que existe una relación negativa entre la interacción de la propiedad y el entorno legal con la transparencia.

Así es que se espera que la calidad de instituciones tenga un efecto positivo sobre las PBGC y la transparencia de información. Con respecto a la interacción de la propiedad y el entorno legal, se espera un efecto negativo sobre las PBGC y la transparencia de información. También, se tomará en cuenta una medida de desarrollo económico del país, que puede estar correlacionada con la gobernabilidad (Doidge *et ál.*, 2004).

Durnev y Kim (2005), encontraron una relación positiva entre calidad de instituciones y las PBGC; es decir, en regímenes legales más fuertes las empresas practican un GC de mayor calidad, mientras que en regímenes legales más débiles practican un GC deficiente. Además, estudian la relación entre la interacción de la concentración de propiedad y el entorno legal sobre el GC, donde encuentran un efecto negativo; es decir que el impacto de la concentración de la propiedad en la calidad del GC es mayor en un régimen legal débil. Por lo tanto, en ausencia de protección legal para los inversionistas, la concentración de propiedad se vuelve una herramienta importante para resolver el conflicto de agencia entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Además, se observa una relación positiva entre transparencia y entorno legal, y una relación negativa entre la interacción de la propiedad y el entorno legal con la transparencia.

1.3 Otros factores que influyen en las PBGC y transparencia de información

La relación entre el tamaño de las empresas y las PBGC considera las grandes y pequeñas empresas; estas pueden tener el incentivo de adoptar las PBGC voluntariamente y, por lo tanto, existe un efecto ambiguo. Las grandes empresas enfrentan mayores costos de agencia, debido al libre flujo de efectivo (Jensen, 1986) o por la dificultad de monitorearlas; por ello, requieren la adopción de las PBGC para mitigar ese problema. Por otro lado, las pequeñas empresas tienden a crecer más rápido y entonces necesitan de mayor financiamiento externo y de la adopción de PBGC (Klapper y Love, 2004). No obstante, en algunos estudios se encontró específicamente una relación positiva entre el tamaño de la empresa y las PBGC (Klapper y Love, 2004; Durnev y Kim, 2005; Bozec y Bozec, 2007; Da Silveira *et ál.*, 2008; Javaid y Iqbal, 2010; Crisóstomo y Brandão, 2018).

Con respecto a la relación entre el tamaño y la transparencia, la teoría de los costos políticos sostiene que las empresas de mayor tamaño son más propensas a divulgar información para disminuir las presiones por parte del gobierno y organismos reguladores (Watts y Zimmerman, 1986). Las empresas de menor tamaño no se han preocupado por adoptar mejores prácticas de buen gobierno, lo que representaría un inconveniente para atraer a más inversionistas. Asimismo, las grandes empresas están en una mejor posición para cubrir costos de transparencia (Ashbaugh *et ál.*, 1999), y emplean la divulgación de información como una herramienta para disminuir costos de agencia. Por tanto, se espera una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la transparencia de información (Chow y Wong-Boren, 1987; Debreceny *et ál.*, 2002; Patel y Dallas, 2002; Eng y Mak, 2003; Doidge *et ál.*, 2004; Berglof y Pajuste, 2005; Durnev y Kim, 2005; Hanifa y Rashid, 2005; Barako *et ál.*, 2006; Bozec y Bozec, 2007; Donnelly y Mulcahy, 2008; Boubaker *et ál.*, 2012; Samaha *et ál.*, 2012; Briano y Saavedra, 2015; Arsov y Bucevska, 2017).

En el caso del apalancamiento, controla las diferentes características de riesgo de la empresa (Javaid y Iqbal, 2010). Es uno de los determinantes de calidad del GC en la empresa y existe una relación positiva entre el apalancamiento y las PBGC (Da Silveira *et ál.*, 2008). Por otro lado, Anand *et ál.* (2006) esperan que las empresas con bajo apalancamiento y activos tangibles —que pueden usarse como garantía— estén más capacitadas para requerir deuda. La relación entre apalancamiento y las PBGC sería negativa, ya que los prestamistas usualmente solicitan un cumplimiento de prácticas a través de acuerdos para el caso de deuda pública o monitoreo en el caso de préstamos bancarios.

Según Xiao *et ál.* (2004), la relación entre apalancamiento y transparencia de información puede ser positiva; las empresas con mayores niveles de deuda están generalmente bajo una indagación más estricta por parte de los acreedores, debido a lo cual tienen mayor incentivo de divulgar información corporativa (Xiao *et ál.*, 2004; Barako *et ál.*, 2006; Samaha *et ál.*, 2012). Por otro lado, Berglof y Pajuste (2005) no encuentran esta variable como significativa. Pero tanto Eng y Mak (2003) como Arsov y Bucevska (2017) descubren una relación inversa entre apalancamiento y

transparencia; se genera un impacto negativo del apalancamiento sobre la divulgación, por motivos de vanidad y de acuerdo con la mentalidad de gerentes locales, los gerentes de empresas endeudadas podrían no estar dispuestos a revelar información.

Con respecto al desempeño, debe existir una relación positiva con el GC, debido a la menor expropiación de los accionistas minoritarios y a la mayor disposición a ser transparentes, lo que conduce a la adopción de mejores PBGC (Da Silveira *et ál.*, 2008; Suk, 2008; Crisóstomo y Brandão, 2018).

Por otro lado, según Owusu-Ansah (1998), los directivos de empresas más rentables divulgan información corporativa para respaldar la continuidad de sus posiciones y como señal de confianza institucional. Inchausti (1997) sostiene que las empresas más rentables harán un mayor uso de la información para obtener ventajas competitivas, mientras que aquellas empresas con un desempeño más bajo podrían ser menos transparentes. Podría suponerse que una mayor rentabilidad aumente la valoración de la empresa y esto permita atraer más capital externo. Por ello, habría una relación positiva entre el desempeño de la empresa y la transparencia de información (Berglof y Pajuste, 2005; Trabelsi *et ál.*, 2008).

De manera que es posible que la calidad de instituciones tenga un efecto positivo sobre las PBGC y la transparencia de información. Con respecto a la interacción de la propiedad y el entorno legal, el efecto sería negativo sobre las PBGC y la transparencia de información. También se tendrá en cuenta una medida de desarrollo económico del país, que puede estar correlacionada con la gobernabilidad (Doidge *et ál.*, 2004).

1.4 Objetivo e hipótesis

El objetivo de este trabajo es analizar el efecto de la concentración de propiedad y calidad de instituciones sobre las prácticas de buen gobierno corporativo para empresas peruanas listadas en la Bolsa de Valores de Lima en el período 2005-2013.

Hipótesis 1: ¿Tienen la concentración de propiedad y calidad de las instituciones un efecto significativo sobre las PBGC?

Hipótesis 2: ¿Tienen la concentración de propiedad y calidad de las instituciones un efecto significativo sobre la transparencia de información?

Capítulo 2. Metodología

En este capítulo se detalla el procedimiento para la selección de muestra, obtención de datos y la construcción de variables. Asimismo, se presentan el modelo empírico y el resumen estadístico de las variables que se analizan.

2.1 Data

Para esta investigación se ha construido un panel de datos de 38 empresas peruanas listadas en la Bolsa de Valores de Lima. Los datos utilizados para la construcción de variables financieras han sido tomados de la base de Bloomberg.

Las empresas del sector financiero fueron excluidas debido a su estructura financiera única, y estándares contables; su regulación es más estricta y están sujetas a un mayor escrutinio en términos de divulgación de información (Garay y González, 2008).

La concentración de propiedad, la calidad de gobierno corporativo medido por las PBGC y la comunicación y transparencia informativa son obtenidas a través de las memorias anuales publicadas en la BVL y SMV.

Se utilizará como variable dependiente la calidad de gobierno corporativo y la comunicación y transparencia informativa, medidas por un índice del puntaje de las PBGC, obtenido a través de la encuesta “Principios de buen gobierno corporativo”.

Para esta investigación se ha considerado el período de análisis 2005-2013, ya que después de ese año, el Código de buen gobierno corporativo tuvo una actualización. La estructura del Código cambió a 31 principios, agrupados en cinco pilares, y el cumplimiento de estos principios se basa en “cumple o explica”, ya no en un puntaje. Además, no se tuvo en cuenta desde el año 2014 debido a la carencia de observaciones durante dicho período, ya que sería una limitante para hallar estimaciones robustas.

La data correspondiente a las variables de país ha sido obtenida del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y de la base de datos del Banco Mundial.

Las observaciones son anuales y el horizonte de tiempo abarca del 2005 al 2013, considerando solo las empresas que poseen información completa para los nueve años de estudio. Las empresas de este estudio pertenecen a cinco sectores: Agrario, Industrial, Minero, Servicios Públicos y Diversas. La composición se puede observar en la Tabla 1.

Tabla 1*Sectores de la muestra*

Industria	N	%
Agrario	4	11%
Industrial	14	37%
Minero	9	24%
Servicios Públicos	5	13%
Diversas	6	16%
Total	38	100%

Nota. Base de datos de Bloomberg. Elaboración propia

2.2 Variables

Para este estudio se seleccionaron las variables en base a las investigaciones de Durnev y Kim (2005), Da Silveira *et ál.* (2010), Klapper y Love (2004), entre otros. Estas variables han demostrado ser consistentes en relación con las PBGC para economías desarrolladas y algunas de ellas también para economías emergentes.

2.2.1 Descripción de las variables

Se utiliza como variable dependiente la calidad de gobierno corporativo, medido por un índice de las prácticas de buen gobierno de acuerdo con el estudio de Lagos y Vecino (2011), obtenido a través de la encuesta “Principios de buen gobierno corporativo”.

Las PBGC siguen la estructura de la encuesta y están conformadas por los 26 principios del Código de buen gobierno corporativo, agrupados en cuatro subíndices: 1) derecho de los accionistas, 2) tratamiento equitativo de los accionistas, 3) comunicación y transparencia informativa, 4) responsabilidades del Directorio. En la Tabla 2 se muestra la estructura de las PBGC.

Tabla 2*Estructura de las prácticas de buen gobierno corporativo*

PBGC	Subíndices
PBGC (26)	Derecho de los accionistas (4) Trato equitativo de los accionistas (2) Comunicación y transparencia informativa (4) Responsabilidades del Directorio (16)

Nota. Elaboración propia

La encuesta “Principios de buen gobierno corporativo” consiste en que la empresa realiza una autoevaluación respecto al cumplimiento o grado de implementación de los 26 principios. Para ello, rige el puntaje de 0 a 4 que sustentan de manera objetiva cada principio. En cuanto al puntaje, 0 corresponde a ‘no cumple’, 1-3 ‘cumple, pero no en su totalidad’ y 4 ‘cumple totalmente’; además, el

emisor tiene la opción de responder 'no aplica'. En este caso, se desarrolla la sumatoria de las PBGC y de sus subíndices, de acuerdo con puntaje de cada empresa y dividido sobre el puntaje total. El puntaje obtenido va desde 0 hasta 1 (datos continuos). De ello, se tuvieron en cuenta dos variables como dependientes: índice desarrollado para las PBGC, y un índice para la comunicación y transparencia informativa (CTI).

Por otro lado, en los estudios de Durnev y Kim (2005) y Klapper y Love (2004), se utiliza un índice construido por Credit Lyonnais Security Asia (CLSA), a través de una encuesta de 57 preguntas y dividida en siete grupos: disciplina, transparencia, independencia, rendición de cuentas, responsabilidad, justicia y responsabilidad social. A diferencia del caso peruano, las preguntas de esta encuesta tienen respuestas binarias (si/no).

En la Tabla 3 se presentan las medias de los subíndices de las PBGC. Se observa mayor cumplimiento (96%) en derecho de los accionistas para el año 2005, pero en comparación con los años 2005 y 2006, este subíndice disminuyó a 90% para el año 2013. Por otro lado, el tratamiento equitativo de los accionistas representa el menor cumplimiento de los subíndices de las PBGC.

Tabla 3

Estadísticos de los subíndices de las PBGC

Año	Derecho de los accionistas	Trato equitativo de los accionistas	Comunicación y transparencia informativa	Responsabilidades del Directorio
	Media	Media	Media	Media
2005	96%	51%	86%	87%
2006	97%	53%	90%	89%
2007	95%	50%	88%	88%
2008	92%	46%	85%	86%
2009	93%	44%	85%	87%
2010	90%	41%	86%	85%
2011	90%	43%	86%	86%
2012	91%	43%	86%	85%
2013	90%	45%	86%	85%

Nota. Elaboración propia

Con respecto a las variables independientes, estas quedan divididas en variables de la empresa y variables del país, que han sido sustentadas de acuerdo con la literatura económica y financiera.

Entre las variables de la empresa se encuentra la concentración de propiedad. De acuerdo con Claessens *et ál.* (2002), esta variable se mide por la suma de proporciones de acciones comunes en manos de los accionistas que poseen el 5% o más de las acciones de la empresa. Por tanto, se utiliza el porcentaje del accionista mayoritario (Thomsen y Pedersen, 2000; Berglof y Pajuste, 2005; Bozec y

Bozec, 2007; Da Silveira *et ál.*, 2008; Javaid y Iqbal, 2010; Boubaker *et ál.*, 2012; Samaha *et ál.*, 2012; Briano y Saavedra, 2015; Brandão y Crisóstomo, 2015; Arsov y Bucevska, 2017; Crisóstomo y Brandão, 2018). En algunos estudios se aplica el índice de Herfindahl (McConnell y Servaes, 1995; Demsetz y Lehn, 1985); sin embargo, este índice no es recomendable en un mercado concentrado como el peruano, ya que usa la sumatoria de los cuadrados del porcentaje de la participación accionaria de cada empresa y la mayoría de estas son manejadas por pocos o hasta un solo propietario (Garrido, 2005).

En la Tabla 4 se presenta el promedio de participación accionaria de los años estudiados, que se divide en participación menor de 1%, entre el 1%-5%, y mayor de 5%. En el año 2005, el promedio de la tenencia de acciones es del 72%, correspondiente al rango de participación mayor de 5%, y al año 2013 la tenencia aumenta a 74%. La Tabla 5 se muestra una concentración de propiedad del 74%, conformada por tres accionistas al año 2013. Se refleja una alta concentración de propiedad, similar al estudio latinoamericano de la OCDE⁹, en el cual el promedio de participación de los tres accionistas principales de Perú fue del 78% para el año 2002 y el promedio de ese año para países latinoamericanos fue del 73%.

Tabla 4

Estructura de participación accionaria por año

Año	Partic. <1%	Partic. 1%-5%	Partic. >5%
	Media	Media	Media
2005	11%	17%	72%
2006	10%	16%	74%
2007	11%	17%	72%
2008	10%	16%	73%
2009	10%	16%	74%
2010	11%	16%	74%
2011	11%	16%	73%
2012	11%	16%	73%
2013	11%	14%	74%

Nota. Memoria anual BVL y SMV. Elaboración propia

Tabla 5*Número de accionistas y concentración de propiedad por año*

Año	N° accionistas	Concentración de propiedad
	Media	Media
2005	4	72%
2006	4	74%
2007	3	72%
2008	3	73%
2009	3	74%
2010	3	74%
2011	3	73%
2012	3	73%
2013	3	74%

Nota. Memoria anual BVL y SMV. Elaboración propia.

Entre otras variables independientes se pueden mencionar: apalancamiento (Eng y Mak, 2003; Xiao *et ál.*, 2004; Berglof y Pajuste, 2005; Anand *et ál.*, 2006; Barako *et ál.*, 2006; Da Silveira *et ál.*, 2008; Javaid y Iqbal, 2010; Samaha *et ál.*, 2012; Arsov y Bucevska; 2017); tamaño de la empresa (Chow y Wong-Boren, 1987; Debreceny *et ál.*, 2002; Patel y Dallas, 2002; Eng y Mak, 2003; Doidge *et ál.*, 2004; Klapper y Love, 2004; Berglof y Pajuste, 2005; Durnev y Kim, 2005; Hanifa y Rashid, 2005; Barako *et ál.*, 2006; Anand *et ál.*, 2006; Bozec y Bozec, 2007; Da Silveira *et ál.*, 2008; Donnelly y Mulcahy, 2008; Javaid y Iqbal, 2010; Boubaker *et ál.*, 2012; Samaha *et ál.*, 2012; Briano y Saavedra, 2015; Arsov y Bucevska, 2017; Crisóstomo y Brandão, 2018); desempeño de la empresa (Berglof y Pajuste, 2005; Anand *et ál.*, 2006; Da Silveira *et ál.*, 2008; Suk, 2008; Trabelsi *et ál.*, 2008; Samaha *et ál.*, 2012; Crisóstomo y Brandão, 2018). La construcción de las variables, se desarrolla en el Anexo A.

Con respecto a las variables del país, en el estudio de Doidge *et ál.* (2004) se tuvieron en cuenta como variables explicativas del país el índice del sistema legal (legal), medido por la multiplicación de las variables antidirector y estado de derecho. También se usaron la medida de desarrollo económico (PNB per cápita) y una medida de desarrollo financiero (capitalización bursátil por PBI).

Por su parte, Berglof y Pajuste (2005), utilizaron la variable estado de derecho, que es uno de los indicadores de gobernanza de los datos del Banco Mundial. Javaid y Iqbal (2010), consideraron la interacción de la concentración de propiedad y el estado de derecho, pero no son significativas.

Mientras que Durnev y Kim (2005) emplearon la variable legal igual a la multiplicación de INVESTOR por ENFORCE. INVESTOR es el índice de derechos de los directores (derechos de los accionistas) definido en La Porta *et ál.* (1998) y ampliado por Claessens *et ál.*, (1999) y Pistor *et ál.*

(2000). ENFORCE utiliza el promedio mensual de 1999 a 2000 del índice del estado de derecho, la evaluación de la ley y la tradición de orden de la Guía internacional de riesgo país.

En tanto, Klapper y Love (2004) hacen referencia a que el GC es más importante en países con escasa protección de los accionistas y poca eficiencia judicial, y las empresas tienen una baja clasificación de GC en países con un sistema legal débil. En su trabajo, utilizan tres medidas de eficacia jurídica: eficiencia judicial, índice construido por la Guía Internacional de Riesgo País (2000), derecho de los accionistas —la suma de dummies que identifican una acción/un voto, derechos de preferencia, acciones desbloqueadas, entre otros (La Porta *et ál.*, 1998); legalidad, es un índice del sistema legal y del entorno institucional construido como un promedio ponderado de eficiencia judicial, estado de derecho, corrupción, riesgo de expropiación y riesgo de rechazo del contrato (este índice es construido usando el análisis de componentes principales por Berkowitz *et ál.*, 2002). La última variable está conformada por el estado de derecho y corrupción, dos indicadores de gobernanza de los datos del Banco Mundial.

Teniendo en cuenta que se han considerado algunas variables de los indicadores de gobernanza en anteriores trabajos, en esta investigación se construye un índice de los seis indicadores de gobernanza de los datos del Banco Mundial: voz y rendición de cuentas, control de corrupción, efectividad del gobierno, estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo, calidad regulativa y estado de derecho. Por tanto, la variable de calidad de instituciones se utiliza en base a un método de análisis de factores de estos seis indicadores de gobernanza del Banco Mundial. Estos indicadores son un conjunto de datos de investigación que resumen las opiniones sobre la calidad de la gobernanza, facilitadas por un gran número de encuestados de empresas, ciudadanos y expertos en países industrializados y en desarrollo. De acuerdo con Pérez (2005), se decide realizar el método de análisis de factores, ya que reduce la probabilidad de que las estimaciones muestren un sesgo por variables omitidas. Esta técnica estadística reduce los datos usados para explicar las correlaciones entre las variables observadas en términos de un número menor de variables no observadas, llamadas factores. Para este análisis se tuvieron en cuenta 203 economías y se obtuvo una base de datos que posee una estructura de datos de panel, puesto que se observan “m” series para “i” países a lo largo de “t” años. Por consiguiente, la construcción de calidad de instituciones se basa en un conjunto de variables, resumido en factores continuos, y estas varían en el tiempo; lo que contribuye a una representación más clara que solo usar variables individuales (Kirch y Soares, 2012). Esta construcción de la variable calidad de instituciones se detalla en el Anexo B.

De este modo, las variables del país serán: la variación porcentual del PBI, información extraída de la página del BCRP; calidad de instituciones del país, la interacción entre la concentración de propiedad y la calidad de instituciones.

Continuando con el análisis, en la Tabla 6 se detallan las estadísticas descriptivas de las variables de la empresa y del país. En promedio, hay un cumplimiento del 84% de las PBGC y del 86% del índice de comunicación y transparencia informativa. La concentración de propiedad corresponde al 73% conformado por los accionistas mayoritarios y, en promedio, hay una baja calidad de instituciones en Perú del -29%.

Tabla 6

Estadísticas descriptivas

Variable	Obs.	Media	Desv. st.	Mín.	Máx.
<i>Variables dependientes</i>					
PBGC	342	0.8429	0.1037	0.5385	1
CTI	342	0.8659	0.1399	0.25	1
<i>Variables independientes empresa</i>					
Concentración de propiedad	342	0.7317	0.2262	0	1
Apalancamiento	342	0.2124	0.1512	0	0.6406
Ln Activo total	342	13.6579	1.2347	10.0621	16.2677
Ln Cap. bursátil	342	20.3411	1.6155	15.4935	23.7580
Desempeño1 - ROA	342	0.1364	0.1260	-0.2794	0.7680
Desempeño2 - Q de Tobin	342	1.3039	1.5943	0.0205	17.0629
<i>Variables independientes país</i>					
Cal. instituciones	342	-0.2992	0.0814	-0.454	-0.1881
Conc. propiedad * Cal. inst.	342	-0.2187	0.0918	-0.454	0
PBI total	342	6.5795	2.2731	1.0492	9.1431

Nota. Memoria Anual BVL y SMV, Bloomberg y Banco Mundial. Elaboración propia.

La Tabla 7 presenta la matriz de correlaciones para las variables de la empresa y del país. La correlación más alta es 0.4170 y corresponde a la correlación entre capitalización bursátil y ROA. Sin embargo, la mayoría de las correlaciones son bajas. Para la variable dependiente PBGC, el rango va desde -0.1277 a 0.1992, mientras que para la variable dependiente CTI, el rango va desde -0.0312 a 0.2469.

Tabla 7*Matriz de correlación*

Variables	PBGC	CTI	Conc. de prop.	Ln Activo total	Ln Cap. Bursátil	Apal.	QT	ROA	Cal. Inst.	Conc. de prop. * Cal. Inst.	PBI total
PBGC	1.0000										
CTI	0.6535 ***	1.0000									
Conc. de prop.	-0.1277	-0.0243	1.0000								
Ln Activo total	0.1571	0.2093 ***	0.0033	1.0000							
Ln Cap. Bursátil	0.1992 **	0.2469 ***	-0.0555	0.7670 ***	1.0000						
Apal.	0.0716	0.0246	-0.0390	0.2839 ***	0.0020	1.0000					
QT	0.1298	0.0875	-0.0990	-0.1684	0.3584 ***	-0.4190 ***	1.0000				
ROA	0.1156	0.1050	-0.0316	-0.0126	0.4170 ***	-0.3514 ***	0.6508 ***	1.0000			
Cal. Inst.	-0.1171	-0.0312	0.0091	0.2374 ***	0.1569	-0.0382	-0.0412	-0.0827	1.0000		
Conc. de prop. * Cal. Inst.	0.0203	-0.0002	-0.7364 ***	0.1281	0.1204	-0.0154	0.0364	-0.0237	0.6385 ***	1.0000	
PBI total	0.0227	0.0352	-0.0110	-0.0414	0.0142	-0.0002	0.0796	0.1112	0.1419	0.1008	1.0000

Nota. *, **, *** Indica un nivel de significancia de 10%, 5% y 1% respectivamente. Memoria Anual BVL y SMV, Bloomberg. Elaboración propia.

2.3 Modelo econométrico

Se utiliza el método de estimación GMM-Sys para analizar si las variables de la empresa o del país tienen un efecto sobre las PBGC o la CTI. En esta investigación no se aborda la estimación por OLS, efectos fijos o efecto aleatorio, puesto que estos métodos pueden ser inadecuados por no abarcar importantes fuentes potenciales de endogeneidad. Los estimadores de coeficientes se convertirían en inconsistentes si se genera algún grado de correlación entre regresores y el término de error. Por tanto, es necesario tratar la endogeneidad que surge de la determinación simultánea del índice de gobernanza y sus variables explicativas mediante el uso de técnicas econométricas como el GMM-Sys. El estimador GMM-Sys permite el uso de rezago de la variable dependiente como una variable de control y el uso eficiente de los retrasos apropiados de los regresores potencialmente endógenos como sus propias variables instrumentales.

Teniendo en cuenta los potenciales problemas de endogeneidad, se utiliza un modelo dinámico; esto controla el sesgo de las variables omitidas y la heterogeneidad del panel no observado. Importa controlar la endogeneidad porque es posible la existencia de causalidad inversa entre la calidad de gobierno corporativo y el valor o desempeño de la empresa. Da Silveira *et ál.* (2010), estudian la endogeneidad, debido a que las PBGC pueden influir en algunas de las variables que usualmente utilizan como sus determinantes; y para ello emplean el modelo GMM, que permite el uso

eficiente de los rezagos apropiados de los regresores potencialmente endógenos. Del mismo modo, Da Silveira *et ál.* (2008), Javaid y Iqbal (2010) y Brandão y Crisóstomo (2015) utilizan el modelo dinámico GM. Esta influencia de la calidad de gobierno corporativo sobre el valor o desempeño de la empresa se basa en literatura empírica como Durnev y Kim (2005), Klapper y Love (2004), Claessens (2006), Gillan (2006), Camacho (2017), Casas (2019), entre otros.

2.3.1 Estimación de modelo dinámico

$$Y_{it} = \beta_0 + a_1 Y_{it-1} + a_2 X_{it} + \sum_{k=1}^k \beta_{1k} W_{ikt} + \sum_{l=1}^L \beta_{2l} Z_{ilt} + v_i + e_{it} \quad (1)$$

Dónde: Y_{it} es la variable dependiente. En este trabajo se analizan las PBGC y CTI; X_{it} es la variable de desempeño medido por ROA y Q de Tobin, considerados como endógenos; W_{ikt} muestra las variables predeterminadas k-ésima de la empresa; Z_{ilt} representa las L variables exógenas. Los efectos no observados específicos de las empresas y constantes en el tiempo son representados por v_i ; e_{it} es el término de error idiosincrático; a y B son coeficientes estimados.

Se utiliza un panel de datos que permite combinar datos de corte transversal con series de tiempo, disponer de mayores grados de libertad, lo que implica modelar más información y encontrar posibles relaciones entre variables, controlar el impacto de la heterogeneidad no observada y obtener inferencias válidas sobre los parámetros. De acuerdo con la construcción de instrumentos en el panel data dinámico, existe la posibilidad de encontrar diferentes estimadores como el desarrollado por Arellano y Bond (1991), conocido como diferencia GMM, que usa el estimador como instrumento de los rezagos en diferencias. Arellano y Bover (1995) emplea el comando `xtdpdsys` y utiliza como variable instrumental rezagos de la variable endógena en diferencias y niveles. Esto permite trabajar con datos de panel compuesto. Después, se desarrolló un estimador que tiene como variables instrumentales los rezagos de la variable endógena en diferencias y en niveles. Se considera el estimador desarrollado por Roodman (2009), conocido como `xtabond2`, que utiliza ecuaciones con variables en niveles y en diferencias para instrumentalizar las variables endógenas. Además, funciona mejor para muestras de tiempo pequeño e introduce más opciones en el uso de instrumentos, permite trabajar separadamente la endogeneidad de las variables dependiente e independiente.

Las variables predeterminadas están instrumentadas por t-2 GMM; mientras más grande sea el período de tiempo, se podrá disponer de un mayor número de instrumentos. Las variables dependientes y la variable endógena, desempeño, son rezagadas por un año. Se usan t-2 a t-3 GMM para la variable desempeño y t-2 GMM para las variables dependientes.

De acuerdo con Roodman (2009), la validez de los instrumentos se demuestra a través del Test de Hansen, que es un mecanismo para testear la existencia o no de un exceso de instrumentos de las variables endógenas. Si el valor es mayor de 0.05, se acepta la hipótesis nula, es decir, los

instrumentos son válidos y no existe sobre identificación. En cuanto a la prueba de Arellano Bond AR (2), se acepta la hipótesis nula, es decir, no es significativa al 5% y no existe autocorrelación.



Capítulo 3. Resultados

En este capítulo se presentan los resultados obtenidos al realizar las distintas estimaciones para las diferentes especificaciones de modelos; además, se realiza la discusión de los resultados obtenidos. La diferencia entre las tablas presentadas está relacionada con la especificación de desempeño considerada, siendo, en un caso, contable (ROA) y, en otro, de mercado (Q de Tobin). Las siguientes tablas difieren de la variable desempeño ROA y Q de Tobin. La Tabla 8 muestra el desempeño de la empresa medido con una medida contable de rentabilidad: ROA. Del modelo 8-1 al 8-4 se presentan las regresiones considerando PBGC como la variable dependiente, y del modelo 8-5 al 8-8 la variable dependiente es CTI. La diferencia en las especificaciones radica en la definición del tamaño, habiendo considerado dos especificaciones Ln activo total y Ln capitalización bursátil. Además, en algunas especificaciones se consideran *dummies* sectoriales.

Tabla 8

Determinantes de las prácticas de buen gobierno corporativo y de la comunicación y transparencia informativa. Regresiones con variable de desempeño ROA

Modelo de estimación	PBGC				CTI			
	(8-1)	(8-2)	(8-3)	(8-4)	(8-5)	(8-6)	(8-7)	(8-8)
Constante	-0.0819 (-1.76)*	0.0199 (0.32)	-0.0120 (-0.24)	0.0608 (0.87)	0.0670 (0.64)	0.3147 (2.56)**	0.0231 (0.19)	0.2521 (2.15)**
PBGC/CTI (rez)	1.0162 (32.68)***	0.9783 (37.59)***	0.9050 (19.40)***	0.9363 (15.74)***	0.7851 (17.99)***	0.8038 (15.85)***	0.7206 (16.68)***	0.7916 (15.42)***
Concentración de Propiedad	-0.0739 (-2.34)**	-0.0822 (-2.30)**	-0.0838 (-2.21)**	-0.0628 (-1.39)	-0.1398 (-1.45)	-0.1588 (-1.72)*	-0.1779 (-1.47)	-0.1391 (-1.37)
Apalancamiento	-0.0776 (-3.91)***	-0.0336 (-3.15)***	-0.1277 (-4.58)***	-0.0782 (-3.94)***	-0.0328 (-1.23)	0.0077 (0.34)	-0.0712 (-1.41)	-0.0066 (-0.17)
Ln Activo total	0.0094 (3.98)***		0.0105 (3.58)***		0.0136 (2.99)***		0.0235 (3.68)***	
Ln Cap. Bursátil		0.0023 (1.04)		0.0009 (0.35)		-0.0025 (-0.65)		0.0008 (0.20)
Desempeño1-ROA	-0.0571 (-3.92)***	-0.0278 (-1.90)*	-0.0830 (-5.32)***	-0.0362 (-1.73)*	-0.0675 (-2.16)**	-0.0265 (-0.90)	-0.0693 (-1.92)*	-0.0226 (-0.73)
Cal. Inst	0.1422 (1.63)	0.1333 (1.72)*	0.1202 (1.51)	0.1055 (1.05)	0.0950 (0.50)	0.2064 (1.29)	0.0465 (0.20)	0.1200 (0.63)
Conc. Propiedad * Cal. Inst	-0.3230 (-3.18)***	-0.3116 (-3.16)***	-0.3012 (-2.83)***	-0.2641 (-2.00)*	-0.3125 (-1.27)	-0.3637 (-1.81)*	-0.3222 (-1.01)	-0.2787 (-1.13)
PBI total	-0.0015 (-2.12)**	-0.0009 (-1.41)	-0.0016 (-2.76)***	-0.0011 (-1.80)*	0.0014 (1.70)*	0.0008 (0.73)	0.0018 (1.94)*	0.0012 (1.21)

Dummy Sectorial	PBGC				CTI			
	No	No	Sí	Sí	No	No	Sí	Sí
N. obs.	304	304	304	304	304	304	304	304
Instrumentos	30	30	37	37	30	30	37	37
N. empresas	38	38	38	38	38	38	38	38
Prob. (F)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR (2)	0.275	0.240	0.346	0.259	0.255	0.275	0.245	0.254
Hansen	0.211	0.251	0.199	0.306	0.323	0.389	0.342	0.369

Nota. *, **, *** Indica un nivel de significancia de 10%, 5% y 1% respectivamente. Memoria Anual BVL y SMV, Bloomberg y Banco Mundial. Elaboración propia.

Los resultados muestran una relación negativa y significativa al 5% entre las PBGC y la concentración de propiedad, lo que se observa en tres de cuatro especificaciones del modelo. En el caso de CTI, si bien la relación también es negativa, se observa una evidencia débil, ya que esta relación es significativa en una de las especificaciones al 10%. En lo referente a la calidad de institución y su relación con las PBGC, si bien la relación que se obtiene es positiva, la evidencia es débil, ya que solo es significativa en una especificación del modelo al 10%. En el caso de CTI los resultados obtenidos no son significativos. Además, se encuentra una relación negativa y significativa al 1% entre las PBGC y la interacción de la concentración de propiedad y calidad de instituciones, esto se presenta en tres especificaciones del modelo; y en la cuarta estimación se evidencia un signo negativo y significativo al 10%. En CTI el signo es negativo; sin embargo, se refleja una relación débil, ya que es significativo al 10% solo en una especificación.

En cuanto a las demás variables de control, existe un efecto negativo y significativo al 1% entre las PBGC y el apalancamiento; esto se presenta en las cuatro estimaciones. Pero, en el caso del CTI, pese a poseer el signo esperado, no resultó significativo. En la variable tamaño, específicamente el Ln del activo total, se evidenció una relación positiva con las PBGC y CTI al 1%. Sin embargo, teniendo en cuenta el Ln de la capitalización bursátil los resultados no son significativos. Por otro lado, el desempeño, medido por el ROA, presenta un signo negativo y significativo al 1% y 10% sobre las PBGC; el mismo efecto tiene sobre la CTI, y significativo al 1% y 5% solo en dos modelos.

De acuerdo con los resultados, el efecto negativo de la concentración de propiedad hallado sobre las PBGC y CTI es acorde a la literatura previa, como lo encontrado por Doidge *et ál.* (2004), Berglof y Pajuste (2005), Anand *et ál.* (2006), Bozec y Bozec (2007), Da Silveira *et ál.* (2008), Javaid y Iqbal (2010), Brandão y Crisóstomo (2015), Briano y Saavedra (2015), Utama *et ál.* (2017), Crisóstomo y Brandão (2018). Esto comprueba que el accionista controlador sí tiene un comportamiento oportunista, generando un conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, y a su vez tiene incentivos para conservar controles internos débiles debido a la expropiación; por tanto, el accionista dominante no adoptará las buenas prácticas del GC. El signo positivo de la calidad de

instituciones coincide con los trabajos de Klapper y Love (2004) y Durnev y Kim (2005); entonces, las empresas que se encuentran en países con entornos legales débiles tienen poca flexibilidad para mejorar la protección de sus inversionistas y esto produce la reducción de las PBGC. El efecto entre la interacción de la concentración de propiedad y calidad de instituciones sobre las PBGC es negativo, tal como se presenta en el estudio de Durnev y Kim (2005); es decir, el impacto de la concentración de la propiedad sobre las PBGC es mayor en un régimen legal débil. En ausencia de protección legal para los inversionistas, la concentración de propiedad se vuelve una herramienta importante para resolver el conflicto de agencia entre los accionistas controladores y minoritarios.

La variable apalancamiento presenta un signo negativo de acuerdo con el trabajo de Anand *et ál.* (2006); esto hace referencia a que las empresas con un bajo apalancamiento pueden estar mejor capacitadas para requerir deuda y los prestamistas usualmente solicitan un cumplimiento de prácticas a través de acuerdos para el caso de deuda pública o monitoreo en el caso de préstamos bancarios. El tamaño tiene un efecto positivo en ambas variables dependientes; es decir, las grandes empresas enfrentan mayores costos de agencia, debido al libre flujo de efectivo o por la dificultad de monitorearlas; de este modo, adoptan mayores PBGC para mitigar el problema. Además, las empresas de mayor tamaño son más propensas a divulgar información para disminuir las presiones por parte del gobierno y organismos reguladores. Este resultado se evidencia en Klapper y Love (2004), Doidge *et ál.* (2004), Berglof y Pajuste (2005), Durnev y Kim (2005), Bozec y Bozec (2007), Da Silveira *et ál.* (2008), entre otros.

Por último, el desempeño, medido por ROA, presenta un signo negativo y significativo sobre las PBGC y la CTI. Sin embargo, esto no coincide con el signo esperado, según marco teórico y la literatura. Cabe recalcar que, en todas las estimaciones, las restricciones de sobreidentificación son válidas, lo que se comprueba a través del Test de Hansen. Además, no existe correlación serial, de acuerdo con resultado de AR (2).

La Tabla 9 muestra el desempeño de la empresa medido con una medida de mercado de rentabilidad: Q de Tobin. Del modelo 9-1 al 9-4 se presentan las regresiones considerando PBGC como la variable dependiente, y del modelo 9-5 al 9-8 la variable dependiente es CTI. La diferencia en las especificaciones radica en la definición del tamaño, habiendo considerado dos especificaciones, Ln activo total y Ln capitalización bursátil. Además, en algunas especificaciones se consideran dummies sectoriales.

Tabla 9

Determinantes de las prácticas de buen gobierno corporativo y de la comunicación y transparencia informativa. Regresiones con variable de desempeño Q de Tobin

Modelo de estimación	PBGC				CTI			
	(9-1)	(9-2)	(9-3)	(9-4)	(9-5)	(9-6)	(9-7)	(9-8)
Constante	-0.1863 (-3.18)***	-0.2279 (-3.67)***	-0.1223 (-1.57)	-0.1468 (-2.31)**	-0.0093 (-0.18)	0.1443 (2.27)**	0.0776 (1.23)	0.2229 (2.21)**
PBGC/CTI (rez)	0.9899 (28.68)***	1.0056 (31.47)***	0.9619 (21.01)***	0.9661 (29.61)***	0.7919 (23.11)***	0.7973 (25.51)***	0.7078 (19.81)***	0.7356 (16.70)***
Concentración de Propiedad	-0.0634 (-1.59)	-0.0473 (-1.17)	-0.0756 (-1.48)	-0.0556 (-1.20)	-0.2358 (-3.91)***	-0.1784 (-3.23)***	-0.2244 (-2.96)***	-0.1914 (-3.19)***
Apalancamiento	-0.1616 (-4.80)***	-0.1094 (-3.73)***	-0.1774 (-4.67)***	-0.1175 (-3.52)***	-0.1194 (-4.97)***	-0.0338 (-1.56)	-0.1278 (-3.09)***	-0.0669 (-1.25)
Ln Activo total	0.0185 (7.02)***		0.0156 (6.42)***		0.0250 (6.42)***		0.0230 (5.66)***	
Ln Cap. Bursátil		0.0133 (7.03)***		0.0100 (6.33)***		0.0071 (1.81)*		0.0073 (1.89)*
Desempeño2- Q de Tobin	-0.0107 (-5.52)***	-0.0101 (-4.67)***	-0.0102 (-5.82)***	-0.0071 (-3.80)***	-0.0052 (-2.35)**	-0.0041 (-1.56)	-0.0030 (-1.05)	-0.0050 (-1.64)
Cal. Inst	0.1101 (1.27)	0.1200 (1.26)	0.1466 (1.45)	0.0914 (0.86)	0.3581 (2.70)**	0.3187 (2.52)**	0.2281 (1.39)	0.1960 (1.45)
Conc. Propiedad * Cal. Inst	-0.3253 (-2.69)**	-0.2744 (-2.22)**	-0.3539 (-2.54)**	-0.2439 (-1.76)*	-0.6703 (-3.56)***	-0.5430 (-3.24)***	-0.5097 (-2.21)**	-0.3860 (-2.04)**
PBI total	-0.0003 (-0.66)	-0.0005 (-0.77)	-0.0005 (-0.66)	-0.0004 (-0.47)	0.0020 (2.34)**	0.0008 (1.09)	0.0019 (2.39)**	0.0008 (0.98)
Dummy Sectorial	No	No	Sí	Sí	No	No	Sí	Sí
N. obs.	304	304	304	304	304	304	304	304
Instrumentos	30	30	37	37	30	30	37	37
N. empresas	38	38	38	38	38	38	38	38
Prob. (F)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR (2)	0.348	0.321	0.358	0.294	0.231	0.261	0.241	0.248
Hansen	0.231	0.198	0.325	0.295	0.46	0.307	0.34	0.416

Nota. *, **, *** Indica un nivel de significancia de 10%, 5% y 1% respectivamente. Memoria Anual BVL y SMV, Bloomberg y Banco Mundial. Elaboración propia

Pese a existir una relación negativa entre las PBGC y la concentración de propiedad, esta no es significativa. Sin embargo, en CTI los resultados muestran una relación negativa y significativa al 1%. En referencia a la calidad de institución, no se encuentra una relación significativa con las PBGC. En cambio, la relación de la CTI y calidad de institución es positiva, pero la evidencia es débil ya que solo

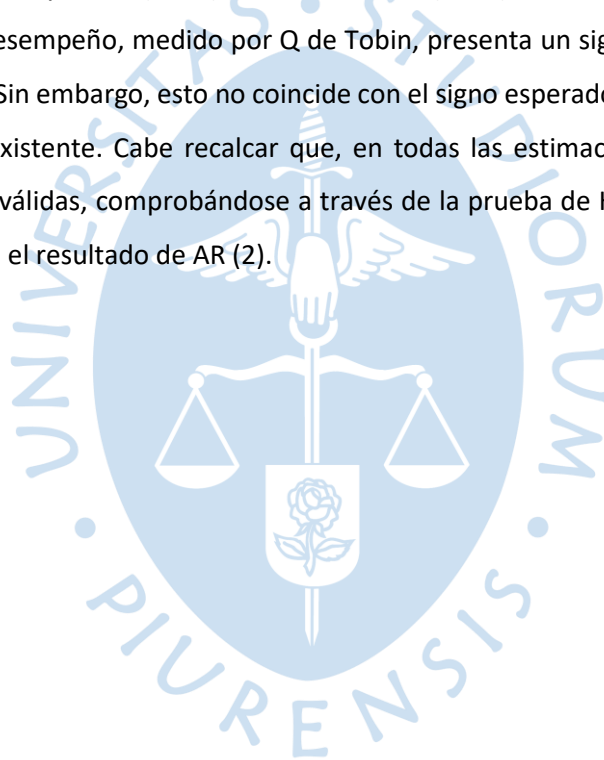
es significativa en dos especificaciones del modelo al 5%. Además, se encuentra una relación negativa y significativa al 5% entre las PBGC y la interacción de la concentración de propiedad y calidad de instituciones, lo que se presenta en tres especificaciones del modelo; y en la cuarta estimación se evidencia un signo negativo y significativo al 10%. En dos especificaciones existe una relación negativa y significativa al 1% entre la CTI y la interacción de la concentración de propiedad y calidad de instituciones; en la cuarta y quinta estimaciones se evidencia un signo negativo y significativo al 5%.

En cuanto a las demás variables de control, existe un efecto negativo y significativo al 1% entre las PBGC y el apalancamiento, que se presenta en las cuatro estimaciones. Pero, en el caso de CTI, pese a poseer el signo esperado, la evidencia es débil, ya que es significativo en dos modelos al 1%. En la variable tamaño, se evidencia una relación positiva y significativa al 1% entre las PBGC y el Ln del activo total; el mismo resultado se presenta entre las PBGC y el Ln de la capitalización bursátil. Se encuentra una relación positiva y significativa al 1% entre la CTI y el Ln del activo total; mientras que entre la CTI y el Ln de la capitalización bursátil se presenta un signo positivo y significativo al 10%. Por otro lado, el desempeño, medido por Q de Tobin, presenta un signo negativo y significativo sobre las PBGC en los cuatro modelos. En cuanto a la relación entre CTI y Q de Tobin, se encuentra un signo negativo y significativo solo en un modelo al 5%.

Con estos resultados, el efecto negativo de la concentración de propiedad hallado sobre la CTI es acorde con la literatura previa, como aparece en Chau y Gray (2002), Doidge *et ál.* (2004), Berglof y Pajuste (2005), Barako. *et ál.* (2006), Bozec y Bozec (2007), Bauwhede y Willekens (2008), Boubaker *et ál.* (2012), Briano y Saavedra (2015) y Arsov y Bucevska (2017). Esto hace referencia a que en empresas con participación de una alta concentración de propiedad, la transparencia en la información será menor, ya que la información puede ser transmitida directamente a través de los canales informales, o cuando existe una mayor alineación de intereses, lo cual reduce la necesidad de un mejor gobierno para los accionistas minoritarios. La relación positiva entre la CTI y la calidad de institución coincide con los trabajos de Doidge *et ál.* (2004), Berglof y Pajuste (2005), Durnev y Kim (2005); por tanto, el entorno institucional influye en las empresas para la adopción de principios de transparencia de mercado. La transparencia de información dependerá del marco legal en un país; esto conduce a indicar que cuando existe una baja protección de los inversores, como parte de la calidad de institución, disminuye la CTI. Además, el efecto entre la interacción de la concentración de propiedad y calidad de instituciones sobre la CTI es negativo, tal como se presenta en el estudio de Durnev y Kim (2005); es decir, el impacto de la concentración de la propiedad sobre la CTI es mayor en un régimen legal débil. En ausencia de protección legal para los inversionistas, la concentración de propiedad se vuelve una herramienta importante para resolver el conflicto de agencia entre los accionistas controladores y minoritarios.

La variable apalancamiento presenta un signo negativo de acuerdo con los trabajos de Eng y Mak (2003) y Arsov y Bucevska (2017); se genera un impacto negativo del apalancamiento sobre la divulgación, por motivos de vanidad y, de acuerdo con la mentalidad de gerentes locales, los gerentes de empresas endeudadas podrían no estar dispuestos a revelar información. El mismo efecto se halla entre las PBGC y el apalancamiento, explicado en el apartado anterior. El tamaño tiene un efecto positivo en ambas variables dependientes; es decir, las grandes empresas enfrentan mayores costos de agencia debido al libre flujo de efectivo o por la dificultad de monitorearlas; es así que adoptan mayores PBGC para mitigar ese problema. Además, las empresas de mayor tamaño son más propensas a divulgar información para disminuir las presiones por parte del gobierno y organismos reguladores. Este resultado se evidencia en Klapper y Love (2004), Doidge *et ál.* (2004), Berglof y Pajuste (2005), Durnev y Kim (2005), Bozec y Bozec (2007), Da Silveira *et ál.* (2008), entre otros.

Por último, el desempeño, medido por Q de Tobin, presenta un signo negativo y significativo sobre las PBGC y la CTI. Sin embargo, esto no coincide con el signo esperado, de acuerdo con el marco teórico y la literatura existente. Cabe recalcar que, en todas las estimaciones, las restricciones de sobreidentificación son válidas, comprobándose a través de la prueba de Hansen. Además, no existe correlación serial, según el resultado de AR (2).



Conclusiones

En la presente investigación se ha analizado el efecto de la concentración de propiedad, la calidad de instituciones y la interacción de la concentración de propiedad y calidad de instituciones sobre las PBGC y CTI en una muestra de 38 empresas peruanas de la BVL por un período de nueve años (2005-2013); además, teniendo en cuenta el problema de endogeneidad, se utilizó el modelo dinámico GMM. En primer lugar, de acuerdo con las estadísticas descriptivas se comprueba una alta concentración de propiedad, medida por el porcentaje de tenencia de acciones con una participación de los accionistas mayor del 5%; esto coincide con el estudio de Johnston (2004), que observa que las empresas latinoamericanas tienen un control corporativo desempeñado por accionistas mayoritarios. Asimismo, respondiendo a las hipótesis de este estudio se encuentra un menor cumplimiento de las PBGC cuando existe alta concentración de propiedad, considerando el ROA como variable de desempeño. Por otro lado, se halla un menor cumplimiento de la comunicación y transparencia de información cuando existe alta concentración de propiedad, tomando la Q de Tobin como variable de desempeño. Esto desemboca en un conflicto de agencia principal - principal, donde el accionista controlador sí tiene un comportamiento oportunista, generando un conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, y a su vez tiene incentivos para conservar controles internos débiles debido a la expropiación; por tanto, el accionista dominante no adoptará las buenas prácticas del GC. Además, los accionistas controladores están menos inclinados a la transparencia y a la divulgación de información, ya que la información puede ser transmitida directamente a través de los canales informales, a raíz de la mayor alineación de intereses, lo cual reduce la necesidad de un mejor gobierno para los accionistas minoritarios.

Por otro lado, las empresas que pertenecen a países con entornos legales débiles tienen poca flexibilidad para mejorar la protección de sus inversionistas y esto genera la disminución en las PBGC. En este estudio, se manifiesta que la calidad de la institución es débil; por ende, existe un menor cumplimiento de la comunicación y transparencia de información de las empresas peruanas. Es preciso recalcar que la significancia de esta variable mejora cuando se considera la Q de Tobin como variable de desempeño. De este modo, se comprueba que en los países con un desarrollo débil es costoso mejorar la protección de los inversionistas, ya que carecen de infraestructura institucional y la buena gobernanza tiene costos políticos.

Observando los resultados, estos mejoran cuando la variable dependiente es CTI y se considera la Q de Tobin como variable de desempeño. Cabe resaltar que se utilizó la Q simple. Montoro y Navarro (2010) expresan que tanto la Q de Tobin estimada por la metodología de Chung y Pruitt (1994) y la que considera la capitalización bursátil respecto del total de activos (Q simple) no presentan diferencias significativas. Debido a esto, se sugiere que la Q simple podría ser utilizada como una buena aproximación de Q de Tobin para futuros estudios.

Por último, se analiza una variable conformada por la interacción de la concentración de propiedad y calidad de instituciones; es decir, se trata de estudiar el efecto de la concentración de propiedad sobre las PBGC considerando calidad de las instituciones en Perú. Se descubre que el efecto de la concentración de propiedad sobre las prácticas de buen gobierno y sobre la comunicación y transparencia informativa es mayor cuando hay una baja calidad de las instituciones, es decir, existe un régimen legal débil. Por tanto, en ausencia de protección legal para los inversionistas, la concentración de propiedad se vuelve una herramienta importante para resolver el conflicto de agencia entre los accionistas controladores y minoritarios.



Lista de referencias

- Acemoglu, D. y Johnson, S. (2005). Unbundling institutions. *Journal of Political Economy*, 113, 949-995.
- Agüero, J. (2009). Gobierno corporativo: Una aproximación al estado del debate. *Visión de Futuro*, 11(1).
- Alam, I. y Deb, S. K. (2010). Human resource accounting disclosure (HRAD) in Bangladesh: multifactor regression analysis—a decisive tool of quality assessment. *The Cost and Management*, 38(3), pp. 9-13.
- Anand, A., Milne, F. y Purda, L. (2006). Voluntary Adoption of Corporate Governance Mechanisms. Documento de trabajo presentado 2006 Annual Meetings of the American Law and Economics Association.
- Arellano, M. y Bond, S. R. (1991). Some tests of specifications for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58, pp. 277-297.
- Arellano, M. y Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Econometrics*, 68, pp. 29-51.
- Arsov, S. y Bucevska, V. (2017). Determinants of transparency and disclosure – evidence from post-transition economies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), pp. 745-760.
- Arzbach, M. (2004). Gobiernos Corporativos en Mercados Emergentes y el Caso de las Cooperativas de Ahorro y Crédito en América Latina. Confederación Alemana de Cooperativas.
- Ashbaugh, H., Karla, M. J. y Terry, D.W. (1999). Corporate reporting on the Internet. *Accounting Horizons*, 13(3), pp. 241-257.
- Attig, N., Fong, W-M., Lang, L. y Gadhoum, Y. (2006). Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking and Finance*, 30, pp. 2875- 2892.
- Banghøj, J. y Plenborg, T. (2008). Value Relevance of Voluntary Disclosure in the Annual Report. *Accounting and Finance*, 48(2), pp. 159-180.
- Barako, D. G., Hancock, P. e Izan, H. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), pp. 107-125.
- Bauwhede, H. V. y Willekens, M. (2008). Disclosure on corporate governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review*, 16(2), pp. 101-115.
- Berglof, E. y Pajuste, A. (2005). What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe. Documento de trabajo. Stockholm School of Economics.
- Berkowitz, D., Pistor, K. y Richard, J-F. (2002). Economic Development, Legality, and the Transplant Effect. *European Economic Review*, 47(1), pp. 165-195.

- Berle, A. y Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.
- Bernal, A. y Mariño, R. (2013). *Gobierno corporativo para empresas del mercado peruano – Casos de buenas prácticas*. CAF – Banco de Desarrollo de América Latina.
- Boubaker, S., Lakhali, F. y Nekhili, M. (2012). The determinants of web-based corporate reporting in France. *Managerial Auditing Journal*, 27, pp. 126-155.
- Bozec, Y. y Bozec, R. (2007). Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects? *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 24, pp. 182-95.
- Brandão, I. F. y Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(3), pp. 438-469.
- Briano, G. y Saavedra, M. (2015). La Composición del Consejo de Administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: Evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 31(2015), pp. 275-286.
- Burneo, K. y Lizarzaburu, E. (2016). Gobierno Corporativo en Mercados emergentes: Impacto en la Bolsa de Valores de Lima - BVL. *Revista Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, 10(3).
- Camacho, N. (2017). Efecto de la aplicación de las buenas prácticas de gobierno corporativo en el desempeño operativo de las empresas peruanas listadas en la Bolsa de Valores de Lima para los años 2008-2013 [Tesis de licenciatura]. Universidad de Piura.
- Casas, C. (2019). Impacto del Buen Gobierno Corporativo en diferentes variables bursátiles. *Finance* 453.
- Chau, G. K. y Gray, S. J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting*, 37, pp. 247-265.
- Chong, A. y López de Silanes, F. (2007). *Corporate Governance in Latin America* [Documento de trabajo]. Inter-American Development Bank.
- Chow, C. W. y Wong-Boren, A. (1987). Voluntary financial disclosure by Mexican corporations. *The Accounting Review*, 62(3), pp. 533-41.
- Chung, K. y Pruitt, S. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), pp. 70-74.
- Claessens, S. (2006). Corporate governance and development. *World Bank Research Observer*, 21(1), pp. 91-122.
- Claessens, S., Djankov, S. y Nenova, T. (1999). *Corporate growth risk around the world*. Mimeo, World Bank, CEPR, and Harvard University.

- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. y Lang, L. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57, pp. 2741-2771.
- Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81-112.
- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev). (2002). Principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas. Procapitales.
- Connelly, B. L., Hoskisson, R., Tihanyi, L. y Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of management studies*, 47(8), pp. 1561-1589.
- Crisóstomo, V. L. y Brandão, I. F. (2018). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance*, 19(1), pp. 120-140. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0043>
- Da Silveira, A. M., Leal, R.P.C., Carvalhal-da-Silva, A. L. y Barros, L.A.B.C. (2010). Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance – An International Journal of Business in Society*, 10 (2), 191-202.
- Da Silveira, A. M., Leal, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L. y Barros, L. A. B. C. (2008). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. [Documento de trabajo]. Oxford Business and Economics Conference.
- Daniels, R. J. y Halpem, P. (1996). Too Close for Comfort: The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy. *The Canadian Business Law Journal*, 26, pp. 11-62.
- Debreceeny, R., Glen L. G. y Asheq, R. (2002). The determinants of internet reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21(4), pp. 371-394.
- Deloitte. (S. f.). ¿Qué es el gobierno corporativo? Deloitte. <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177.
- Djankov, S., La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp. 430-465.
- Doidge, C., Karolyi, G. y Stulz, R. (2004). Why do countries matter so much for corporate governance? [Documento de trabajo]. University of Toronto and Ohio State University.
- Donnelly, R. y Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), pp. 416-429.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. y Zimmerman, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Return: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(4), pp. 267-293.

- Durnev, A. y Kim, H. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of Finance*, 60(3), pp. 1461-1493.
- Eng, L. y Mak, Y. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, pp. 325-345.
- Gandía, J. L. (2008). Determinants of interest-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies. *Online Information Review*, 32(6), pp. 791-817.
- Garay, U. y González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), pp. 194–210.
- Garrido, J. J. (2005). Concentración de la propiedad, riesgo y desempeño de la firma: el caso de la Bolsa de Valores en Lima [Tesis Doctoral]. ESAN-ESADE.
- Gillan, S.L. (2006). Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), pp. 381–402.
- Gugler, K. y Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 4(4), pp. 731-758.
- Hanifa, M. y Rashid, H. (2005). The determinants of voluntary disclosures in Malaysia: The case of internet financial reporting. *UNITAR E-Journal*, 2(1), pp. 22-42.
- Haniffa, R. y Cooke, T. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), pp. 317-349.
- Hayes, S., Hodges, K. y Hughes, L. (2010). A Study of the efficacy of Altman's Z to predict bankruptcy of specialty retail firms doing business in contemporary times. *Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives*, pp. 130-134.
- Holderness, C. G. y Sheehan, D. P. (1998). Constraints on Large-Block Shareholders. National Bureau of Economic Research .
- Holm, C. y Scholer, F. (2010). Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms - The Importance of Ownership Dispersion and Exposure toward the International Capital Market. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), pp. 32-47.
- Huafang, X. y Jianguo, Y. (2007). Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 22(6), pp. 604-619.
- Inchausti, B. G. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation. *European Accounting Review*, 6(1), pp. 45-68.
- Javaid, A. Y. e Iqbal, R. (2010). Corporate Governance in Pakistan: Corporate Valuation, Ownership and Financing. *Pakistan Institute of Development Economics (PIDE) Working Papers and Research Reports*, 1-81.

- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jindal, S. y Kumar, M. (2012). The determinants of HC disclosures of Indian firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(2), pp. 221-247.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. y Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 141-186.
- Johnston, D. (2004). White Paper on Corporate Governance in Latin American. Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD).
- Kirch, G. y Soares, P. (2012). Determinants of corporate debt maturity in South America: Do institutional quality and financial development matter? *Journal of Corporate Finance*, 18(1), pp. 980-993.
- Klapper, L. y Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), pp. 703-728.
- Konzelmann, S., Wilkinson, F., Fovargue-Davies, M. y Sankey, D. (2010). Governance, regulation and financial market instability: the implications for policy. *Cambridge Journal of Economics*, 34, pp. 929-954.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. *Journal of Finance*, 57, pp. 265-301.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, vol. 52, No. 3, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 10(6), pp. 1113-1155.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54, pp. 471-517.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Finance*. Econ., 58, pp. 3-27.
- Lagos, D. y Vecino, C. (2011). Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. *Tendencias*, 12(2), pp. 230–253.
- Maher, M. y Andersson, T. (1999). Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. [Documento de trabajo]. OECD.
- Mallin, C., Pindado, J. y de la Torre, C. (2007). El gobierno corporativo y su influencia en los procesos de toma de decisiones financieras. *Análisis Financiero*, 6(14).

- Martínez, J. J. (2007). El gobierno corporativo en el Perú: Contribución para reenfocar el concepto. *Revista de Economía y Derecho*, 4(14), pp. 41-51.
- Martínez, I. D. (2010). Algunas reflexiones sobre el gobierno corporativo. *Dimensión Económica*, Instituto de Investigaciones Económicas, 1(2), pp. 1-9.
- Matute, G., Fabián, L., Pacheco, L., Trinidad, O. y Ureta, C. (2010). *Gobernabilidad de las empresas familiares peruanas y principios de buen gobierno corporativo*. ESAN Ediciones.
- Maug, E. (1998). The largest shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53(1), pp. 65-98.
- McConnell, J. y Servaes, H. (1995). Equity Ownership and the Two Faces of Debt. *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 131-157.
- Mckinnon, J. L. y Dalimunthe, L. (1993). Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies. *Accounting and Finance*, May, pp. 33-50.
- Molina, C. A. (2006). Los directores independientes y el gobierno de las empresas. *Debates IESA*, 11(4), pp. 20-24.
- Montoro, C. y Navarro, A. (2010). Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana. *Revista Estudios Económicos*, 19(septiembre), pp. 33-45.
- Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- Oneto, A. (2017, abril 17). La importancia de tener buenos gobiernos corporativos. Banco de Desarrollo de América Latina (CAF).
- Ostberg, P. (2004). *Disclosure, Investment and Regulation*. [Manuscrito no publicado]. Stockholm School of Economics.
- Owusu-Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33(5), pp. 605-631.
- Parsa, S., Kouhy, R. y Tzovas, C. (2007). Governance and Social Information Disclosure Evidence From the UK. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 3(3), pp. 205-222.
- Patel, S. A. y Dallas, G. (2002). Transparency and disclosure: overview of methodology and study results—United States. *Standard and Poor's*.
- Pérez, C. (2005). *Técnicas estadísticas con SPSS 12: Aplicaciones al análisis de datos* (2da. edición). Pearson Educación.
- Pistor, K., Raiser, M. y Gelfer, S. (2000). Law and finance in transition economies. *The Economics of Transition*, 8, pp. 325-368.
- Portalanza, A. (2013). Gobierno corporativo una aproximación teórica. *Saber, Ciencia y Libertad*, 8(1), pp. 117-124

- Roe, M. J. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. Oxford University Press.
- Roodman, D. M. (2009). How to do xtabond2: An introduction to Difference and System GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9, pp. 86-136.
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K. y Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting*, 28(1), pp. 168–178.
- Semberoiz, F. (2008). *El buen gobierno corporativo*. Universidad Católica de Argentina.
- Shleifer, A. y Vishny R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783.
- Shleifer, A. y Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66, pp. 3-27.
- Stulz, R. (1988). On Takeover Resistance, Managerial Discretion and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 25-54.
- Suk, K. S. (2008). Simultaneous relationship between ownership structure, corporate governance, and firm value in Indonesia. *The Southeast Asian Journal of Management*, 2(1), pp. 1-25.
- Thomsen, S. y Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), pp. 689-705.
- Thomsen, S., Pedersen, T. y Kvist, H.K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control-based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), pp. 246-269.
- Trabelsi, S., Labelle, R. y Dumontier, P. (2008). Incremental voluntary disclosure on corporate web sites: Determinants and consequences. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 4(2), pp. 120-155.
- Utama, C. A., Utama, S. y Amarullah, F. (2017). Corporate governance and ownership structure: Indonesia evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), pp. 165-191.
- Watts, R. L. y Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall.
- Watts, R. L. (1977). Corporate financial statements, a product of the market and political process. *Australian Journal of Management*, 2(1), pp. 53-75.
- Xiao, J. Z., Yang, H. y Chow, C. W. (2004). The determinants and characteristics of voluntary Internet - based disclosures by listed Chinese companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(3), pp. 191-225.
- Young, M. N, Peng, M. W, Ahlstrom, D. y Bruton, G. D. (2003). Principal-Principal Agency. *Chinese Management Review*, 6(1), pp. 17-45.



Anexos





Anexo 1. Construcción de variables

Variables explicativas	Nat.	Fórmula
<i>Variables independientes a nivel empresa</i>		
Concentración de propiedad	Pred.	Participación accionaria del 5% a más
Apalancamiento	Pred.	Deuda total/Activo total
Ln AT	Pred.	Ln (Activo total)
Ln CB	Pred.	Ln (Capitalización bursátil)
Desempeño1 - ROA	Endógeno	EBIT/ Activo total
Desempeño2 - Q de Tobin	Endógeno	Capitalización bursátil/ Activo total
<i>Variables independientes a nivel país</i>		
Cal. Instituciones	Exógeno	Análisis factorial. Ver anexo B.
Conc. Propiedad * Cal. Inst.	Pred.	Concentración de propiedad * calidad de instituciones
PBI total	Exógeno	Variación porcentual del PBI

Nota. Memoria Anual BVL y SMV, Bloomberg y Banco Mundial. Elaboración propia.



Anexo 2. Construcción de la variable 'calidad de instituciones'

Para la construcción de esta variable se utiliza la base de datos del Banco Mundial: "Governance Indicators dataset". La conforman seis indicadores que se basan en más de 30 fuentes de datos subyacentes que informan las percepciones de gobernanza de un gran número de encuestados y evaluaciones de expertos en todo el mundo. Los detalles sobre los orígenes de datos subyacentes, método de agregación y la interpretación de indicadores se encuentran en el documento de Daniel Kaufmann, Aart Kraay y Massimo Mastruzzi (2010), "The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues".

De acuerdo con Pérez (2005), se decide realizar el método de análisis de factores, ya que reduce la probabilidad de que las estimaciones muestren un sesgo por variables omitidas. Además, esto evitaría problemas de multicolinealidad. Se tiene en cuenta que el requerimiento del cálculo de factores se genera cuando las variables observadas se encuentran correlacionadas; por tanto, si se incluyen las variables de manera individual, esto resultaría con interpretaciones erróneas. Esta técnica estadística reduce los datos usados para explicar las correlaciones entre las variables observadas en términos de un número menor de variables no observadas, llamadas factores.

Los seis indicadores reportados para 214 economías del mundo son: voz y rendición de cuentas, control de corrupción, efectividad del gobierno, estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo, calidad regulatoria y estado de derecho. Estos indicadores son utilizados en la construcción de la variable calidad de instituciones. Se obtiene una base de datos que posee una estructura de datos de panel, puesto que se observan "m" series para "i" países a lo largo de "t" años. De esta manera, la construcción de calidad de instituciones se basa en un conjunto de variables, resumido en factores continuos, y estas varían en el tiempo; esto contribuye a una representación más clara que solo usar variables individuales (Kirch y Soares, 2012). El número de países considerados disminuyó a 203, ya que algunos no presentaban información para la mayoría de las variables.

Se realiza el análisis factorial a través del *software* SPSS siguiendo el procedimiento de Pérez (2005), se tiene en cuenta la medida de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) y la prueba de esfericidad de Barlett. El índice KMO mide la adecuación de la muestra, contrasta si las correlaciones parciales entre las variables son pequeñas, y varía entre 0 y 1. Si los valores son menores que 0.5 muestran que no se debe utilizar el análisis factorial, puesto que las correlaciones entre los pares de variables no pueden ser explicados por otras variables.

La prueba de esfericidad de Barlett contrasta la hipótesis nula: la matriz de correlaciones es una matriz de identidad. Si el resultado es significativo (sig. < 0.05), se concluye que la matriz de correlaciones no es una matriz de identidad, es decir, el análisis factorial es conveniente.

En la Tabla B se presentan los resultados de la prueba de KMO y de Barlett. La medida KMO es 0.889, por tanto, sí es adecuado usar el análisis factorial. La prueba de Barlett es 0.000, es decir, se

rechaza la hipótesis nula y se debe continuar con el análisis factorial. Finalmente, de la muestra se extrae un factor para cada país y por cada año; en este trabajo se consideran los factores para Perú. En la Tabla B.1 aparecen los estadísticos descriptivos de estos valores.

Tabla B: Prueba de KMO y Barlett

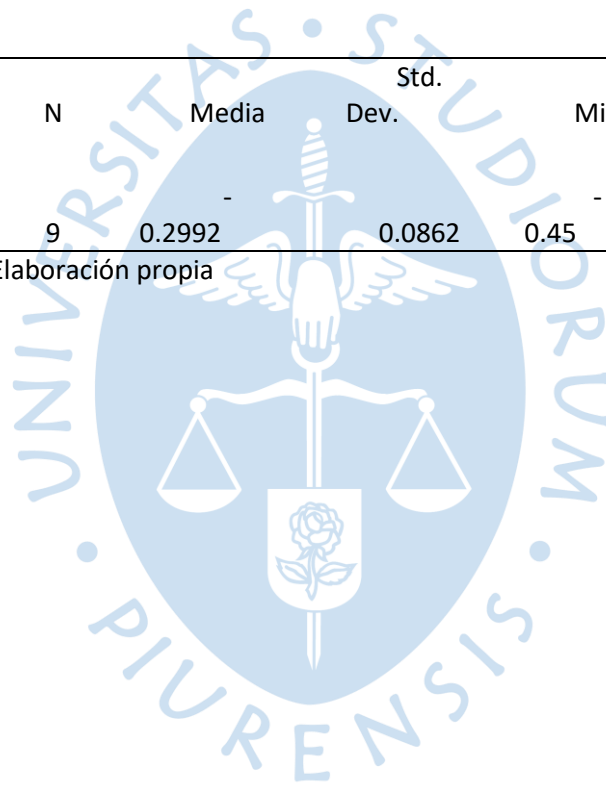
Medida KMO de adecuación de muestreo		0.889
Prueba de esfericidad de Bartlett	Aprox. Chi-cuadrado gl sig.	16273.3847 15 0.0000

Nota. Banco Mundial

Tabla B.1

Variable	N	Media	Std. Dev.	Min	Max
Calidad de instituciones	9	0.2992	0.0862	0.45	0.1881

Nota. Banco Mundial. Elaboración propia





Notas al pie de página

¹ Extraído de www.govindicators.org

² Desarrollado en el Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas por Rocca (2013). Con la finalidad de establecer PBGC que se puedan aplicar en las empresas peruanas, se conformó en el año 2002 un comité integrado por ocho entidades de los sectores privado y público. Este grupo fue presidido por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), actualmente es la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

³ IGCLA (2010-2011): Gobierno corporativo en Latinoamérica.

https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/fb392f05-819b-4932-ab20-e1871aff8397/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jNA1-Vy

⁴ Fue publicado en el Diario Oficial El Peruano, mediante Resolución General N° 140-2005-EF/94.11.

⁵ Reporte sobre el cumplimiento del Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas, elaborado por la SMV (2014).

⁶ La BVL y EY convocan cada año (desde el 2006) a un concurso sobre Gobierno Corporativo, con la finalidad de motivar a las empresas emisoras a tomar conciencia de la importancia de las buenas prácticas.

⁷ La Voz del Mercado fue reconocida públicamente por la OCDE en su publicación Strengthening corporate governance codes in Latin America (setiembre, 2016). <https://www.oecd.org/daf/ca/LART-2016-Strengthening-Corporate-Governance-Codes-Latin-America.pdf>

⁸ Extraído de https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2017/06/BVL_LVDM2016.pdf

⁹ White paper on Corporate Governance for Latin America (2004). El estudio abarca países como Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.