



UNIVERSIDAD
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL
PIRHUA

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

Nataly Camacho-Alama

Piura, mayo de 2017

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Programa Académico de Contabilidad y Auditoría

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 en Contabilidad y Auditoría). Universidad de Piura. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Programa Académico de Contabilidad y Auditoría. Piura, Perú.



Esta obra está bajo una [licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivadas 2.5 Perú](#)

[Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura](#)

UNIVERSIDAD DE PIURA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES



“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 para optar el Título de
Licenciado en Contabilidad y Auditoría**

Nataly Lizet Camacho Alama

Asesor: Dr. Álvaro Tresierra Tanaka

Piura, mayo 2017

Dedicatoria

*A mis padres, abuelos y hermanos,
Quienes han apoyado cada paso logrado en este proceso y
A mi sobrino Santiago quien ha iluminado mis días.*

Índice General

Introducción	1
Capítulo I: Revisión de Literatura	3
Capítulo II: Marco Teórico	7
2.1 Objetivos e Hipótesis	7
Capítulo III: Metodología	9
3.1. Data	9
3.2. Variables.....	10
3.3. Datos de panel	12
3.4. Modelos	12
3.4.1. Modelo OLS	12
3.4.2. Test de Hausman	12
3.4.2.1. Modelo con efectos fijos	13
Capítulo IV: Resultados	15
4.1. Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión	15
4.2. Resultados de la regresión del ROA en los dos Subíndices del Gobierno corporativo	16
Conclusiones	19
Limitaciones y futuras investigaciones	21
Bibliografía	23
Anexos	25
Anexo 1. Lista de empresas	27

Introducción

En la última década el gobierno corporativo ha ganado gran importancia, considerándose una herramienta que garantiza estabilidad en los mercados financieros. Según Claessens (2006) esta relevancia se debe, básicamente, a dos razones: (i) las crisis financieras ocurridas en Brasil, Rusia y Asia durante 1998, y (ii) los grandes escándalos corporativos ocurridos en Estados Unidos y Europa. Del mismo modo numerosos estudios (Stiglitz en 1998, Greenspan en 1999 y Harvey y Roper en 1999 citados en Mitton (2002)) afirman que una de las causas de la crisis asiática de los años 1997 y 1998 fue la existencia de débiles prácticas de gobierno corporativo.

Múltiples investigaciones centran su atención en estudiar la relación existente entre la aplicación de las diversas prácticas de gobierno corporativo (Derecho y tratamiento equitativo de los accionistas, divulgación de información y transparencia, las responsabilidades del consejo de administración) (OCDE, 2016) y el desempeño de las empresas. Muchos de estos estudios encuentran un efecto positivo en esta relación evidenciado en beneficios como: facilidades para obtener financiamiento externo, menos costo de capital y mejor rendimiento en el capital accionario (Baek, Kang y Park, 2004; Anderson, Mansi y Reeb, 2004; Byun, 2007; Claessens, 2006; Gillan, 2006). Otras investigaciones enfatizan su estudio en algún elemento del gobierno corporativo en particular, tal como Marimuthu M. y Kolandaisamy I. quienes, en el 2009, investigan un elemento del gobierno corporativo en particular, el efecto de la diversidad en los consejos directivos con respecto al desempeño financiero de las empresas australianas medido por el retorno sobre el activo (ROA) y el rendimiento sobre el patrimonio (ROE); así mismo Guadalupe y Saavedra en el 2015 enfocan su estudio en el consejo de administración y la importancia de la independencia de sus miembros y Cruces y Kawamura en el 2007 afirman que el mercado valora la transparencia de información incrementando el interés por invertir en empresas que hacen un esfuerzo importante para mejorar la calidad y el acceso a la información.

En Perú se han realizado esfuerzos por difundir las prácticas de gobierno corporativo desde el 2002 cuando un comité integrado por ocho entidades públicas y privadas, presidido por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), hoy Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) emitió el documento Principios de buen gobierno para las sociedades Peruanas, basado en los Principios para el Gobierno de las Sociedades emitidos por la Organización para la

Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)¹.

Para el caso peruano no existe ningún estudio que demuestre, con evidencia empírica, la relación existente entre el gobierno corporativo y el desempeño operativo en las empresas peruanas. En ausencia de investigaciones que abarquen este tópico, la presente investigación enfoca su interés en el estudio de la relación existente entre aplicación de las prácticas de gobierno corporativo, específicamente de la diversidad e independencia de los miembros del consejo directivo y de la comunicación y transparencia informativa de las empresas peruanas, y el desempeño operativo de las empresas durante el periodo 2008-2013.

Finalmente, el trabajo de investigación se ha estructurado realizando primero la revisión de la literatura existente; segundo, exponiendo los objetivos e hipótesis; tercero, desarrollando la exposición de datos y metodología sobre las variables del estudio y estimaciones econométricas; cuarto, presentando el análisis de los resultados y discusión; y, por último, mostrando conclusiones y limitaciones de la investigación.

¹ La OCDE es una organización de cooperación internacional, fundada en 1960 y tiene como objetivo promover políticas destinadas a: (i) lograr el mayor crecimiento sostenible posible de la economía y del empleo, y a aumentar el nivel de vida en los países miembros, manteniendo la estabilidad financiera y contribuyendo así al desarrollo de la economía mundial; (ii) contribuir a una sana expansión económica tanto en los Estados miembros como en los no miembros en vías de desarrollo económico; y (iii) contribuir a la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria, de acuerdo con las obligaciones internacionales.

Capítulo I: Revisión de la literatura

La importancia del gobierno corporativo empieza a incrementarse después de las crisis financieras asiática ocurridas entre 1997 y 1998, debido a la débil implementación de este tipo de principios según Stiglitz en 1998, Greenspan en 1999 y Harvey y Roper en 1999, citados en Mitton (2002). Por su parte Claessens (2006) coincide con ellos al considerar que el apogeo del gobierno corporativo se debe a: I) Las crisis financieras ocurridas en Asia, Rusia y Brasil durante 1998, y II) los grandes escándalos corporativos presentados en Estados Unidos y Europa.

A raíz de su creciente importancia son numerosos los estudios que han centrado su investigación en la existencia de una relación entre la aplicación de las prácticas de gobierno corporativo y el rendimiento de la empresa. Para estudiar dicha relación es necesario contar con una herramienta que nos permita medir el nivel de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas. En función a esto podemos mencionar diferentes intentos de cuantificar el nivel de aplicación del gobierno corporativo mediante un índice, como el diseñado por Klapper and Love (2004) quienes construyen un índice de gobierno corporativo basado en el índice elaborado por el Credit Lyonnais Securities Asia para el año 2000, en el que se consideran 495 empresas provenientes de 25 economías emergentes, para analizar la relación entre el índice de gobierno corporativo y los sistemas legales en cada país de la muestra. Sus resultados muestran que las empresas con una alta puntuación tienen mejor rendimiento operativo y mejor valuación en el mercado para el año 2002.

En Europa, Padgett y Shabbir (2005) estudian el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo para las firmas de Reino Unido para los años 2002 y 2003; y desarrollan un índice de cumplimiento para un panel de las empresas FTSE350² encontrando que las empresas con mayor nivel de cumplimiento presentan mayores retornos al accionista, además de mayores resultados operativos.

² El índice FTSE 350 Index es un índice de mercado bursátil ponderado por capitalización bursátil que incorpora las 350 compañías más grandes por capitalización que tienen su cotización primaria en la Bolsa de Londres. Es una combinación del índice FTSE 100 de las 100 compañías más grandes y el índice FTSE 250 del 250 más grande siguiente. Vea los artículos sobre esos índices para las listas de los componentes del FTSE 350.

Para el caso latinoamericano, Brown y Caylor (2004) construyeron un Índice de gobierno corporativo para empresas estadounidenses en el 2002 y encuentran que las empresas con la puntuación más alta son más rentables, mejor valuadas y repartieron mayores dividendos. Por su parte Garay y Gonzáles (2007) en un estudio para empresas venezolanas construye un índice de gobierno corporativo obteniendo como resultado que las empresas con mayor puntaje alcanzado eran mejor valuadas en el mercado, sin embargo, las empresas venezolanas alcanzan niveles bajos en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo con excepción de las relacionadas con accionistas y divulgación de información que alcanzan un comportamiento levemente mejor. Estos autores consideran, además, que se debe revisar de manera especial las prácticas relacionadas con los auditores externos, la transparencia y divulgación de información relacionada sobre la propiedad y la compensación de los accionistas, los comités de gobierno corporativo. En esta investigación se indica que las empresas pueden aumentar el rendimiento operativo y el valor de mercado si mejoran sus prácticas de gobierno corporativo. Bajo la misma línea, Marimuthu M. y Kolandaisamy I. (2009), investigan un elemento del gobierno corporativo en particular, el efecto de la diversidad en los consejos directivos con respecto al desempeño financiero de las empresas australianas medido por el retorno sobre el activo (ROA) y el rendimiento sobre el patrimonio (ROE). Este documento utiliza datos secundarios de empresas no financieras cotizadas durante el período 2000-2006. Las limitaciones llevan a que los resultados no muestren una causalidad consistente debido a posibles problemas de heterogeneidad en la muestra. Pese a lo anterior, el aporte respecto a la información en términos estadísticos es importante. Por su parte Cruces y Kawamura (2007) afirman que son los grupos que controlan la empresa quienes deciden de qué forma van a utilizar su ventaja informativa en la negociación de valores. Esta información ha sido contrastada en América Latina, encontrando que Brasil y México presentan menores índices de probabilidad de negociación informada, mientras que en Colombia y Venezuela estos índices son mayores. Los autores indican que el mercado reconoce en cierta medida el manejo de información privilegiada reduciendo las transacciones y el valor de mercado en las empresas que presentan probabilidades de negociación informada superiores; esto puede incrementar el interés por invertir en empresas que hacen un esfuerzo importante para mejorar la calidad y el acceso a la información.

Así mismo, existen otros estudios similares en Latinoamérica como el caso de Briano Turent y Saavedra García(2015) quienes hacen un estudio para empresas de Argentina, Brasil, Chile y México sobre el consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica en el periodo 2004-2010 concluyendo que a mayor proporción de consejeros independientes aumenta el índice de transparencia en Gobierno corporativo; El consejo de administración constituye un medio de control, el cual tiene como objetivo monitorizar las acciones del equipo directivo y asegurar la consecución de los objetivos corporativos, y ello también se refleja en un mayor nivel de transparencia corporativa (Fama y Jensen, 1983). Estudios adicionales realizados en otros países emergentes sustentan estos resultados para el nivel de transparencia en Gobierno Corporativo (Samaha y Dahawy, 2011; Samaha et al., 2012).

Por su parte Bebczuk (2007) hace un estudio para empresas argentinas y concluye que las empresas argentinas se encuentran por debajo de los estándares internacionales de gobernanza corporativa además de encontrar una relación positiva entre el retorno de los activos y la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo medido a través de la Q de Tobin. Un caso contrario son las empresas chilenas, las cuales alcanzan niveles de aplicación de las prácticas de gobierno corporativo por encima de las demás empresas de América Latina, siendo comparables con empresas de economías emergentes con un mayor nivel de desarrollo del mercado de capitales (Lefort y Walker, 2007).

En el caso peruano no hay investigación que contemple el trato adecuado de este tópico; en ausencia de esto, la presente investigación tiene como objetivo analizar los efectos de la aplicación de las buenas prácticas de gobierno corporativo, enfocando nuestro estudio en dos de los elementos de este, sobre el rendimiento operativo en las empresas peruanas entre el periodo 2008-2013 medido a través de un modelo de regresión.

Capítulo II: Marco Teórico de gobierno corporativo

En la literatura existente son diversas las definiciones de gobierno corporativo, se tiene entre estas a Tirole (2001) quien define el gobierno corporativo como la defensa del interés de los accionistas, bajo la misma línea, concluye que es necesario ejercer un control sobre los administradores para garantizar que se haga prevalecer los intereses de la empresa sobre sus propios intereses, dicho de otra manera, para evitar los problemas de agencia³. De manera similar autores como Hart (1995), John Senbet (1998), Hambrick, Werder y Zajac (2008) presentan conceptos de gobierno corporativo desde diferentes enfoques; sin embargo, para este estudio se toma el concepto de la OCDE en el cual se considera que el gobierno corporativo abarca toda una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de la empresa, el consejo de administración, los accionistas y otras partes interesadas. Partiendo de concepto anterior el gobierno corporativo otorga una estructura para el establecimiento de objetivos en la empresa.

2.1. Objetivos e Hipótesis

El objetivo es analizar los efectos de La diversidad e independencia de los miembros del directorio y de la comunicación y transparencia informativa sobre el rendimiento operativo de las empresas medido a través del retorno sobre los activos (ROA) en las empresas peruanas entre el periodo 2008-2013.

Para contrastar con lo que plantea la literatura previa y antes de plantear la metodología a seguir se puede obtener las siguientes hipótesis del trabajo.

- a) La diversidad e independencia de los miembros del directorio genera un efecto positivo sobre el rendimiento operativo de las empresas peruanas.
Se espera una relación positiva ente la diversidad e independencia de los miembros del directorio porque una mayor diversidad promueve una mejor

³ La divergencia entre los intereses del agente y el principal da lugar a los denominados problemas de agencia. La teoría de la agencia se ocupa de resolver 2 problemas que pueden ocurrir en las relaciones de agencia. El primero se presenta cuando los intereses del principal y del agente difieren, siendo difícil o costoso para el principal verificar el comportamiento del agente. El segundo aparece cuando el principal y el agente tienen diferentes actitudes, respecto al riesgo, lo cual puede llevar a diferentes acciones para conseguir los objetivos (Eisenhardt, 1989).

compresión del mercado. Debido a que las proyecciones demográficas indican que el mercado es cada vez más diverso; se busca hacer coincidir la diversidad de los directores de una empresa a la diversidad de sus potenciales clientes, proveedores y empleados, aumentando así su capacidad para penetrar en los mercados. Los clientes pueden sentir que sus necesidades y preocupaciones se manejan mejor por alguien con quien se puedan identificar ya sea por el género o por una etnia determinada (Bilimoria y Wheeler 2000).

Otra idea a favor es que la diversidad incrementa la creatividad y la innovación. De acuerdo con este punto de vista, *"las actitudes, las funciones cognitivas y creencias que no están distribuidos al azar en la población, pero tienden a variar de forma sistemática con las variables demográficas tales como edad, raza y género"* (Robinson y Deschant 1997).

Otro argumento es que la diversidad puede mejorar la resolución de problemas. La variedad de perspectivas que emerge de formar un directorio más diverso significa que hay más alternativas que se evalúan. Al tener una visión más amplia, el directorio tendrá una mejor comprensión de las complejidades del entorno de negocios y así mejorar la toma de decisiones. Un directorio más diverso también puede mejorar la ventaja competitiva de la empresa si se lograra mejorar la imagen de la empresa y si esto tiene un efecto positivo en el comportamiento de los clientes y por lo tanto en un desempeño de la empresa (Smith et al., 2006).

- b) La comunicación y transparencia informativa medida como la calidad de la información trabajada por un auditor interno profesionalmente independiente y validada por auditorías externas revelada a usuarios externos, influye positivamente en el rendimiento operativo de las empresas peruanas. Así mismo se espera una relación positiva entre un alto nivel de comunicación y transparencia de información de una empresa con su rendimiento operativo, puesto que el mercado valora, de cierta forma, el esfuerzo de una empresa en mostrar su información; es decir mientras mayor sea la transparencia informativa el mercado muestra más interés de inversión Cruces y Kawamura (2007).

Capítulo III: Metodología

En todos los estudios presentados en el Capítulo I se ha trabajado con datos de panel, este estudio no será la excepción. Se trabajará con variables definidas de acuerdo al mercado en el cuál se está desarrollando la investigación y construidas de acuerdo a la disponibilidad de información.

3.1. Data

Se ha construido una base de datos con un total de 81 empresas peruanas del total de 279 listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) Se excluyeron las empresas del sector financiero como: servicios financieros y seguros, holdings y compañías de tenencia de activos, inmobiliarios, entre otras al considerar que se encuentran bajo una tipología y reglamentación especial, pudiendo introducir algún sesgo en la estimación, por otro lado, otra limitación fue dada por el periodo de estudio definido trabajando con las empresas que contaban con la información disponible.

Siguiendo a la literatura previamente revisada se construye un Índice de Buen gobierno corporativo (IBGC). La fuente de datos para este índice es la encuesta “Principios de buen gobierno corporativo” publicada por las empresas en la Bolsa de Valores de Lima de forma anual. La muestra abarca 486 encuestas suministradas por los emisores durante los años 2008-2013.

El IBGC sigue la estructura de la encuesta, está conformado por los 26 principios del Código de Buen Gobierno Corporativo⁴ agrupados en 4 subíndices: I) Derecho de los accionistas; II) Tratamiento equitativo de los accionistas; III) Comunicación y transparencia informativa; IV) Las responsabilidades del directorio.

Para cada principio las empresas evalúan su nivel de cumplimiento sobre una escala de 0 a 4 (componente subjetivo), en donde 0 es equivalente a no cumple, 1-3 cumple más no su totalidad y 4 cumple totalmente, además de sustentar de manera precisa y objetiva el puntaje elegido (componente objetivo); siempre y cuando la situación del emisor se encuadre dentro del supuesto que allí se plantea. En caso

⁴ Código emitido en el 2002 por la entonces Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), hoy Superintendencia del Mercado de Valores

contrario, el emisor tiene la opción de responder “No aplica.

La data utilizada para construir las variables financieras, ha sido tomada de la base de datos de Economática, Las observaciones son anuales y el horizonte de estudio definido comprende los años 2008 hasta 2013, teniendo en cuenta la información disponible.

Las empresas empleadas en este estudio pertenecen a 5 sectores: agrario, industriales, mineras, servicios públicos y diversas. La composición se puede observar en el cuadro 1.

Cuadro 1
Sectores en la muestra

Industria	Número de empresas
Agrario	13
Industriales	28
Minera	16
Servicios públicos	12
Diversas	12
Total	81

Fuente: Elaboración propia.

3.2. Variables

Las variables independientes que se van a utilizar en este estudio son el apalancamiento, la estructura de los activos, el tamaño de la empresa, la edad de la empresa, el índice de buen gobierno corporativo que se ha dividido en dos variables con la finalidad de cubrir los objetivos de este trabajo y las variables de control para la industria, las variables de control para el año; y como variable dependiente se tiene el desempeño de la empresa medido como la utilidad de la operación entre el total de activos.

El cuadro 2 muestra nuestra definición de las variables:

Cuadro 2
VARIABLES ESTUDIADAS

VARIABLES INDEPENDIENTE	
<i>Apalancamiento</i>	Deuda total entre el total de activos
<i>Estructura de activos</i>	Total activo fijo neto entre el total de activos.
<i>Tamaño</i>	Logaritmo de las ventas netas
<i>Edad</i>	Logaritmo de los años transcurridos desde su creación.
VARIABLE DEPENDIENTE	
<i>ROA</i>	Resultado operativo entre el total de activos.

Fuente: Elaboración propia

El apalancamiento es medido como la deuda financiera y no financiera sobre el total de activos como lo hacen Benavides y Mongrut (2010), en el mismo trabajo se rescata la variable tamaño medido como el logaritmo neperiano de las ventas netas. La variable edad se ha definido como el logaritmo de los años transcurridos desde su creación. La variable ROA se ha definido como el cociente entre la utilidad operativa y los activos totales al final de cada año de estudio tal como lo hacen Briano T., Saavedra G. (2015) y Benavides y Mongrut (2010).

Los variables referidas al índice de buen gobierno corporativo son unas de las más importantes en esta investigación, siguiendo la literatura (Lagos Cortes, Vecino Arenas; 2014) y los objetivos de la investigación se han definido como:

IBGC1: Sumatoria del puntaje obtenido en la pregunta número 6 de la encuesta de Buen gobierno corporativo.

IBGC2: Sumatoria del puntaje obtenido en las preguntas número 7 y 10 de la encuesta de Buen gobierno corporativo.

El apalancamiento es medido como la deuda total sobre el total de activos como lo hacen Benavides y Mongrut (2010), en el mismo trabajo se rescata la variable tamaño medido como el logaritmo neperiano de las ventas netas.

3.3. Datos de Panel

Los datos de panel están compuestos por observaciones que incluyen datos de corte transversal de unidades individuales (cada una de las 81 empresas tomadas para este estudio) y datos de series de tiempo (para cada comprendidos entre uno de los años el periodo 2008- 2013).

Los datos de panel de este estudio son balanceados.

Las ventajas y limitaciones de trabajar con este tipo de datos según Hsiao (2000), Klevmarken (1989), Solon (1989) y Baltagi (2001); tenemos que los datos de panel proporcionan menos problemas de multicolinealidad, más grados de libertad (mayor eficiencia); permite medir efectos que no podrían medirse utilizando datos de corte transversal y series temporales por separado; y reduce la presencia de variables omitidas que están correlacionadas con las variables explicativas del modelo.

3.4. Modelo Econométrico

La metodología usada en esta investigación fue trabajar, en primer lugar, una regresión lineal para analizar los resultados y compararlos con estudios previos. Posteriormente se realizó en Test de Hausman confirmándose que era necesario estimar por efectos fijos en el modelo por tratarse de datos de panel balanceado.

3.4.1. Modelo OLS

La literatura previa que estudia el gobierno corporativo nos lleva a realizar una regresión de Mínimos cuadrados ordinarios(MCO) para nuestra medida de desempeño(ROA).

Por tratarse de datos de panel es necesario controlar que no se presenten problemas econométricos tales como: Heterocedasticidad y multicolinealidad. La solución para el problema de heterocedasticidad fue ajustar los errores estándar en las regresiones; y para el caso de multicolinealidad, con las dummies’.

3.4.2. Modelo con efectos fijos

Los datos de panel balanceado pueden trabajarse con modelos de efectos fijos o modelos de efectos aleatorios dependiendo del tratamiento.

Entre los modelos de regresión de datos anidados, que realizan distintas hipótesis sobre el comportamiento de los residuos, el más elemental y más consistente es el de efectos fijos. Este modelo es el que implica menos suposiciones sobre el comportamiento de los residuos.

Justificación teórica de la inclusión de efectos fijos en el modelo

El modelo con efectos fijos parte de la definición de heterogeneidad no observable, la cual se base en el supuesto de que una variable omitida no cambia en el tiempo, entonces cualquier cambio en la variable explicada y que se produzca a través del tiempo no podrá venir causado por la variable omitida.

Este modelo considera que existe un término constante diferente para cada individuo, y supone que los efectos individuales son independientes entre sí. Con este modelo se considera que las variables explicativas afectan por igual a las unidades de corte transversal y que éstas se diferencian por características propias de cada una de ellas. Los datos empleados para el presente estudio provienen de empresas que poseen sus propias características. Dichas características no necesariamente coinciden de empresa a empresa.

A diferencia del modelo de efectos fijos, el modelo de efectos aleatorios considera que los efectos individuales no son independientes entre sí, sino que están distribuidos aleatoriamente alrededor de un valor dado.

3.4.2.1. Test de Hausman

Uno de los test de especificación más usados es el de Hausman, que permite determinar si se trata de una regresión con efectos fijos o efectos aleatorios.

El test propuesto por Hausman (1978) es un test que emplea el test Chi-cuadrado que determina si las diferencias son sistemáticas y significativas entre dos estimaciones.

Se emplea para saber si un estimador es consistente; o para saber si una variable es o no relevante.

En este caso se aplicó para saber si la regresión debía incluir efectos fijos, considerando lo que plantea la teoría si el valor p es menor a 0.05 se rechaza la hipótesis nula de igualdad al 95% de confianza y se deben asumir las estimaciones de efectos fijos. Por el mismo criterio, si el valor p es menor a 0.05 se rechaza la hipótesis nula de igualdad al 95% de confianza y se debe rechazar la independencia o irrelevancia de las variables.

Por el contrario, si $p\text{-valor} > 0.05$ se debe admitir la hipótesis nula de igualdad de estimaciones y entonces el estimador más eficiente, el de efectos aleatorios, debe ser seleccionado. Igualmente, si el $p\text{-valor} > 0.05$ debe asumirse con el 95% de confianza, que la variable introducida en el modelo de contraste no es irrelevante.

En ocasiones, cuando en la muestra hay pocos individuos (menos de 50 o 60) el resultado de la prueba, es decir el valor de la χ^2 , puede arrojar un número negativo (lo cual es imposible) pero que a los efectos de la prueba se debe interpretar como una fuerte evidencia de que no puede rechazarse la hipótesis nula.

Capítulo IV: Resultados

En esta sección se presentan los resultados de este estudio; para analizar los resultados del modelo de regresión propuesto en el apartado 4.1 se parte de un análisis descriptivo de las variables incluidas mientras que en el apartado 4.2 se exponen los resultados de la regresión del Roa usando los dos sub índices del Índice del gobierno corporativo.

4.1. Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión

En nuestro estudio se ha trabajado con empresas de 5 sectores: agrario, industriales, mineras, servicios públicos y diversas excluyéndose las del sector financiero, por las razones previamente explicadas. La media de la variable tamaño es 12.31, la media del endeudamiento en nuestra muestra es 0.16, en cuanto a la variable estructura de los activos cabe mencionar que casi la mitad es fijo neto. La rentabilidad presenta una media de 0.11 y un valor mínimo de -0.19.

Tabla 1
Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión

Variable	Número de observaciones	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo	Fuente: Elaboración propia
ROA	486	0.1100	0.1317	-0.1955	0.9390	
Apalancamiento	486	0.1643	0.1550	0.0000	0.8429	
Tamaño	486	12.313	1.7629	7.6535	15.2885	
Tangibilidad	486	0.4902	0.2523	0.0000	0.9517	
Edad	486	3.4083	0.7180	1.7918	4.8978	
IBGC 1	486	2.3951	1.5492	0.0000	4.0000	
IBGC 2	486	6.0500	2.0193	0.0000	8.0000	

En la siguiente tabla (Tabla 2) se observa el promedio de cada variable por sector, en el caso de la variable rentabilidad el promedio más alto lo tienen las empresas que se encuentran en el sector industrial, el mayor promedio de la variable apalancamiento se encuentra en el sector diversas, por su parte la variable estructura de los activos y edad tienen el mayor promedio en el sector agrario. Finalmente, la variable tamaño tiene su mayor promedio en el sector de servicios públicos.

Tabla 2
Estadísticos descriptivos de cada variable por sector.

	Sector				
	Agrario	Diversas	Industriales	Minera	Servicios Públicos
Rentabilidad	0.057 (0.072)	0.085 (0.078)	0.111 (0.09)	0.206 (0.224)	0.096 (0.059)
Apalancamiento	0.078 (0.106)	0.231 (0.199)	0.202 (0.122)	0.075 (0.087)	0.221 (0.189)
Estructura de los					
activos	0.719 (0.144)	0.413 (0.302)	0.439 (0.159)	0.309 (0.171)	0.677 (0.27)
Tamaño	10.979 (1.422)	11.802 (1.951)	12.623 (1.446)	12.647 (1.850)	13.099 (1.580)
Edad	2.827 (1.735)	2.597 (1.624)	2.595 (1.427)	2.083 (1.484)	2.319 (1.563)

Fuente: Elaboración propia

4.2. Resultados de la regresión del ROA en los dos Subíndices del Gobierno corporativo

Teóricamente se espera obtener una relación positiva entre las variables diversidad e independencia de los miembros del consejo directivo y comunicación y la transparencia informativa con el rendimiento operativo, medido a través del ROA.

Tras estimar las regresiones se encontró lo siguiente: en la regresión lineal a un nivel de significancia del 5%, la diversidad e independencia de los miembros del directorio genera un efecto negativo sobre el ROA, estos resultados son diferentes a lo esperado según Briano T., Saavedra G (2015); Lagos C.y Vecino A. (2014), ente otros.

Sin embargo, existe literatura previa que puede ayudar a entender los resultados encontrados como Earley y Mosakowski (2000), Tajfel y Turner (1985), Williams y O'Neill (1998), (Lau y Murnighan, 1998), (Blau, 1977; Smith et al, 1994 y Tsui et al, 1992, Alexander et al, 1995) quienes argumentan que una mayor diversidad en el consejo directivo puede conducir a una reducción del desempeño de la empresa por razones como: problemas de comunicación tras no compartir opiniones al ser un grupo heterogéneo, así mismo suelen ser menos cooperativos y experimentar conflictos emocionales además de hacer el proceso de toma de decisiones más lento y menos efectivo.

Mientras que, bajo el mismo nivel de significancia, la variable comunicación y transparencia informativa se comporta de acuerdo con lo esperado; es decir, genera un efecto positivo sobre el ROA. En relación al resto de variables independientes se tiene que solo la variable apalancamiento es representativa. En el modelo de efectos fijos, bajo el mismo nivel de significancia, los resultados son similares, encontramos un efecto positivo sobre el ROA de la variable comunicación y transparencia informativa y un efecto negativo de la variable diversidad e independencia de los miembros del directorio, además que las variables tamaño y estructura de los activos también son significativas

Así mismo, se muestran los resultados de efectos fijos tomando como variable de tamaño al logaritmo de los activos totales. Luego de estimar estas regresiones encontramos resultados similares. Bajo un nivel de significancia de 0.05 el coeficiente comunicación y transparencia informativa incide de manera directa; el coeficiente diversidad e independencia de los miembros del directorio incide negativamente en el ROA. Cabe mencionar que, si bien el test de Hausman recomendaba el uso de efectos aleatorios, para este último caso se decidió estimar el modelo de efectos fijos para realizar las comparaciones correspondientes sin que esto afecte las conclusiones finales, puesto que resultados en ambos modelos son similares.

Tabla 3
Resultado de regresiones

Variable dependiente Rentabilidad de los Activos			
Variable	OLS	Fixed-effects Modelo 1	Fixec-effects Modelo 2
Edad	-0.035 (0.009)	-0.023 (0.086)	0.045 (0.072)
Tamaño	0.022 (0.004)	0.077** (0.028)	
Tamaño1			-0.027 (0.019)
Apalancamiento	-0.106** (0.032)	-0.098 (0.070)	-0.051 (0.057)
Estructura de los activos	-0.043 (0.025)	0.136** (0.059)	-0.005 (0.003)
IBGC1	-0.014** (0.003)	-0.014** (0.007)	-0.015** (0.006)
IBGC2	0.002** (0.003)	0.011** (0.005)	0.012** (0.004)
Dummy Industria	Sí	No	No
Dummy Año	Sí	Sí	Sí
N°	486	486	486
Hausman P-value		0.004	0.351

Notas: i) Desviación estándar entre paréntesis. ii) Existe en todas las estimaciones significancia conjunta al 5% iii)*p<0.05

Fuente: Elaboración propia.

Conclusiones

El gobierno corporativo es un tema que ha sido ampliamente tratado a nivel internacional, tal como lo evidencia la bibliografía previamente revisada. Así mismo, existen estudios para países latinoamericanos, sin embargo, a nuestro mejor entender no hay estudio alguno que trate este tópico en Perú.

El presente trabajo ha tenido como objetivo analizar 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; no se ha analizado el índice de buen gobierno corporativo completo, del mismo modo que lo hacen algunos autores al centrar su interés en uno o unos componentes específicos del índice y los estudian de manera separada, por considerar que cada uno podría generar un efecto diferente sobre el rendimiento operativo (Marimuthu M. y Kolandaisamy I. ,2009; Briano Turent y Saavedra García, 2015).

Tras el análisis de los resultados presentados anteriormente podemos concluir que:

En el caso peruano, la diversidad e independencia de los miembros del consejo directivo genera un efecto negativo sobre el rendimiento operativo, esto puede deberse a que al tratarse de un directorio con un grupo heterogéneo podría causar problemas entre sus miembros tales como problemas de comunicación, tras no compartir opiniones, así mismo suelen ser menos cooperativos y experimentar conflictos emocionales además de hacer el proceso de toma de decisiones más lento y menos efectivo (Lau y Murnighan, 1998), (Blau, 1977; Smith et al, 1994 y Tsui et al, 1992, Alexander et al, 1995). En conclusión, se rechaza la primera hipótesis que plantea este trabajo de investigación, sin embargo, consideramos que pueden existir otros factores que no han sido incluidos a nuestro estudio y podrían variar los resultados.

Sobre la segunda hipótesis planteada, encontramos en los resultados que en el caso peruano sí existe un efecto favorable de la comunicación y transparencia informativa medida como la calidad de la información trabajada por un auditor interno profesionalmente independiente y validada por auditorías externas revelada a usuarios externos sobre el rendimiento operativo (ROA) de las empresas.

Finalmente, un aporte importante del presente de investigación es mostrar evidencia de los beneficios que podría generar la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo sobre las empresas peruanas, teniendo en consideración que a la fecha este tema ha sido poco estudiado en el Perú.

Limitaciones y futuras investigaciones

Dentro de las limitaciones del estudio realizado se encuentra la utilización de un índice simple que considera todas las medidas de gobierno corporativo con la misma importancia, esto debido a la dificultad de establecer un índice ponderado (no existe referente alguno en la teoría que permita establecer una ponderación objetiva de las medidas incluidas en el estudio).

Otro hecho que puede afectar en los resultados es la forma en que se completa la encuesta de Principios de buen gobierno corporativo. Aunque está reglamentada por la SMV, la encuesta podría presentar algún tipo de sesgo por parte de quién la responde. Esto nos indica la conveniencia de validar la información con documentos societarios.

Dada la existencia de componentes que no han sido evaluados en el presente trabajo de investigación dan lugar a futuras investigaciones en donde se mida el impacto del resto de componentes del gobierno corporativo, de manera independiente o en conjunto, sobre el rendimiento de las empresas peruanas. Del mismo modo podría estudiarse el efecto del gobierno corporativo sobre otras variables de la empresa como el costo de la deuda. Finalmente, en una futura investigación podría analizar los resultados de las empresas antes y después de aplicar las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Bibliografía

- Brown, L. and Caylor, M. (2004). Corporate governance and firm performance. Pp 28-32
- Chong, A. y López-de-Silanes, F. (2007). Corporate governance and firm value in Mexico. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 397–481). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Cruces, J. J. y Kawamura, E. (2007). Insider trading and corporate governance in Latin America. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 85–155). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Garay, U., Gonzáles, G., M. and Hernández, Y. (2006). Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la bolsa de Valores de Caracas. Estudio IESA, 24.
- Guzmán, A. y Trujillo, M. A. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*. Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA– Departamento de Comunicaciones y Marketing.
- Hambrick, D. C., Werder, A. y Zajac, v. E. J. (2008). New directions in corporate governance research. *Organization Science*, 19(3), 381–385.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678–689.
- John, K. y Senbet, L.W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371–403.
- Klapper, Leora y Love, Inessa (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. En: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, No. 5. pp. 703-728.

- Lagos Cortes y Vecino Arenas (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Generales*, Vol. 30, No. 130, pp. 73-84
- Lefort, F. y Walker, E. (2007). corporate governance, market Valuation and Payout Policy in Chile. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 289–352). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Marimuthu M. y Kolandaisamy I. (2009) Ethnic and gender diversity in board of directors and their relevance to financial performance of Malaysian companies. *Journal of Sustainable Development*, volumen 2 número 3: 139-148.
- Mitton, Todd (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. En: *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, No. 2. pp. 215-241.
- Organización Para La Cooperación Y El Desarrollo Económico:
<http://www.oecd.org/about/>
- Padgett, C. and Shabbir, A. (2005). The UK code of corporate governance: Link between compliance and firm performance (ICMA Centre, University of Reading, discussion papers in finance DP2005-17).
- Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35

ANEXOS

Anexo 1
Lista de empresas

N°	Empresas	Industria
1	Agroindustrial Laredo S.A.A	Agrario
2	Agro Industrial Paramonga S.A.A.	Agrario
3	Agroindustrias San Jacinto S.A.A.	Agrario
4	Cartavio S.A.A.	Agrario
5	Casa Grande S.A.A	Agrario
6	Central Azucarera Chucarapi Pampa Blanca S.A.	Agrario
7	Empresa Agraria Chiquitoy S.A	Agrario
8	Empresa Agricola San Juan S.A	Agrario
9	Empresa Agricola Sintuco S.A.	Agrario
10	Empresa Agroindustrial Cayalti S.A.A.	Agrario
11	Empresa Agroindustrial Pomalca S.A.A.	Agrario
12	Empresa Agroindustrial Tuman S.A.A.	Agrario
13	Empresa Azucarera "El Ingenio" S.A.	Agrario
14	Alicorp S.A.A	Industriales
15	Austral Group S.A.A.	Industriales
16	Cementos Pacasmayo S.A.A.	Industriales
17	Cerveceria San Juan S.A	Industriales
18	Compañía Universal Textil S.A	Industriales
19	Corporacion Aceros Arequipa S.A.	Industriales
20	Corporacion Ceramica S.A.	Industriales
21	Corporacion Cervesur S.A.A	Industriales
22	Corporacion Lindley S.A.	Industriales
23	Creditex S.A.A	Industriales
24	Fábrica Nacional De Acumuladores Etna S.A.	Industriales
25	Fabrica Peruana Eternit S.A.	Industriales
26	Gloria S.A.	Industriales
27	Hidrostral S.A.	Industriales
28	Indeco S.A.	Industriales
29	Industria Textil Piura S.A.	Industriales
30	Industrias Del Envase S.A.	Industriales
31	Industrias Electro Quimicas S.A. - Ieqsa	Industriales
32	Laive S.A.	Industriales
33	Lima Caucho S.A.	Industriales
34	Manufactura De Metales Y Aluminio "Record" S.A.	Industriales
35	Metalurgica Peruana S.A. - Mepsa	Industriales
36	Michell Y Cia. S.A.	Industriales

37	Motores Diesel Andinos S.A	Industriales
38	Quimpac S.A.	Industriales
39	Unión Andina De Cementos S.A.A. -Unacem S.A.A	Industriales
40	Union De Cervecerias Peruanas Backus Y Johnston S.A.A	Industriales
41	Yura S.A.	Industriales
42	Castrovirreyna Compañía Minera S.A	Minera
43	Compañía De Minas Buenaventura S.A.A	Minera
44	Compañía Minera Atacocha S.A.A.	Minera
45	Compañía Minera Milpo S.A.A.	Minera
46	Compañía Minera Poderosa S.A.	Minera
47	Compañía Minera Raura S.A	Minera
48	Compañía Minera San Ignacio De Morococha S.A.A	Minera
49	Compañía Minera Santa Luisa S.A.	Minera
50	Minera Andina De Exploraciones S.A.A.	Minera
51	Minsur S.A.	Minera
52	Shougang Hierro Peru S.A.A.	Minera
53	Sociedad Industrial De Articulos De Metal S.A.C. - Siam	Minera
54	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	Minera
55	Sociedad Minera Corona S.A.	Minera
56	Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	Minera
57	Volcan Compañía Minera S.A.A.	Minera
58	Edegel S.A.A.	Servicios Públicos
59	Edelnor S.A.A.	Servicios Públicos
60	Electro Sur Este S.A.A.	Servicios Públicos
61	Emp. Reg. De Servicio Público De Electricidad Electronorte Medio S.A.- Hidrandina	Servicios Públicos
62	Empresa Electricidad Del Peru - Electroperu S.A.	Servicios Públicos
63	Engie Energia Peru S.A (Antes Enersur S.A.)	Servicios Públicos
64	Luz Del Sur S.A.A.	Servicios Públicos
65	Peruana De Energia S.A.A.	Servicios Públicos
66	Servicio De Agua Potable Y Alcantarillado De Lima - Sedapal	Servicios Públicos
67	Shougang Generacion Electrica S.A.A	Servicios Públicos
68	Telefonica Del Peru S.A.A.	Servicios Públicos
69	Transportadora De Gas Del Peru S.A. - Tgp	Servicios Públicos
70	Administradora Del Comercio S.A.	Diversas
71	Corporacion Funeraria S.A.	Diversas
72	Ferreycorp S.A.A.	Diversas
73	Filamentos Industriales S.A.	Diversas
74	Graña Y Montero S.A.A.	Diversas

75	Inversiones En Turismo S.A. - Invertur	Diversas
76	Inversiones La Rioja S.A.	Diversas
77	Lima Gas S.A.	Diversas
78	Maestro Peru S.A	Diversas
79	Norvial S.A.	Diversas
80	Saga Falabella S.A.	Diversas
81	Supermercados Peruanos S.A. - Sp S.A	Diversas