

Impacto del Buen Gobierno Corporativo en diferentes variables bursátiles

**Un estudio que busca medir el efecto de las prácticas de
Buen Gobierno Corporativo en los indicadores financieros**

Con la colaboración de:



Carlos Casas Tragodara

Estudio encargado por la Bolsa de Valores de Lima



Sobre el autor

Carlos Augusto Casas Tragodara

M.A. en Economía por la Universidad de Georgetown. Actualmente, es Decano de la Facultad de Economía y Finanzas de la Universidad del Pacífico. Profesor principal del Departamento de Economía e Investigador del CIUP. Ha sido Director del Centro de Estudios sobre Minería y Sostenibilidad (CEMS) y Jefe del Departamento de Economía en dos ocasiones (2005-2006 y 2012-2014) en la misma universidad. Ha trabajado en distintas posiciones en el Estado, donde asumió el cargo de Viceministro de Economía. Es también consultor de organismos internacionales, organismos públicos y empresas privadas. Ha sido y es Director de instituciones públicas y privadas.

Áreas de interés en investigación: macroeconomía, finanzas públicas nacionales y subnacionales, reforma del Estado, industrias extractivas y economía aplicada.

Tabla de contenido

I. Resumen ejecutivo	03
II. Revisión de literatura	05
III. Casos empíricos	10
1. Gobierno corporativo en Alemania	18
2. Gobierno corporativo en Estados Unidos	20
3. Gobierno corporativo en Reino Unido	22
4. Gobierno corporativo en China	24
5. Gobierno corporativo en Chile	26
6. Gobierno corporativo en Colombia	28
7. Gobierno corporativo en Perú	30
IV. Análisis empírico	34
1. Retorno sobre el capital	40
2. ROA	42
3. ROE	44
4. Market Cap	46
5. Ratio de solvencia	46
6. Variables macro	46
V. Modelos adicionales	51
VI. Conclusiones	56
VII. Bibliografía	58
VIII. Anexos	63
Anexo A: Variables que resultaron ser no significativas	63
Anexo B: Metodología de La Voz del Mercado	64

I. Resumen ejecutivo

Dado el ambiente competitivo en donde las empresas se desempeñan hoy en día una de las estrategias para mantener elevados estándares en la gestión es contar con un buen nivel de gobierno corporativo. Este concepto ha alcanzado notoriedad en los últimos años debido a los casos de quiebras de grandes empresas que ocultaron datos o los alteraron. Los artículos académicos han empezado a surgir en los últimos años tratando de indagar los efectos que tienen los estándares de gobierno corporativo sobre indicadores financieros de las empresas. Por ello es que es necesario realizar un primer ejercicio empírico que busque comprobar el efecto que tiene la percepción del Gobierno Corporativo sobre variables importantes de las empresas.

En este estudio se analizó 39 variables cuantitativas y cualitativas y 42 modelos de regresión en una muestra de 55 compañías listadas en la Bolsa de Valores de Lima con información sobre su desempeño y evaluación de Gobierno Corporativo durante 4 años (2014 – 2017).

En base al análisis estadístico y econométrico realizado en nuestra investigación se concluye que el indicador de percepción del manejo de gobierno corporativo como La Voz del Mercado muestra un efecto positivo sobre indicadores de rentabilidad de las empresas incluidas en la muestra. Además, podemos afirmar que el efecto de una mejora en la percepción del mercado sobre las prácticas de gobierno corporativo tiene un impacto importante sobre los indicadores de rentabilidad de la empresa. En suma, un mejor gobierno corporativo aumenta la rentabilidad de las empresas.

Específicamente este estudio demuestra que:

1.

Indicadores de rentabilidad: Las Voz del Mercado impacta en el ratio de la rentabilidad capital, ROA, ROE. Es decir, de cada 100 empresas que mejoran su gobierno corporativo, medido según La Voz del Mercado, este estudio concluye que el 99% de estas tendrá una mejor rentabilidad impactando en el Retorno sobre capital, ROE, ROA y Market Cap.

2.

Regulación: Estar sometido a un regulador adicional al regulador del mercado local (SMV), por ejemplo, el regulador bancario (SBS) mejora la percepción del buen gobierno corporativo del emisor.

3.

Modelo de 5 pilares de Gobierno Corporativo: No existe conclusiones acerca de cuál de los aspectos de gobierno corporativo es el que más genera un incremento de rentabilidad. Por lo que se demuestra que mejorando un único factor no se conseguirá una mejora sostenible en los indicadores de rentabilidad. Es decir, es necesario mejorar el gobierno corporativo en todos sus pilares para observar resultados reales.

4.

Prioridad: Mejorar el gobierno corporativo ayudaría más a las empresas a mejorar sus ratios de rentabilidad que otras variables probadas como los ratios de liquidez o solvencia.

5.

Próximos pasos: Los resultados de este estudio deben verse como un primer paso en una agenda de investigación que pueda profundizarse en la medida que se cuente con mayor información.

II. Revisión de literatura

Es necesario definir el gobierno corporativo considerando la literatura existente. Una de las más completas es la que da Fernando Lefort (2003) cuando define al gobierno corporativo como el conjunto de relaciones que se establece entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo. En la práctica y para fines del presente estudio, el gobierno corporativo se trata de un concepto bastante sencillo: trabajar en base a altos estándares de transparencia, profesionalismo y eficiencia, generando confianza en el mercado, lo que producirá en el largo plazo un impacto positivo en términos de valor y competitividad (El Comercio, 2016).

El gobierno corporativo existe como un mecanismo para enfrentar la separación de la propiedad y el control, y los posibles conflictos de agencia que esta separación trae consigo (Gaitán, 2010). Cualquier empresa se puede ver como una red interconectada de contratos (Jensen & Meckling, 1976), entre varias partes interesadas, como accionistas, bonistas, empleados y la sociedad en general. En una empresa, el gobierno corporativo trata acerca de los mecanismos por los cuales las partes interesadas de la misma ejercen control sobre los empleados y la gerencia corporativa de manera tal que sus intereses estén protegidos (Ncube, 2006).

Los inversionistas querrán invertir en aquellos países y empresas que tengan menos riesgos y estén asegurados, sean conscientes del manejo de la disciplina de la información y eviten los problemas de control entre propietarios y agentes (Buitrago Florián & Betancourt Prieto, 2013).

En un panel de expertos reunidos por FTSE Russell en 2016 se llegó a concluir que las preocupaciones relacionadas a desarrollar un buen gobierno corporativo han ido evolucionando en el tiempo y cada vez las herramientas disponibles para medir la calidad del gobierno corporativo en las empresas son más sofisticadas. En el pasado, pocas empresas revelaban información sobre cuestiones que tengan que ver sobre el gobierno corporativo. La información provista tendía a ser de valor limitado para los inversores, los datos no eran comparables ni se calculaban sistemáticamente y las suposiciones realizadas a menudo no eran claras. Hoy en día, los inversores son ampliamente reconocidos como consumidores clave de divulgaciones sobre el gobierno corporativo. Muchos consideran rutinariamente los datos relacionados con gobierno corporativo en sus inversiones con el objetivo de identificar y evaluar los riesgos y las oportunidades que se presentan. El ritmo del cambio en esta área ha sido muy rápido, la creciente sofisticación de las herramientas y metodologías analíticas disponibles, las mejores divulgaciones de calidad (en términos de precisión, fiabilidad, consistencia y puntualidad) proporcionadas por las empresas y el fortalecimiento de las capacidades y competencias de los inversores facilitan y facilitarán que el campo del gobierno corporativo siga evolucionando⁰¹ para poder obtener todos los beneficios que este concepto trae consigo.

La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) tiene el principal rol en relación con el gobierno corporativo en Chile. Fue establecida en 1980 como una organización autónoma pública dependiente del Ministerio de Hacienda. Entre sus principales atribuciones se encuentra la emisión de normas para las sociedades anónimas y la fiscalización de las leyes de valores y de las sociedades.

Es importante notar que en Chile la autorregulación en los mercados de capital es prácticamente inexistente. Las principales regulaciones son impuestas y supervisadas por las autoridades correspondientes y no hay requisitos adicionales por parte de las bolsas de valores o prácticas relacionadas con el buen gobierno corporativo auto impuestas por las empresas.

Este enfoque más amplio es defendible por cuestiones éticas, pero también por razones instrumentales, ya que se supone que aporta una mayor rentabilidad (Lucía Alejos, 2015). En la revisión de literatura realizada por Gaitán, se llega a la conclusión que son tres los modelos de gobierno corporativo que son más comunes: el angloamericano, el alemán y el japonés (Gaitán, 2010):

⁰¹ Sin embargo, aún existen retos que podrían dificultar el desarrollo de un buen gobierno corporativo. Véase FTSE Russell (2016).

Tabla 1: Modelos de gobierno corporativo

Modelo	Descripción	Ventajas	Desventajas
Angloamericano	Los intereses de los accionistas priman sobre cualquier otro interés. Es un modelo muy atractivo para los inversionistas que procuran la búsqueda de mayores retornos aunque tengan que ignorar los costos sociales.	-Muy conocido. -Entrega buenos rendimientos. -Para economías en auge el valor de la acción aumenta rápidamente. -Prima el accionista.	-No se preocupan por la permanencia de la empresa al largo plazo. -Conjunto desconocido que invierten juntos. -Dirigidos por el Directorio y el Gerente que buscan satisfacer sus intereses personales.
Alemán	Se presenta un gobierno de dos niveles: una junta elegida por los accionistas y otra junta con participación de los empleados conformada por ellos mismos.	-Los trabajadores se preocupan por la corporación y tienen menos descanso laboral. -Visión estratégica. -Menos colapsos. -Perspectivas muy atractivas para el inversionista extranjero. -Alta calidad.	-Los empleados deben ser vistos por igual y se deben potenciar sus capacidades. -Se pueden generar conflictos entre los empleados. -Explotación del empleado.
Japonés	Es una fusión de los modelos angloamericano y alemán: rechaza la primacía del accionista ya que sus intereses es lo menos importante. Su prioridad es la corporación en sí misma, los clientes, los empleados, los acreedores y finalmente el accionista.	-Tiene los mejores elementos del derecho alemán, japonés y americano. -Todos trabajan por la supervivencia de todos. -Empleo vitalicio. -Prima en su orden.	-Al ser tan colectivista no hay efectividad en las actividades de bajo funcionamiento.

Fuente: Sandra Gaitán, 2010.

En el mercado de capitales, las preguntas de información entre el equipo gerencial, el directorio, e incluso los accionistas mayoritarios, por una parte, y por otra los externos a las empresas, generan un problema de selección adversa⁰² cuando se emiten acciones o bonos⁰³. Todas las empresas tienen los incentivos económicos para comunicar al mercado prospectos positivos respecto del futuro de su empresa, aun cuando el directorio no sea optimista con respecto al futuro financiero de las empresas y no se encuentren disponibles para el mercado esta información, las empresas lo seguirán haciendo. Sobre todo si requieren financiamiento externo para adelantar nuevos proyectos o modificar su estructura de capital real. Por lo tanto, los inversionistas no están en capacidad de diferenciar entre las empresas que tienen un futuro promisorio y oportunidades de crecimiento realizables, y que pueden encontrar un futuro incierto. Por lo anterior, puede presentar una compraventa de acciones o bonos a un precio que compense las asimetrías de información, es decir, un precio promedio para las empresas del sector, que seguramente no compensará justamente la emisión realizada por las empresas con futuro promisorio. Lo anterior puede llevar a cabo que algunas empresas decidan no buscar financiación externa y prefieran perder oportunidades de crecimiento (Guzmán Vasquez, 2016).

Adicionalmente, es importante resaltar que son múltiples y muy diversos los aspectos que conforman el gobierno corporativo y condicionan, de una u otra forma, el desempeño de la empresa. Delgado (2007) clasifica estos aspectos como internos o propios de la empresa (endógenos) y externos a la empresa (exógenos). Entre los aspectos endógenos, se encuentran: toma de decisiones, estructura de capital, grado de apalancamiento, formas de compensación a los ejecutivos y sistemas de control, etc. Entre los exógenos tenemos: política fiscal y legal, tipo de cambio y grado de competencia en los mercados de bienes e insumos, etc. En cierto modo, todos los aspectos que conforman el gobierno corporativo influyen en el valor de la empresa, pero el hecho de tener un gobierno corporativo funcionando correctamente, puede ayudar a la empresa y al sistema financiero en general y permite que el país cuente con un adecuado crecimiento y desarrollo económico.

El gobierno corporativo está presente en cada uno de los elementos que componen el control interno y actúa de manera transversal dentro de toda la organización, partiendo de los accionistas, el directorio, la alta gerencia, los mandos medios y operativos; quienes junto con los demás grupos de interés (stakeholders) de la organización, alcanzan unos objetivos conjuntos y son usuarios de la información.

Para que el gobierno corporativo se articule de manera transversal a la estructura de control interno de la organización, es importante que se conozcan sus tres dimensiones: i) diseño, que se asocia al diseño de procesos, procedimientos y reglas que dan la estructura a la organización; ii) desarrollo, que direcciona las relaciones entre el Directorio y el CEO e indica que las organizaciones deben disponer de canales adecuados para que haya efectividad en la comunicación y en las disposiciones; y iii) desempeño, que es la situación real de las prácticas de gobierno corporativo en la organización. Así, las adecuadas prácticas de gobierno corporativo están intrínsecamente relacionadas con los sistemas de gestión de las organizaciones, con alcanzar sus objetivos y con garantizar la sostenibilidad de las corporaciones (Baracaldo Lozano, 2013).

⁰² Con esta expresión, se trata de describir aquellas situaciones de oportunismo precontractual en que la parte menos informada no es capaz de distinguir la buena o mala calidad de lo ofrecido por la otra parte, por lo que acaba suponiendo que lo más probable es la posibilidad peor, ya que, por lo general, es lo más interesante para el otro agente.

En esta situación, se induce un efecto de selección adversa, dado que únicamente se acabarán ofreciendo las peores calidades, ya que no se distinguen de las buenas. No obstante, la información privada puede en ocasiones tratar de descubrirse a través de señales creíbles siempre que el transmisor obtenga con ello algún beneficio y le resulte costoso emitir una señal falsa (Gómez Jacinto, 2008).

⁰³ Esto es un comportamiento que también se da a nivel de las empresas familiares.

En este contexto y tras una revisión de literatura, el Fondo Monetario Internacional (IMF, por sus siglas en inglés), concluyó que son 3 los retos a los que se enfrentan los países con mercados emergentes:

Ilustración 1: Retos de gobierno corporativo en países de mercados emergentes

Las reglas, regulaciones y leyes que rigen los derechos de los acreedores y accionistas son solo tan buenas como su cumplimiento. Por lo tanto, la tendencia de los sistemas judiciales a ser más débiles en los mercados emergentes es el foco de mucha preocupación en este contexto.

El predominio de los accionistas controladores es otro aspecto distintivo de las economías de mercados emergentes, donde las grandes corporaciones a menudo tienen propietarios controladores, generalmente familias adineradas.

En las economías de mercados emergentes, donde los grupos empresariales a menudo dominan el sector corporativo, el control se refuerza a través de mecanismos como participaciones cruzadas, múltiples clases de acciones con diferentes derechos de voto y estructuras piramidales de propiedad.

Fuente: IMF, 2016.

Los códigos de gobierno corporativo pueden ayudar a mitigar estos problemas. De hecho, el objetivo del gobierno corporativo incluye la maximización de la eficiencia y la rentabilidad de las empresas al motivar a los miembros de la misma a actuar en interés de todos los inversores y limitar el abuso de su poder sobre los recursos corporativos. Tradicionalmente, los mecanismos de gobernanza intentan alinear los incentivos gerenciales con los intereses de los accionistas mediante el uso de bonos y opciones sobre acciones. Un Directorio responsable de monitorear el comportamiento gerencial también puede ejercer control en nombre de los accionistas (International Monetary Fund, 2016).

Por otra parte, es necesario también reconocer que el desarrollo e implementación del gobierno corporativo puede traer complicaciones. Es variada la literatura que se puede encontrar acerca de cómo un no acertado modelo de gobierno corporativo puede perjudicar en vez de beneficiar a la empresa. Autores como Tyler Lacoma (2017), Kalpana Unadkat y Pranay Bagdi (2017), Madison Marriage y Attracta Mooney (2018) o Carver (2003), nos dan a conocer los potenciales problemas que involucra el gobierno corporativo, los principales son:

Tabla 2: Problemas con el gobierno corporativo

Problema	Descripción
Barreras Burocráticas	Las estructuras de gobierno corporativo son muy pesadas. Requieren muchas capas de administración y largas listas de vicepresidentes y presidentes para que la información pase. Esto hace que sea muy difícil para los líderes de la compañía recibir datos precisos e importantes de los niveles más bajos de la empresa, especialmente si los gerentes en el camino quieren distorsionar el mensaje para que se oiga mejor. En última instancia, la cadena de mando llega a ser tan larga que el negocio es difícil de manejar y responde lentamente al cambio. Las estructuras comerciales planas con pocas capas de administración son el objetivo de muchas corporaciones.
Rendición de cuentas	El gobierno corporativo se ha ganado una connotación negativa en la sociedad, principalmente debido a las prácticas cuestionables de los principales ejecutivos y miembros del Directorio. No todas las empresas cometen fraudes, por supuesto, pero sí reciben mucha atención, y muchos ejecutivos se han acostumbrado a recibir grandes bonificaciones, incluso en una economía contratante. Esto ha llevado a una atmósfera de desconfianza entre los consumidores y los inversores, que las empresas luchan al mostrar una mayor transparencia en su trabajo y misión.
Estándares de gobernanzas	Internamente, el gobierno corporativo enfrenta un tipo diferente de lucha. El Directorio puede tomar buenas decisiones sobre la política de la compañía y propagar estándares en toda la empresa. Pero, los gerentes rebeldes pueden ignorar o subvertir las decisiones corporativas en muchos niveles del negocio, y a menudo hay algunos alborotadores en todos los negocios. Las juntas corporativas necesitan métodos para hacer cumplir las normas y disciplinar a los gerentes cuando sea necesario, un componente del gobierno que pocas juntas consideran.
Términos del Directorio	Los miembros del Directorio pueden causar problemas con las creencias arraigadas y la concentración de poder, por lo que las empresas prefieren reciclar a los miembros de este. Pero la corporación debe decidir cómo hacer un ciclo. Si todos los directores cambian al mismo tiempo, la empresa puede quedar abierta para una adquisición hostil. Si se decide escalar los términos de los miembros, debe decidir cuándo escalar y cómo lograrlo.

Fuente: Tyler Lacoma, 2017.

Sin embargo, a pesar de las potenciales dificultades que pueda conllevar desarrollar un gobierno corporativo, uno de los efectos positivos que a nivel macroeconómico este trae es que se puede mejorar la capacidad de recuperación de las economías frente a las crisis financieras mundiales. Las mejoras en el gobierno corporativo fomentan mercados de capital más profundos y más líquidos, lo que les permite absorber mejor los shocks. Las mejoras en el gobierno corporativo también mejoran la eficiencia del mercado bursátil, haciendo que los precios de las acciones sean menos sensibles a los shocks externos. Asimismo, un mejor gobierno corporativo puede hacer que las empresas tengan hojas de balance más sólidas. En particular, las firmas con elevados estándares de gobierno corporativo generalmente muestran menores ratios de deuda a corto plazo, cuentan con menores probabilidades de default, y pueden endeudarse a plazos más largos. Esto reduce su vulnerabilidad a los recortes en la financiación, mejorando la estabilidad financiera (International Monetary Fund, 2016).

Mejores prácticas de gobierno corporativo, en especial la transparencia⁰⁴, conducen a un incremento de valor de las empresas en el mercado. Según estudios realizados, aquellas empresas que implementan buenas prácticas de gobierno corporativo pueden mejorar el valor de mercado de sus acciones en 23% respecto a empresas similares que no implementan estas prácticas. De igual manera, se puede conseguir hasta un 14% adicional de retorno sobre los activos (ROA). Pero así como implementar acciones que mejoren el gobierno corporativo se traduce en resultados positivos, no hacerlo impacta negativamente en el negocio (EY & Lima., Los retos del Gobierno Corporativo en el Perú de cara a la Alianza del Pacífico., 2017). Estudios han revelado que la divulgación de información es una práctica que contribuye a reducir el costo de la deuda, ya que los prestamistas, antes de realizar alguna operación de inversión, tratan de evaluar el riesgo de incumplimiento, teniendo en cuenta toda la información que esté disponible. Así, las empresas que revelan información de manera oportuna y constante presentan más baja probabilidad de retener información negativa referente a sus operaciones, permitiendo a los inversionistas tomar mejores decisiones (Lagos Cortes & Vecino Arenas, Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda, 2014).

Cada día, el tema de gobierno corporativo cobra relevancia en los ámbitos nacionales e internacionales, ya que acompañado de una buena gestión organizacional, permitiría a las organizaciones visualizar oportunidades en nuevos mercados y en la toma de decisiones más acertadas. La importancia de un buen gobierno corporativo recae en la estructura del gobierno corporativo, en donde los principales ejecutivos pueden saber lo que realmente esté sucediendo dentro y fuera de la organización. En consecuencia, es reconocido el impacto positivo de la adopción de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las organizaciones, ya que ayuda a que las organizaciones contribuyan sólidamente en el desarrollo y bienestar de los países (Jativa, 2017). En la siguiente sección se tratará de dar a conocer un marco empírico en el que se demuestre no sólo lo dicho en la revisión de literatura sino que nos permita evaluar casos específicos sobre gobierno corporativo de algunos países.

⁰⁴ Véase Patel et. al (2002).

III. Casos empíricos

Las sucesivas crisis han elevado la atención en el gobierno corporativo. La crisis financiera en Asia Oriental, Brasil y Rusia en 1999, Enron y diversas calamidades corporativas en EE.UU. en el 2003, la crisis financiera global del 2007/8 y numerosas intervenciones reguladoras en todo el mundo, han aumentado el interés político para intervenir y exigir respuestas a las preocupaciones del público. El gobierno corporativo tiene como propósito aumentar la responsabilidad de la empresa y evitar desastres masivos antes de que ocurran. Cuando el gobierno corporativo es ejecutado eficazmente, puede prevenir escándalos corporativos, mejorar la imagen de la empresa ante la opinión pública como una empresa que es responsable ante sus accionistas y acreedores. El gobierno corporativo ayuda a mantener una empresa honesta y fuera de problemas. (Aguilar, 2012).

Por ello, son numerosos los casos en que se evidencia que el desarrollo de un adecuado gobierno corporativo ha llevado a la empresa a tener resultados óptimos y rentables (International Monetary Fund (2016), Thomas O'Connor y Julie Byrne (2014) o Faizul Haque y Thankom Arum (2016)). Tras una revisión de literatura se ha podido encontrar diversos resultados en cuanto al gobierno corporativo:

Tabla 3: Estudios empíricos sobre gobierno corporativo

Regresiones lineales	Autores y nombre del estudio	Países	Muestra / Datos	Resultados
	Corporate governance and financial performance: an emerging economy perspective. Escrito por: Faizul Haque y Thankom Arum (2016).	Bangladesh	Datos de gobierno corporativo basados en encuestas y datos financieros publicados. Entre las 234 empresas cotizadas financieras y no financieras del mercado principal de Bangladesh (The Dhaka Stock Exchange (DSE)), 140 empresas respondieron a las encuestas, con una tasa de respuesta aproximadamente de 60%.	Los resultados sugieren que una mejor calidad de gobierno corporativo ayuda a las empresas a mejorar su valor de mercado a través de mayores derechos de los accionistas, comportamientos más responsables e independientes de la junta y la administración, y mejores prácticas de información y divulgación financiera.
	Corporate Governance Ratings and Firm Value: Empirical Evidence from the Bucharest Stock Exchange. Escrito por: Stefan Cristian Gherghina (2015).	Rumania	Se seleccionaron todas las empresas que cotizan en la Bolsa de Bucarest (BSE) durante el año 2011, menos las empresas fuera del sector de intermediación financiera. Esto genera una muestra total de 68 compañías.	Se documentó la falta de una relación estadísticamente significativa entre la calificación global de la gobernanza (realizado para medir gobierno corporativo) y el valor de la empresa, representada por ROA, ROE y EPS. Del mismo modo, la falta de una relación estadísticamente significativa se reforzó también para las calificaciones de gobernabilidad específicas.
	Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. Escrito por: Diógenes Lagos Cortes y Carlos Enrique Vecino Arenas (2014).	Colombia	Este estudio considera las empresas que emitieron bonos en la BVC durante el periodo 2007-2010. ⁹⁵	Los resultados del modelo de regresión muestran que no existe evidencia fuerte de que el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo se relaciona con el costo de la deuda en los emisores financieros. En el caso de los emisores no financieros, se encuentra evidencia de que existe una relación inversa entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo. Esto indica que, adicionales a la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, existen otras variables que explican en mayor medida el comportamiento del costo de la deuda.

11.

Tabla 3: Estudios empíricos sobre gobierno corporativo

Panel Data	Autores y nombre del estudio	Países	Muestra / Datos	Resultados
	Corporate Governance, investor protection, and financial stability in emerging markets. Escrito por: International Monetary Fund (2016).	Países diversos	Más de 600 empresas no financieras de 25 países emergentes durante el periodo 2007-2014.	<p>El desarrollo de un buen gobierno corporativo puede:</p> <ul style="list-style-type: none">• Mejorar la capacidad de recuperación de las economías frente a las crisis financieras mundiales.• Fomentar mercados de capital más profundos y más líquidos, lo que les permite absorber mejor los shocks.• Mejorar la eficiencia del mercado bursátil, haciendo que los precios de las acciones sean menos sensibles a los shocks externos. Generar que las empresas tengan hojas de balance más sólidas. En particular, las firmas mejor gobernadas generalmente muestran menores ratios de deuda a corto plazo, cuentan con menores probabilidades de default, y pueden endeudarse a plazos más largos. Esto reduce su vulnerabilidad a los recortes en la financiación, mejorando la estabilidad financiera.
	When does corporate governance matter? Evidence from across the corporate lifecycle. Escrito por: Thomas O'Connor y Julie Byrne (2014).	Países diversos	495 empresas en total de 25 países que tienen un puntaje sobre gobierno corporativo otorgado por CLSA.	Sugieren una relación positiva entre el valor de la empresa y el gobierno corporativo. Sin embargo, las estimaciones de los coeficientes de gobierno corporativo para las empresas inmaduras son más altas que las de las empresas maduras, y son estadísticamente significativas, independientemente de la medida que se use para representar la madurez de la empresa. Así, el estudio concluye que el gobierno corporativo es más importante para las empresas que se encuentran en la fase más temprana del ciclo de vida corporativo.

Fuente: Elaboración propia

Como se evidencia en la revisión empírica presentada, los resultados sobre la influencia del gobierno corporativo son mixtos y depende en gran medida de la muestra con la que se quiere evaluar las hipótesis de estudio. Es decir, pueden existir características propias de cada país que favorecen o no la formación de un gobierno corporativo. Sin embargo, a través de diversa literatura encontrada se puede ver que el efecto positivo que genera el desarrollo del gobierno corporativo sobre el rendimiento de la empresa (medida a través de distintos indicadores de rentabilidad) es el que predomina. Para discutir sobre el tema se presentan a continuación casos específicos de gobierno corporativo en distintos países.

⁰⁵ Se incluyen en la muestra los emisores que cumplen con los siguientes criterios: i) haber diligenciado la encuesta de gobierno corporativo Código País para el año en cual hayan realizado la emisión de bonos; ii) tener información financiera publicada en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, y iii) haber ofrecido alguna de estas clases de bonos: bonos con tasa fija, bonos indexados a la UVR, o bonos indexados a la DFT; la muestra estudiada comprende 72 procesos de emisión de bonos, realizados por 38 emisores de valores (Lagos Cortes & Vecino Arenas, 2014).

1. Gobierno corporativo en Alemania⁰⁵

Alemania se caracteriza por utilizar un sistema dual donde existen dos órganos básicos de gobierno corporativo, el Consejo de Dirección (Vorstand) y el Consejo de Supervisión (Aufsichtsrat), según se deduce de las normas establecidas por el Código Alemán de Gobierno Corporativo para las sociedades anónimas (Aktiengesellschaften). Este sistema es obligatorio para todas las empresas que tengan más de 500 trabajadores y para todas las compañías cotizadas alemanas, independientemente de su tamaño. La tercera parte de los Consejos de Supervisión de las pequeñas empresas debe ser elegida por los trabajadores, mientras que en las empresas de más de 2,000 empleados la mitad es elegida por los accionistas y la otra mitad por los trabajadores (MARTÍN-MARTÍNEZ, 2015).

El Consejo de Supervisión es, en teoría, absolutamente independiente del Consejo de Dirección. Según la normativa alemana, el Consejo de Dirección, compuesto únicamente por miembros ejecutivos, tiene responsabilidad directa en la supervisión de la gestión operativa de la empresa, mientras que el Consejo de Supervisión realiza las funciones de control de las tareas realizadas por el Consejo de Dirección. Si bien el Consejo de Supervisión debe asesorar y supervisar a la dirección operativa, la responsabilidad de la gestión de la empresa, y de su supervisión, reside en el Consejo de Dirección. Cabe señalar que para ejecutar ciertas operaciones de especial importancia para la sociedad, el Consejo de Dirección necesita la aprobación del Consejo de Supervisión. En caso que dicha aprobación sea denegada, el Consejo de Dirección puede elevar dicho requerimiento a los accionistas y solicitar una Junta General Extraordinaria de Accionistas, para lo que necesita la aprobación de, al menos, tres cuartas partes de sus miembros.

Las empresas alemanas cotizadas en el mercado de valores se caracterizan por una alta concentración accionarial, por lo que los pequeños inversores tienen poca influencia en el control de la empresa, lo que puede poner en entredicho la eficacia del Consejo de Supervisión. Si bien en el pasado las instituciones financieras solían tener grandes paquetes accionariales de sociedades no financieras cotizadas, hoy en día los inversores extranjeros están adquiriendo dichas participaciones, por lo que el sistema ha ganado en transparencia y, consecuentemente, el control sobre el Consejo de Dirección es aún mayor. No obstante, el papel de las instituciones financieras sigue teniendo relevancia.

⁰⁶ Esta sección se basa en el estudio “El sistema alemán y de Gobierno Corporativo y el Libro Verde de la CE”, realizado por Pablo Hafner en el 2013.

Ventajas del sistema dual	Separación de las funciones de control (Consejo de Supervisión) y de gestión operativa (Consejo de Dirección): la idea principal del sistema dual de gobierno corporativo era la de separar rigurosamente las funciones de supervisión y control de la función de gestión operativa. La intención del mecanismo alemán es la de proteger los intereses tanto de los accionistas, como los de la comunidad donde la empresa realizaba sus actividades.
	Eliminación de conflictos de intereses entre ambos consejos: en éste sistema, los miembros del Consejo de Supervisión, para ejercer el control adecuado del Consejo de Dirección, deben ser elegidos por los accionistas en el Directorio.
Desventajas del sistema dual	Complejidad estructural: Al estar los dos órganos tan separados en sus funciones, y al ser tan dependiente el Consejo de Supervisión del Consejo de Dirección, el intercambio de información entre ambos puede ser muy limitado dando lugar a malentendidos, disminuyendo por lo tanto la eficacia de la función de control del Consejo de Supervisión. Se hace necesario establecer procedimientos claros para facilitar la transparencia en el proceso de intercambio de información entre los dos órganos de gobierno, siendo esta información vital para permitir que el Consejo de Supervisión ejerza sus funciones plenamente.
	Ley de cogestión: presente por ley en los estatutos de las sociedades. La composición del Consejo de Supervisión, es decir el círculo de personas aptas para formar parte de él, las responsabilidades y los intereses de sus miembros, las habilidades, conocimientos y experiencia requeridos, etc., están claramente influenciadas por lo establecido en la Ley de Cogestión. Debido a que hasta la mitad de los miembros del Consejo de Supervisión deben ser representantes de los trabajadores en empresas que cuenten con más de 2,000 empleados, la diversidad y eficacia del Consejo de Supervisión quedará determinada por este factor, teniendo gran influencia, por lo tanto, en la eficiencia del sistema dual de gobierno corporativo.
	Escaso control: considerando que el Consejo de Supervisión se reúne cuatro veces al año, su función se reduce a un control a posteriori de la situación. Controles más intensos y frecuentes, y una mayor transparencia informativa, serían necesarios para que el Consejo de Supervisión ejerciera sus funciones con plenitud.

Fuente: Pablo Hafner, 2013.

2. Gobierno corporativo en Estados Unidos⁰⁷

Estados Unidos representa la posición de que el control final sobre la empresa debe residir en los accionistas y que los administradores de la empresa, directorio y ejecutivo, deben administrarla a favor de los intereses de los accionistas. Los intereses de otros demandantes (empleados, acreedores, clientes o proveedores) deben ser protegidos a través de contratos y otros medios legales que no involucren su participación directa en el gobierno de la empresa. Al darle prioridad al bienestar del accionista, el sistema de gobierno corporativo de Estados Unidos le ha dado énfasis a la eficiencia. Este sistema funciona a través de mercados diseñados para proporcionar información transparente a una amplia gama de inversionistas que demandan retorno a sus inversiones y empresas eficientemente administradas. Como resultado, Estados Unidos tiene un mercado accionario relativamente líquido y mucho más grande que otros países (Sava, 2002).

El modelo americano de propiedad de las empresas se caracteriza por su dispersión, y esta circunstancia afecta directamente a las prácticas de gobierno corporativo existentes en ese país. De dicha dispersión resultan algunas ventajas, tales como la existencia de un mercado de capitales más activo, más participativo, más líquido y, en consecuencia, un mercado de control de empresas más efectivo, pero también diversos inconvenientes, puesto que el control se hace más difícil y más costoso. Este modelo de propiedad y control, ha sido muy criticado en los últimos años, por su extremada dependencia del mercado de capitales y su consecuente inestabilidad (MARTÍN-MARTÍNEZ, 2015).

⁰⁷ Esta sección se basa en el estudio "Corporate Governance from a Global Perspective", realizado por Shamsheer Mohamad and Zulkarnain Muhamad Sori en el 2011.

En los Estados Unidos, los inversionistas desempeñaron un papel importante en el fomento de un buen gobierno corporativo. El enfoque americano para el gobierno corporativo es minimizar los conflictos de intereses entre el propietario y los gerentes. Esto se intenta otorgando a los administradores incentivos relacionados con los beneficios, como acciones u opciones sobre acciones. En consonancia con su preferencia por soluciones basadas en el mercado para el gobierno corporativo, Estados Unidos ha acogido con satisfacción el método innovador de los banqueros de inversión para llevar incluso a las gigantes compañías al ámbito del mercado para el control corporativo.

Sin embargo, relacionar el desempeño de los gerentes con el mercado bursátil ha generado preocupación de que se trata de un comportamiento corporativo a corto plazo. Otra preocupación tiene que ver con la asimetría de la información y el conocimiento entre el propietario y los gerentes. También es de preocupación si los directores se complacen en un aumento irrazonable de los sueldos y las gratificaciones para ellos mismos, incluso cuando la reestructuración y la reducción de la actividad empresarial afectan a los empleados y las comunidades locales. Las crecientes disparidades en los ingresos han alentado a algunos economistas a buscar reformas dentro del sistema de gobierno corporativo.

El gobierno corporativo en los Estados Unidos se ha basado más en la divulgación que en los procesos y estructuras. El nivel requerido de divulgación de la paga, los beneficios y los incentivos de los cinco principales ejecutivos es muy extenso. Los comités de compensación compuestos en su totalidad por directores independientes solo se han convertido en la norma en los últimos años, y aunque las recientes decisiones de la Bolsa de Valores de Nueva York y NASDAQ están aumentando la independencia del Directorio, sigue siendo una práctica estándar en los Estados Unidos que los roles de presidente y CEO sean combinados. Esta concentración de poder en un lugar, en contraste con el modelo europeo donde el CEO dirige la compañía y supervisa la gestión operativa y el presidente dirige el directorio, es considerado por algunos como una deficiencia crítica en el modelo de gobierno corporativo estadounidense.

3. Gobierno corporativo en Reino Unido⁰⁸

En julio de 2018, el Código de Gobierno Corporativo del Reino Unido fue revisado y enfatiza que las empresas creen confianza al forjar relaciones sólidas con los grupos de interés. El nuevo Código emitido por el Financial Reporting Council (FRC) establece explícitamente que los miembros del Directorio y las empresas necesitan construir y mantener relaciones exitosas con una amplia gama de grupos de interés en un lenguaje que refleje el del Marco del Consejo Internacional de Informes Integrados (IIRC).

El Código de Gobierno Corporativo del Reino Unido de 2018 sitúa las relaciones entre empresas, accionistas y partes interesadas en el corazón del crecimiento sostenible a largo plazo en la economía del país. El nuevo código más corto y nítido es el producto de una amplia consulta.

Este Código enfatiza que las empresas creen confianza al forjar relaciones sólidas con los grupos de interés. Exige que las empresas establezcan una cultura corporativa que se alinee con el propósito de la empresa, la estrategia comercial, promueva la integridad y valore la diversidad. Asimismo, hace un llamado a los directores para que describan en su informe anual cómo se han considerado los intereses de una amplia comunidad de partes interesadas como se establece en la sección 172 de la Ley de Sociedades en las discusiones de la junta y en la toma de decisiones.

⁰⁸ Esta sección se basa en el artículo "El Reino Unido orienta su nuevo código de gobierno corporativo hacia los grupos de interés" encontrado en la página web de ComunicaRSE.

“Relaciones con los grupos de interés” es uno de los principales pilares de los informes integrados y establece que se debe elaborar un informe que proporcione información sobre la naturaleza y la calidad de las relaciones de la organización con sus principales partes interesadas, incluyendo cómo y en qué medida la organización entiende, toma en cuenta y responde a sus necesidades e intereses legítimos.

El Código establece que los informes de gobierno corporativo deben relacionarse de manera coherente con otras partes del informe anual, en particular el Informe estratégico y otra información complementaria, para que los accionistas puedan evaluar efectivamente la calidad de las actividades de gobierno corporativo de la compañía. En materia de diversidad, el código pide garantizar que el Directorio tenga la combinación correcta de habilidades y experiencia, desafío constructivo y para promover la diversidad. El nuevo Código enfatiza la necesidad de actualizar el Directorio y llevar a cabo la planificación de la sucesión.

El director del IIRC, expresó que la finalidad de este nuevo código es que las empresas expliquen clara y concisamente cómo usan sus múltiples recursos y relaciones para crear valor a largo plazo. Para el éxito a largo plazo de una empresa es fundamental su relación con las partes interesadas clave, por lo que es bienvenida una mejor percepción de cómo el Directorio toma en cuenta sus intereses y expectativas.

4. Gobierno corporativo en China⁰⁹

El gobierno corporativo es una parte importante de la reforma empresarial en China y se ha considerado gradualmente como un tema importante que afecta el desempeño de las empresas. Así, la reforma del gobierno corporativo en la mayoría de las empresas chinas no solo cumple con los requisitos normativos, sino que también satisface las necesidades de desarrollo a largo plazo de la empresa, incluida la necesidad de captar capital, proteger los derechos de los accionistas y mejorar la toma de decisiones.

Las agencias gubernamentales también promulgaron un gran número de leyes y regulaciones nacionales en un intento de perfeccionar el marco de gobierno corporativo, como la Ley de Sociedades de la República Popular de China (revisada en 2005), la Ley de Contabilidad de la República Popular China (revisado en 1999), y la Ley de Valores de la República Popular China (revisada en 2005). A través de estas leyes, las autoridades se concentran en cómo asignar la responsabilidad y la rendición de cuentas entre los accionistas, directores y gerentes de la empresa; cómo hacer que los gerentes se alineen con los intereses de los accionistas y cómo diseñar mecanismos de incentivo para gerentes. Especialmente, el Código de gobierno corporativo de las empresas enlistadas fue emitido por la Comisión Reguladora de Valores de China (CSRC, por sus siglas en inglés) en 2002, con el objetivo de establecer los principios básicos para el gobierno corporativo de las compañías que cotizan en China. El código no solo especifica los derechos de los accionistas, el papel del accionista controlador y los directores, sino que también fortalece el requisito de divulgación de información y transparencia. Específicamente, existen algunos requisitos importantes de gobierno corporativo como los siguientes:

⁰⁹ Esta sección se basa en el estudio "A critique of corporate governance in China", realizado por Clive Smallman y Jack Radford en julio del 2013.

- Los accionistas poseen un deber de buena fe hacia la compañía cotizada y otros accionistas.
- Una compañía que cotiza en bolsa debe estar separada de sus accionistas controladores en aspectos tales como activos personales, asuntos financieros, negocios y contabilidad.
- Los directores deben cumplir fiel, honesta y diligentemente sus funciones en el mejor interés de la compañía y de todos los accionistas.
- Una empresa que cotiza en bolsa deberá formular reglas de procedimiento para su directorio para garantizar el funcionamiento eficiente y las decisiones racionales del directorio.

A pesar de lo anterior, la reforma del gobierno corporativo en China se ha podido ver obstaculizada por el rol que juega el gobierno, sobre todo en empresas estatales. China necesita una relación óptima entre el gobierno, la comisión de supervisión, empresas que cotizan, Directorio y gerentes con el fin de mejorar la eficacia y la eficiencia del sistema de gobierno corporativo. Dado que el gobierno retiene la mayor parte de las acciones de las empresas estatales, China todavía tiene un sistema de monitoreo de gobierno de múltiples niveles. Dentro de esta línea de control, la comisión de supervisión estatal es el agente representativo de la propiedad estatal y actúa como la autoridad gubernamental de alto nivel para supervisar la operación de las corporaciones controladas por el estado.

Como resultado, el sistema no puede mostrar un vínculo directo y claro entre el director y los agentes. Por lo tanto, el directorio de las compañías a menudo incumple su objetivo y no puede adoptar políticas y principios efectivos para servir los intereses de los accionistas. Por este motivo es necesario que se acorte la línea de control china para aclarar la relación entre el gobierno, la supervisión estatal, las empresas estatales y las sociedades que cotizan; y que se especifique las responsabilidades de las sociedades que cotizan, el Directorio y los gerentes.

Asimismo, las empresas que cotizan en bolsa deberían cambiar su gobierno corporativo de un modelo políticamente determinado a un modelo determinado por el mercado para minimizar aún más la influencia de la función administrativa del gobierno. Los estrechos vínculos entre los agentes estatales y las empresas que cotizan en bolsa no solo afectaron en gran medida la eficiencia del gobierno corporativo de las empresas, sino que también expropiaron los intereses de las empresas enlistadas. Por lo tanto, las compañías que cotizan deben mantener una relación clara con el gobierno y la agencia gubernamental para aumentar la independencia de los activos, los negocios, los recursos humanos, las finanzas y la estructura de la organización. Como resultado, las compañías listadas pueden reducir el conflicto con la autoridad gubernamental y mejorar la efectividad del gobierno corporativo mediante el desarrollo de un modelo de gobierno corporativo determinado por el mercado.

5. Gobierno corporativo en Chile¹⁰

El interés por la estructura de gobierno corporativo en Chile ha crecido en los últimos años tanto en el aspecto académico como en el sector empresarial y de gobierno. Por una parte, este interés se debe a la ola de transferencias de control en importantes empresas chilenas ocurridas en el último tiempo y que llevó, a su vez, a una reforma a las leyes de Sociedades Anónimas y de Valores, mejor conocida como Ley de OPA, promulgada en diciembre de 2000.

Por otra parte, la literatura académica sobre gobierno corporativo en Chile ha crecido al amparo del desarrollo del marco conceptual y empírico entre diferentes naciones del mundo. En términos generales, la estructura de propiedad y de gobierno corporativo que se observa hoy en Chile se ha desarrollado condicionada por eventos políticos y económicos ocurridos en el pasado y se caracteriza por la presencia de grupos económicos o conglomerados que dominan gran parte de la actividad empresarial nacional.

La estructura de la propiedad de las empresas chilenas se caracteriza por la alta concentración de la propiedad y la generalizada presencia de grupos o conglomerados. En las estadísticas se analizó que al considerar todas las empresas inscritas en bolsa, el mayor accionista es propietario, en promedio, del 46.2% de las acciones, mientras que los otros tres y cinco mayores accionistas mantienen, en promedio, el 73.6% y 88.6% de la propiedad, respectivamente.

La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) tiene el principal rol en relación con el gobierno corporativo en Chile. Fue establecida en 1980 como una organización autónoma pública dependiente del Ministerio de Hacienda. Entre sus principales atribuciones se encuentra la emisión de normas para las sociedades anónimas y la fiscalización de las leyes de valores y de las sociedades.

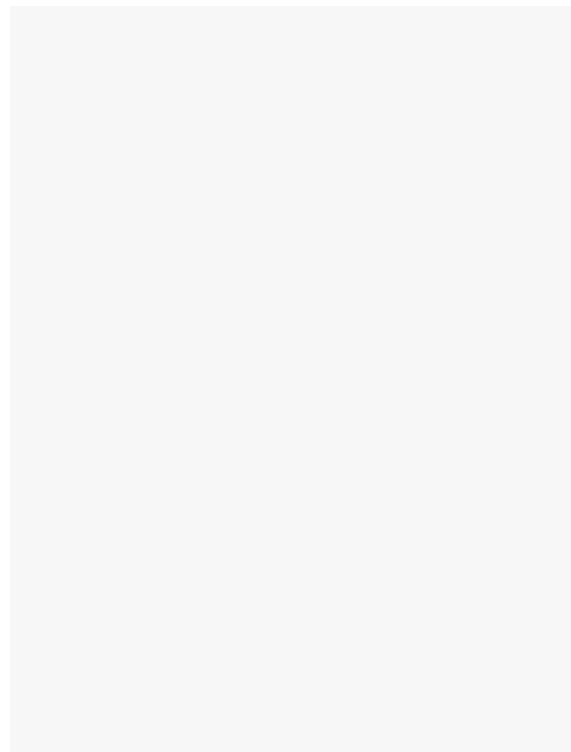
¹⁰ Esta sección se basa en el estudio "Gobierno Corporativo ¿Qué es? Y ¿Cómo andamos por casa?", realizado por Fernando Lefort.

Es importante notar que en Chile la autorregulación en los mercados de capital es prácticamente inexistente. Las principales regulaciones son impuestas y supervisadas por las autoridades correspondientes y no hay requisitos adicionales por parte de las bolsas de valores o prácticas relacionadas con el buen gobierno corporativo auto impuestas por las empresas.

Por otro lado, aunque el sistema legal chileno se inspira en el código civil francés, la mayoría de las reformas implementadas a las leyes referentes al mercado de valores y a las sociedades anónimas fueron inspiradas en sus homólogos en los EEUU. No obstante lo anterior, el sistema judicial chileno no parece ser suficientemente ágil y flexible para garantizar a los accionistas minoritarios la aplicación a tiempo y en forma efectiva de las normas que buscan protegerlo.

En el ámbito del gobierno corporativo hay tres aspectos referentes a la legislación chilena que vale la pena destacar. En primer lugar, las transferencias de propiedad accionaria que conduzcan a un cambio de controlador deben hacerse a un "precio de mercado" o mediante una oferta pública de adquisición de acciones que asegure términos similares a todos los accionistas. En segundo lugar, las empresas listadas grandes deben constituir un comité de auditoría formado por mayoría de miembros independientes que tiene, entre otras, la función de aprobar todas las transacciones con partes relacionadas aprobadas por el directorio. Finalmente, a diferencia de la mayoría de los países de la región, Chile no ha instituido todavía el concepto de Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo como un requisito para que las empresas listadas informen al mercado de su estándar en cuanto a las recomendaciones internacionales respecto al gobierno corporativo. Es importante notar, sin embargo, que en el caso de las empresas que han emitido ADRs, este tipo de práctica está requerido por la equivalente a la SVS en Estados Unidos.

5. Gobierno corporativo en Colombia¹¹



Desde el 2007, Colombia cuenta con un Código de Mejores Prácticas Corporativas (o Código País), aplicable de manera obligatoria a las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. La importancia del Gobierno Corporativo en Colombia tomó fuerza desde los noventa, cuando se impulsó la apertura económica pretendiendo fomentar una inversión extranjera sostenible. Los principios definidos en el país se basan en el fortalecimiento de las empresas, y con ello el de la economía, promoviendo la transparencia y la competitividad.

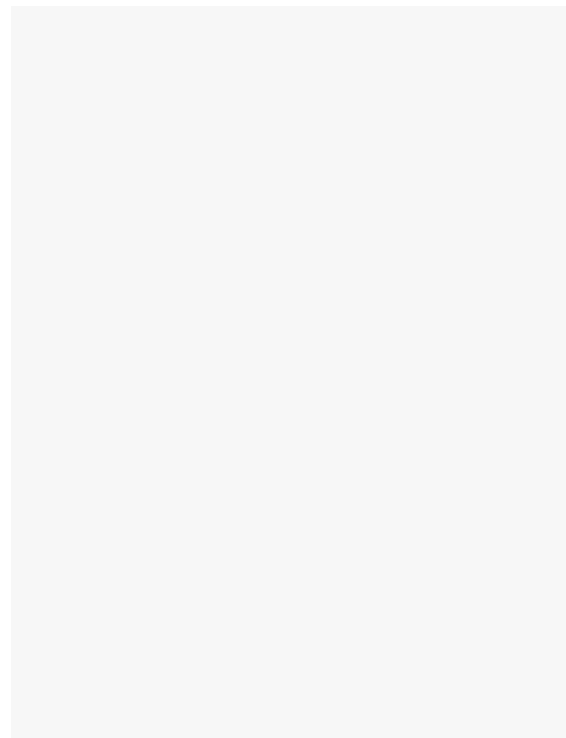
La implementación de prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia se ha hecho más evidente desde comienzos del 2000, cuando se dio la democratización de las primeras empresas estatales (ISA, Ecopetrol e Isagen). Mediante la ley 964 de 2005 se estableció el primer marco regulatorio de prácticas de Gobierno Corporativo, enfocado en la estructura de las juntas directivas y manejo de la información, para la aplicación obligatoria en las empresas emisoras de valores.

¹¹ Esta sección se basa en el estudio "Impacto del Código de Mejores Prácticas para Colombia en el ROA y ROE de una muestra de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, incluidas en el índice COLCAP", realizado por Sandra Quijano López Y Laura Mantilla Correa en el 2018.

En 2007, la Superintendencia Financiera publicó la primera versión de Código de Mejores Prácticas Corporativas (o Código País), que incluyó 41 recomendaciones respecto a la asamblea de accionistas, el Directorio, la divulgación de información y la solución de controversias. Luego, en 2014, ante el interés del país de integrar la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el Código País y su encuesta de implementación fueron actualizados en aspectos particulares como: revelación plena de información, protección de inversionistas, operaciones con partes relacionadas, manejo de conflictos de interés, conformación y funciones de la junta directiva.

La OCDE, en el año 2015, valoró como satisfactorio el desempeño de Colombia frente a la implementación de criterios de Gobierno Corporativo. Sin embargo, el Gobierno Nacional, en su rol de propietario, reconoce que aunque la aplicación de estándares de Gobierno Corporativo en sus principales empresas es bueno, aún hay brechas por cerrar en el cumplimiento del marco regulatorio, en temas como: manejo de conflicto de intereses en los diferentes roles del Estado como propietario de las empresas, armonización de los marcos regulatorios aplicables a los sectores público y privado para garantizar la simetría de condiciones de participación y selección de miembro del Directorio en empresas del Estado.

7. Gobierno corporativo en Perú¹²



Para la Superintendencia del Mercado de Valores, la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo por parte de las sociedades promueve un clima de respeto a los derechos de los accionistas y de los inversionistas en general; contribuye a generar valor, solidez y eficiencia en las sociedades; trae consigo una mejor administración de los riesgos a los cuales se encuentran expuestas; facilita el acceso al mercado de capitales; incide en la reducción del costo de capital, así como facilita un mayor y mejor acceso a fuentes de financiamiento y de inversión a largo plazo; entre otras ventajas. Los inversionistas consideran, cada vez más, la aplicación de prácticas de buen gobierno como un elemento de suma importancia para preservar el valor real de sus inversiones en el largo plazo, en la medida que permite eliminar la información desigual entre quienes administran la empresa y sus inversionistas. Refuerza este objetivo la existencia de un adecuado marco legal y prácticas de supervisión eficientes que velen por la existencia de mercados transparentes que garanticen la protección del inversionista (Superintendencia de mercado de valores (SMV), 2017).

¹² Esta sección se basará en el estudio “Los retos del Gobierno Corporativo en el Perú de cara a la Alianza del Pacífico”, elaborado conjuntamente por los equipos de EY y la Bolsa de Valores de Lima en el año 2017.

Los peruanos valoran la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, pero la regulación no acompaña al mercado. Desde el 2014, EY y la Bolsa de Valores de Lima ejecutan cada año la encuesta La Voz del Mercado (LVdM), una herramienta que permite a los propios agentes del mercado de capitales evaluar la calidad del gobierno corporativo de las empresas emisoras (de acciones y deuda) en el Perú¹³. En el 2015, el 73% de los encuestados consideró al buen gobierno corporativo como influyente o muy influyente en las decisiones de inversión en el país. Catorce instituciones y gremios empresariales representativos del mercado de valores y del sector empresarial del país, bajo el liderazgo de la SMV, publicaron el 2013 el “Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas”, (que actualiza la versión del 2002), el cual incorpora los mejores estándares de buen gobierno corporativo identificados a nivel global y local, aplicables a la realidad peruana, poniendo especial énfasis en la dinámica de la Junta General de Accionistas (propiedad), el Directorio (administración) y la Alta Gerencia (gestión ordinaria), así como en la implementación de una adecuada gestión de riesgos. Los principios contenidos en dicho Código deben constituirse en una guía para las empresas, de tal modo que su implementación evidencie una clara capacidad de autodeterminación y autorregulación, promoviéndose de esta manera una cultura de buenas prácticas de gobierno corporativo. La adhesión a dichos principios y su revelación por parte de las sociedades se debe convertir, a su vez, en un referente que los diferentes grupos de interés valorarán, y que contribuirá al posicionamiento de las empresas en los mercados de capitales del país y del exterior (Superintendencia de mercado de valores (SMV), 2017).

¹³ Este indicador ha probado ser consistente desde el punto de vista estadístico por lo que puede ser utilizado como una variable robusta para mostrar la percepción del mercado respecto del Gobierno Corporativo y para ejercicios estadísticos como se hará más adelante.

En el Perú y otros países se sigue un enfoque británico de "cumple o explica". Bajo este enfoque se da una serie de recomendaciones de buen gobierno corporativo recogidas en un documento oficial que las empresas deberían cumplir. Por ejemplo, se señala que los directorios deberían tener un tercio de directores independientes. Si las empresas no cumplen con la recomendación deberán presentar explicaciones a sus accionistas. Si las explicaciones sobre la imposibilidad o la inconveniencia de tener un tercio de directores independientes satisfacen a los accionistas, todo está bien. Si los accionistas no están satisfechos con las explicaciones tienen alternativas de acción: pueden ejercer su voto en la junta general de accionistas para cambiar al directorio (accionistas activistas) o sencillamente pueden vender sus acciones, con lo cual el precio caerá y el problema pasará a ser de otro tipo. Esto será posible siempre y cuando un mercado suficientemente líquido exista para las acciones de la empresa, situación que no está garantizada en la Bolsa de Lima para la mayoría de casos (Cueto Saco, 2018).

El efecto positivo que genera el desarrollo de un buen gobierno corporativo se puede evidenciar en el hecho de que al cierre del 2016, el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBCG¹⁴) de la Bolsa de Valores de Lima, registró una diferencia a su favor de 30% con respecto al índice que agrupa a las empresas más líquidas de la bolsa local. Sin embargo, gracias a la encuesta LVdM, se ha identificado que existe una falta de respuesta ante malas prácticas que se han identificado en el mercado peruano en los últimos tres años.

Perú no es sólo el país con el menor avance en buen gobierno corporativo dentro de los países de la Alianza del Pacífico, sino que también es el de menor efectividad en materia de fiscalización. Contar con una regulación que promueva un adecuado gobierno corporativo no es suficiente. Es necesario tener un regulador que se asegure de implementar correctamente la regulación y que al tiempo que promueve las buenas prácticas, actúe con severidad ante las infracciones. En LVdM 2016, 53% de los encuestados opinó que la fiscalización en el Perú es ineficaz y se recogieron un total de 325 comentarios acerca de lo que debería enfatizar el regulador en materia de buen gobierno corporativo.

Los desafíos de gobierno corporativo en el Perú se pueden dividir en: I) desafíos para los accionistas; II) desafíos para el directorio; y III) desafíos de la gerencia. Estos son mostrados a continuación:

¹⁴ Refleja el comportamiento de los valores de las empresas emisoras que cumplen adecuadamente los principios de Buen Gobierno Corporativo.

Los resultados de LVdM evidencian como primera conclusión que son las empresas con valores disponibles en bolsas del exterior o que son parte de grupos extranjeros, cuya matriz lista en el exterior y son liquidadas en el mercado local las que mayormente lideran las top 10 del ranking LVdM. En los 4 años evaluados, en promedio el 80% de las empresas mejor evaluadas se encuadran en lo descrito anteriormente.

De otro lado, la percepción de los evaluadores en general ha sido menos favorable. Del total de empresas evaluadas, en 27 casos, la nota se ha visto reducida y en 23 ha mejorado. Credicopt Ltd es una de las empresas cuya nota de buena gobernabilidad ha caído. Sin embargo, las mayores caídas en las notas fueron las registradas por: i) Graña y Montero (que cayó del segundo al quinto puesto); ii) Compañía de Minas Buenaventura (que cayó del quinto al octavo puesto); iii) Nexa Resources Perú, antes Compañía Minera Milpo (que cayó del noveno al décimo quinto puesto); y iv) Luz del Sur (que pasó del octavo al décimo sexto puesto). En el otro extremo se encuentran: Ferreycorp (que subió del cuarto al segundo puesto); ii) Alicorp (que subió del décimo séptimo puesto al décimo primer puesto). A nivel sectorial, resalta que el sector minería no solo es el sector con más empresas evaluadas sino que casi todas las empresas mineras han superado la valla mínima (9 de 12 empresas). El sector de Banca y Seguros es el que tiene una mejor calidad de gobierno corporativo seguido de los sectores de AFP y Servicios.

IV. Análisis empírico

Como se ha podido verificar, existe cada vez mayor interés en analizar las prácticas de gobierno corporativo y los efectos que esto tiene sobre las empresas y la economía. La forma más utilizada es realizar ejercicios estadísticos para verificar el efecto de indicadores de gobierno corporativo sobre variables relacionadas a la liquidez o rentabilidad de las empresas. En esta sección se buscará realizar un ejercicio de esta naturaleza a una muestra de empresas que están listadas en bolsa de Lima para estimar el efecto que genera tener un buen gobierno corporativo sobre distintos indicadores de rentabilidad como el Retorno sobre capital, Retorno sobre activos (ROA), Retorno sobre el patrimonio (ROE) y el Market Cap (en logaritmos). Para medir dicho efecto se utilizará como proxy los puntajes obtenidos por las siguientes 55 empresas en la encuesta La Voz de Mercado (LVDM) durante el periodo comprendido entre los años 2014 – 2017.

Tabla 4: Desafíos de gobierno corporativo en el Perú

Desafíos para los accionistas	Junta general de accionistas más potente	- Si bien por ley las empresas deben publicar la información que sustenta los puntos de agenda de la JGA, solo el 30% de las empresas más líquidas indican en su aviso de convocatoria el lugar donde la información de la junta puede ser recabada. -54% de las empresas más líquidas del mercado peruano declara carecer de un reglamento de JGA. Lo que impide que accionistas introduzcan puntos en la agenda de la JGA. 58% emite reportes sobre el nivel de avance con respecto a los acuerdos y los hace llegar a sus accionistas.
	Trato igualitario al accionista minoritario	-Aquellos emisores que no tienen un accionista controlador eran mejor calificados en cuanto buena gobernabilidad. -Ausencia de equidad con accionistas minoritarios y existencia de un inadecuado manejo de los conflictos de interés en las transacciones con empresas vinculadas o con el accionista controlador.
	Buscar la existencia de un solo tipode acción	-Contar con solo un tipo de acción contribuye a una mejor calificación de las empresas en lo que respecta a buen gobierno corporativo. -Contar con solo un tipo de acción colabora en la percepción de mejor calidad en el trato equitativo al accionista. -74% de las empresas que forman parte de LVdM 2017 tenían una sola acción común.
Desafíos para el directorio	Directorio más profesional	-Se valora la diversidad en la conformación de un Directorio, así como la elección de miembros que cuenten con una combinación de trayectoria, reconocimiento, expertise, disponibilidad de tiempo e independencia económica de la empresa. -Existe la necesidad de incluir directores independientes, tanto para contar con una opinión objetiva frente a la gerencia, velar por el proceso de toma de decisiones y mejorar la gestión del Directorio.
	Manejo adecuado de los conflictos de interés	-Existe una preocupación acerca del manejo de los riesgos asociados con temas de conflicto de interés, en especial entre las empresas emisoras de la Bolsa de Valores de Lima.
	No incluir retribución variable a los directores	-La composición de la retribución al cargo de Director genera controversia entre los actores del mercado de capitales. En LVdM 2016, se evidencio que 60% de los comentarios recibidos estaban de acuerdo que la retribución debería ser un monto fijo, 34% considera que se debería optar por una retribución mixta y 6% considero que se debería optar por una retribución totalmente variable.
Desafíos de la gerencia	Mayor transparencia en la gestión	-El mercado de capitales en el país demanda cada vez más transparencia en la información de empresas emisoras. La revelación voluntaria de información no financiera se ha vuelto un pedido usual hacia las empresas peruanas. Cada vez es más frecuente que los distintos grupos de interés exijan que la información publicada por las empresas vaya más allá de la que requiere ser presentada por ley y por la SMV. -Se considera una buena práctica de gobierno corporativo asegurar la divulgación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la empresa, lo que incluye la situación financiera, los resultados, la titularidad del accionariado y el gobierno de la empresa.
	Mejor relación con los inversionistas	-El mercado demanda, cada vez más, una función más sofisticada de atención al inversionista (IR). Se debe contar con un área dedicada al IR, con personal calificado y dedicado en exclusividad, que tengan productos informativos estandarizados con una frecuencia establecida, así como la capacidad de atender consultas específicas.
	Ambiente de control y gestión	-Identificar eventos potenciales que puedan afectar a la organización, así como gestionar sus riesgos para fomentar la confianza de los inversionistas de las empresas. -Se percibe que las empresas no cuentan con sistemas formales de prevención.
	Asegurar sostenibilidad del negocio	-Cuando de sostenibilidad se trata, esta se asocia con la buena reputación de la empresa. Una buena reputación ayuda a generar confianza. Y la calidad del buen gobierno corporativo contribuye a eso: buena reputación. Esto implica no ser parte de escándalos, cumplir con la ley, proteger el medio ambiente, respetar a los grupos de interés, formar una cultura de valores en la empresa, entre otros.

Tabla 6: Lista de 55 empresas dentro de la muestra

Empresas dentro de la muestra			
1	Corporación Aceros Arequipa	29	Sociedad Minera El Brocal
2	AFP Habitat	30	Minsur
3	A.F.P. Integra	31	Petroperú
4	Alicorp	32	Prima AFP
5	Nexa Resources Atacocha	33	Profuturo A.F.P.
6	UCP Backus & Johnston	34	Manufactura de Metales y Aluminio Record
7	BBVA Banco Continental	35	Refinería La Pampilla
8	Compañía de Minas Buenaventura	36	Rímac Seguros y Reaseguros
9	Casa Grande	37	Sedapal
10	CAVALI ICLV	38	Seguros Sura
11	Cementos Pacasmayo	39	Southern Copper Corporation
12	Sociedad Minera Cerro Verde	40	Telefónica del Perú
13	COFIDE	41	Volcan Compañía Minera
14	Credicorp Ltd.	42	Banco de Comercio
15	Diviso Grupo Financiero	43	Compartamos Financiera
16	Enel Generación Perú (antes Edegel)	44	Leche Gloria
17	Enel Distribución Perú (antes Edelnor)	45	Andino Investment Holding
18	Electroperú	46	Austral Group
19	Pesquera Exalmar	47	Banco Ripley Perú
20	Ferreycorp	48	ENERSUR
21	Financiera Confianza	49	Crediscotia Financiera
22	Financiera Edyficar	50	Inversiones Centenario
23	Graña y Montero	51	Emp. Agro. Pomalca
24	InRetail Perú Corporation	52	Banco Falabella
25	Intercorp Financial Services	53	Financiera Proempresa
26	Corporación Lindley	54	Compañía Minera San Ignacio de Morococha S.A.A.
27	Luz del Sur		
28	Nexa Resources Perú (antes Milpo)	55	Scotiabank Perú

Fuente: Elaboración propia

Con el propósito de estimar los modelos estadísticos se tomarán en cuenta una serie de variables relacionadas a las empresas. Entre este grupo de variables se incluirán indicadores de la encuesta La Voz del Mercado para buscar captar el efecto marginal que tiene este indicador (que supondremos mide la valoración del mercado con respecto a las prácticas de gobierno corporativo en el Perú) sobre las variables mencionadas líneas arriba. Las variables incluidas son las siguientes:

Tabla 7: Variables a utilizar como explicativas¹⁵

9 Variables macro		
Crecimiento	1	PBI Constante
	2	PBI per cápita
	3	Inflación nacional
Deuda	4	Balance Fiscal del Gobierno peruano "Bal. Fiscal (gob)"
	5	Deuda neta del Gobierno peruano "Deuda Neta (gob)"
	6	Total de deuda pública
	7	Cuenta corriente
Población	8	Población
	9	Desempleo

¹⁵ En el Anexo A se pueden apreciar las variables dejadas de lado por ser no significativas en el análisis de modelos.

30 Variables a nivel empresa		
13 Financieras	10	Market Cap
	11	Retorno sobre capital
	12	ROA
	13	ROE
	14	Ratio de Liquidez
	15	Rotación de Activos "Rot. de Activos"
	16	Ratio de Solvencia
	17	Deuda/Patrimonio
	18	Cash ratio
	19	Size
	20	Life Cycle
	21	Current Ratio
	22	Deuda CP
7 Estructuras	23	Sector
	24	Año de listado
	25	Lista en el exterior
	26	Capital privado o estatal
	27	Accionista controlador
	28	Acciones con derecho a voto
	29	Empleados
Crecimiento	30	Trato igualitario a los accionistas
	31	Información oportuna, confiable y veraz
	32	Expresión de opinión
	33	TPolítica de dividendos transparente
	34	Voto a distancia
	35	Acuerdos JGA
	36	Directores independientes
	37	Prevención de conflictos de interés
	38	Validación
	39	LVDM

Fuente: Elaboración propia

De esta lista de variables la última es la de interés porque medirá el efecto del gobierno corporativo sobre los indicadores que se usan como variables dependientes. El propósito de incluir las demás variables es aislar el efecto de ellas y poder recoger el efecto marginal de los indicadores de buen gobierno corporativo. Estas últimas variables reciben el nombre de controles.

Dada las características de los datos los cuales son longitudinales¹⁶ lo recomendado es estimar las distintas variantes de modelos de paneles de datos. Como primer paso se procedió a estimar a través de la metodología de pool de datos¹⁷ el efecto que podría tener el gobierno corporativo sobre los ratios de rentabilidad. Para que la hipótesis de que un buen gobierno corporativo tenga un impacto positivo sobre la rentabilidad se cumpla, el coeficiente asociado a la variable LVDM tendría que ser positivo y significativo.

En las siguientes cuatro tablas se muestran los resultados de las regresiones pool para el Retorno sobre el capital, ROA, ROE y Market Cap (en logaritmos) respectivamente. En ellas podemos apreciar que la variable LVDM es positiva y significativa en 96% de los modelos estimados. En total son 42 modelos en los que LVDM resulta positiva y significativa corroborando la hipótesis de estudio con una buena robustez en el sentido que el buen gobierno corporativo mejora el desempeño de la empresa.

Asimismo, el comportamiento de los otros controles no muestra una robustez como la variable LVDM y en algunas ocasiones contradice a la teoría, pero cumplen el rol para el que fueron incluidos que es aislar el efecto que tienen ellos sobre la variable dependiente para medir la relación entre el indicador de gobierno corporativo y las variables explicativas.

¹⁶ Esto implica que tenemos a un número significativo de individuos (en este caso empresas) que son medidas durante varios períodos de tiempo (años).

¹⁷ Este estimador impone un supuesto fuerte acerca de que todos los individuos de la muestra se comportan de la misma manera lo que implica que todos sus parámetros son los mismos.

1. Retorno sobre el capital

En cuanto a la regresión referida al Retorno sobre el capital tenemos que la variable LVDM es la más robusta¹⁸ al mostrar un resultado positivo y significativo en doce de los catorce modelos.

Adicionalmente, existen tres variables que se deben considerar dado los resultados obtenidos: i) Ratio de Solvencia; ii) Life Cycle; y, iii) Deuda/Patrimonio. Las variables Ratio Solvencia y Life Cycle son negativas y significativas en la mitad de los modelos presentados. Un Ratio de Solvencia negativo indicaría una reducción de rentabilidad mientras mayor sea la solvencia de la empresa, lo que iría en contra de la teoría. Por su parte el signo negativo asociado de Life Cycle tiene sentido si se piensa en el hecho de que las empresas más consolidadas en el mercado presentan una menor capacidad de reacción y de ajuste que las empresas más jóvenes (Rico Belda, 2015). Asimismo, el ratio Deuda/Patrimonio es positivo y significativo en la misma cantidad de modelos, esto daría entender que una mayor dependencia del financiamiento favorecería la rentabilidad sobre el capital.

Por otro lado, hay variables que son significativas en una menor cantidad de modelos (Rotación de Activos y Size). La variable rotación de activos es negativa y significativa en cuatro de los catorce modelos planteados, lo que significa que la eficiencia de la empresa para usar sus activos para generar ventas impacta negativamente sobre la rentabilidad lo que va en contra de la teoría. Por su parte, la variable Size es positiva y significativa en tres modelos, este signo va a favor de la teoría.

¹⁸ La robustez está referida a la propiedad de que los resultados de las variables de interés no cambian cuando se modifica la especificación del modelo lo que implica introducir variables adicionales. Un ejemplo puede ser que si tenemos tres variables que explican a una y tienen parámetros significativos estadísticamente y con un signo claro, el incorporar variables adicionales no debería cambiar los resultados anteriores.

Tabla 8: Regresión pool (Retorno sobre el capital)

VARIABLES	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11	Modelo 12	Modelo 13	Modelo 14
LVDM	60.55*** (15.76)	61.09*** (16.25)	55.96*** (16.40)	57.07*** (16.46)	57.07*** (16.53)	60.32*** (17.42)	60.25*** (17.57)	43.73** (19.39)	44.10** (19.46)	43.45** (19.57)	35.85 (23.30)	41.44* (23.19)	40.42* (23.55)	41.52 (26.18)
Ratio de Liquidez		-0.155 (2.282)	-1.132 (2.333)	-1.160 (2.335)	-1.158 (2.346)	-1.278 (2.392)	-1.283 (2.405)	30.34 (46.75)	29.34 (46.92)	25.89 (47.56)	46.60 (56.12)	63.63 (53.47)	64.20 (53.83)	65.30 (55.32)
Rot. de Activos			-57.35* (33.05)	-59.89* (33.20)	-60.00* (34.08)	-58.92* (35.21)	-58.78 (35.51)	-10.16 (39.73)	-10.38 (39.86)	-10.78 (40.02)	-0.146 (42.91)	17.25 (45.68)	16.58 (46.01)	16.42 (46.36)
Ratio de Solvencia				-8.402 (9.310)	-8.151 (19.15)	-7.616 (19.48)	-7.646 (19.57)	-585.8*** (129.2)	-586.4*** (129.6)	-592.8*** (130.7)	-769.1*** (154.1)	-741.3*** (165.8)	-743.2*** (166.9)	-739.2*** (172.8)
Deuda/Patrimonio					-0.0509 (3.394)	0.115 (3.476)	0.136 (3.524)	30.26*** (11.47)	30.39*** (11.50)	30.94*** (11.60)	58.43*** (17.94)	46.33** (20.07)	46.37** (20.20)	45.98** (20.72)
Cash ratio						107.5 (152.5)	109.8 (163.1)	279.4 (191.3)	273.7 (192.1)	263.1 (193.9)	153.9 (206.1)	-24.81 (212.7)	-30.71 (214.8)	-25.42 (222.7)
Size						-6.758 (8.003)	-6.799 (8.095)	18.56* (11.07)	18.71* (11.11)	19.01* (11.16)	14.97 (13.47)	14.66 (13.15)	14.70 (13.23)	14.62 (13.34)
Life Cycle							2.461 (58.97)	-128.2* (68.94)	-128.8* (69.16)	-130.7* (69.52)	-182.7** (77.74)	-184.1** (74.49)	-188.4** (76.09)	-187.2** (77.57)
Current ratio								-44.57 (46.26)	-42.99 (46.48)	-39.74 (47.07)	-59.23 (55.39)	-69.33 (52.46)	-70.01 (52.82)	-71.29 (54.75)
Bal. Fiscal (gob)									-7.605 (12.07)	5.970 (28.82)	11.18 (31.37)	-7.055 (31.28)	-42.30 (113.8)	-41.48 (114.9)
Deuda neta (gob)										6.914 (13.32)	11.66 (14.45)	-3.157 (16.01)	-23.10 (63.95)	-22.68 (64.54)
Empleados											-0.00157 (0.00268)	-0.00408 (0.00299)	-0.00402 (0.00301)	-0.00398 (0.00305)
Deuda CP												1.80e-06 (1.37e-06)	1.80e-06 (1.38e-06)	1.78e-06 (1.41e-06)
Inflación nacional														
Año de listado														
Constante	-125.0** (50.00)	-127.4** (52.17)	-85.62 (57.08)	-82.34 (57.24)	-82.33 (57.47)	-0.878 (119.4)	-0.629 (120.1)	-88.84 (164.0)	-106.7 (166.9)	-124.5 (171.0)	-1.305 (215.1)	31.52 (207.8)	174.4 (490.2)	-126.5 (3,070)
Observaciones	137	132	132	132	132	129	129	107	107	107	97	87	87	87
R-squared	0.099	0.099	0.120	0.125	0.125	0.134	0.134	0.328	0.331	0.333	0.372	0.389	0.390	0.390

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2. ROA

En cuanto al modelo que toma como variable a explicar el ROA, la variable LVDM es positiva y significativa en los catorce modelos. Las variables a considerar de importancia en este caso son la Rotación de Activos y Cash Ratio. En este caso ambas son significativas y positivas en los modelos en que están presentes. Ambas variables apoyan a la teoría al reforzar la idea de que una mayor eficiencia y liquidez aumentan la rentabilidad de las empresas.

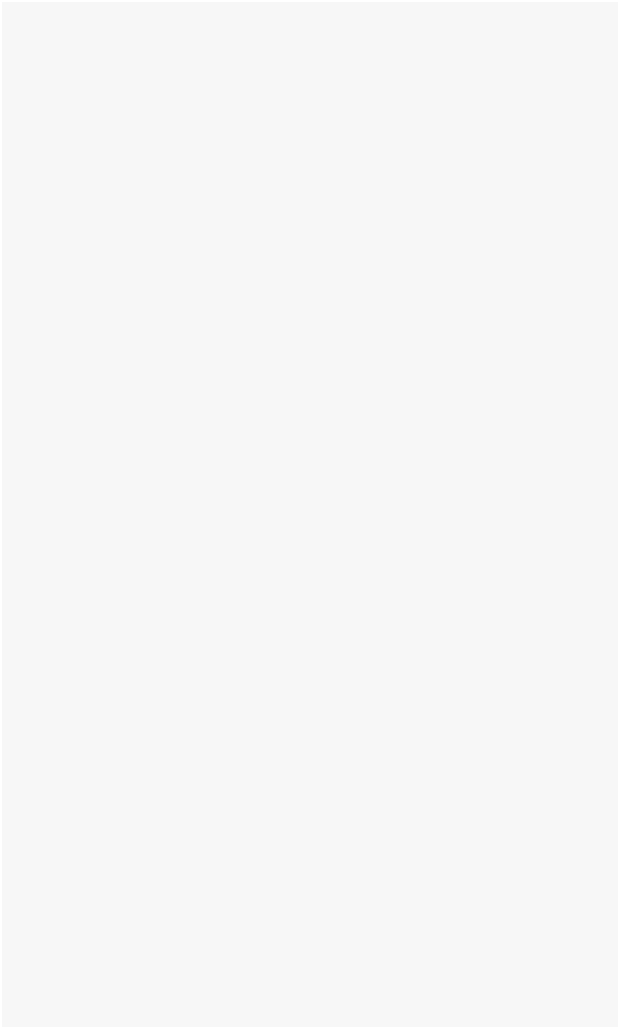
En este caso, Life Cycle dejó de ser importante y es significativa en un solo modelo; incluso, el signo paso a ser positivo evidenciando que una mayor maduración de la empresa apoya la rentabilidad de la empresa. Asimismo, las variables ratio de Solvencia y Empleados, también son significativas en un solo modelo pero presentan un signo negativo, lo que contradice la teoría. Por último, la variable Size es significativa y negativa en dos modelos pero también contradice la teoría.

Tabla 9: Regresión pool (ROA)

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4	(5) Modelo 5	(6) Modelo 6	(7) Modelo 7	(8) Modelo 8	(9) Modelo 9	(10) Modelo 10	(11) Modelo 11	(12) Modelo 12	(13) Modelo 13	(14) Modelo 14
LVDM	2.430*** (0.784)	2.042*** (0.743)	2.564*** (0.714)	2.682*** (0.705)	2.709*** (0.702)	3.221*** (0.694)	3.039*** (0.678)	3.184*** (0.773)	3.195*** (0.777)	3.175*** (0.782)	4.123*** (0.930)	4.381*** (1.031)	4.216*** (1.038)	4.226*** (1.154)
Ratio de Liquidez		-0.0925 (0.104)	0.00699 (0.102)	0.00409 (0.100)	0.0104 (0.0997)	0.00361 (0.0953)	-0.00956 (0.0928)	-0.478 (1.864)	-0.507 (1.872)	-0.611 (1.899)	-1.030 (2.240)	-0.977 (2.377)	-0.884 (2.372)	-0.874 (2.437)
Rot. de Activos			5.839*** (1.440)	5.569*** (1.423)	5.111*** (1.447)	5.089*** (1.403)	5.453*** (1.369)	5.183*** (1.584)	5.177*** (1.590)	5.164*** (1.598)	4.786*** (1.713)	5.394*** (2.031)	5.286** (2.027)	5.284** (2.043)
Ratio de Solvencia				-0.894** (0.399)	0.185 (0.814)	0.256 (0.776)	0.178 (0.755)	-6.433 (5.151)	-6.453 (5.173)	-6.646 (5.219)	-6.736 (6.152)	-6.551 (7.368)	-6.851 (7.353)	-6.814 (7.616)
Deuda/Patrimonio					-0.219 (0.144)	-0.179 (0.138)	-0.125 (0.136)	-0.387 (0.457)	-0.384 (0.459)	-0.367 (0.463)	-0.421 (0.716)	-0.389 (0.892)	-0.383 (0.890)	-0.387 (0.913)
Cash ratio						14.55** (6.076)	20.70*** (6.290)	28.57*** (7.628)	28.40*** (7.668)	28.08*** (7.744)	31.04*** (8.229)	28.32*** (9.453)	27.37*** (9.462)	27.42*** (9.813)
Size						-1.110*** (0.319)	-1.216*** (0.312)	-0.396 (0.441)	-0.392 (0.443)	-0.383 (0.446)	0.248 (0.538)	0.211 (0.585)	0.217 (0.583)	0.216 (0.588)
Life Cycle							6.464*** (2.274)	3.094 (2.749)	3.077 (2.760)	3.020 (2.776)	3.090 (3.104)	2.620 (3.311)	1.937 (3.352)	1.948 (3.418)
Current ratio								0.0985 (1.844)	0.145 (1.855)	0.243 (1.880)	0.757 (2.212)	0.756 (2.332)	0.646 (2.327)	0.634 (2.412)
Bal. Fiscal (gob)									-0.222 (0.482)	0.189 (1.151)	0.177 (1.252)	0.0183 (1.390)	-5.675 (5.015)	-5.668 (5.063)
Deuda neta (gob)										0.209 (0.532)	0.222 (0.577)	0.0915 (0.712)	-3.130 (2.818)	-3.126 (2.844)
Empleados											-0.000216** (0.000107)	-0.000209 (0.000133)	-0.000199 (0.000133)	-0.000199 (0.000134)
Deuda CP												-8.96e-09 (6.10e-08)	-8.48e-09 (6.08e-08)	-8.70e-09 (6.21e-08)
Inflación nacional													-3.752 (3.175)	-3.746 (3.207)
Año de listado														0.00135 (0.0655)
Constante	-0.920 (2.487)	0.187 (2.386)	-4.064 (2.487)	-3.716 (2.453)	-3.678 (2.441)	9.901** (4.758)	10.55** (4.630)	2.528 (6.537)	2.009 (6.661)	1.469 (6.829)	-10.32 (8.588)	-10.39 (9.238)	12.69 (21.60)	9.941 (135.3)
Observaciones	137	132	132	132	132	129	129	107	107	107	97	87	87	87
R-squared	0.066	0.062	0.169	0.201	0.215	0.311	0.354	0.400	0.402	0.403	0.412	0.405	0.417	0.417

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3. ROE



En cuanto al modelo realizado para la variable ROE, los resultados obtenidos son muy similares a los obtenidos en el modelo basado en el ROA. La robustez y signos de las variables LVDM, Rotación de activos y Cash Ratio se mantienen.

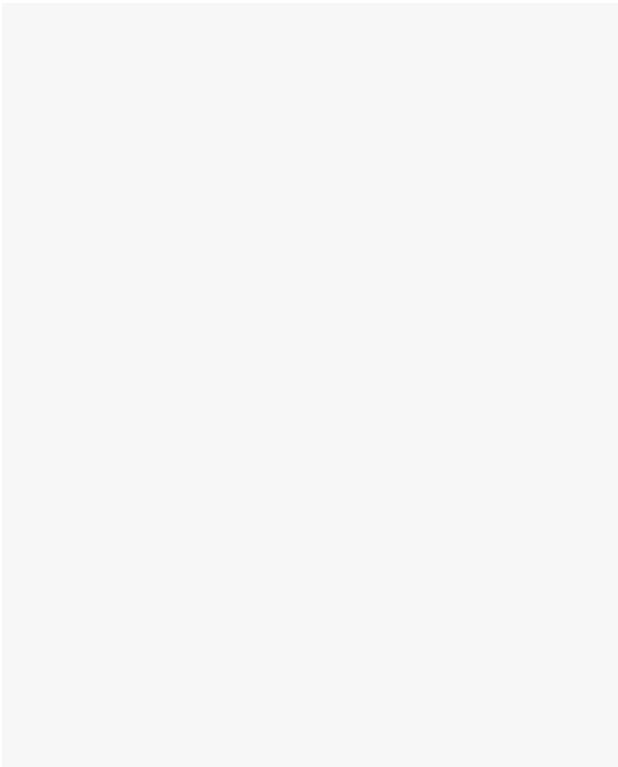
Las variables Life Cycle, Solvencia, Empleados y Size dejaron de tener importancia para evidenciar los factores que afectan la rentabilidad. Sin embargo, el Ratio de Liquidez es ahora significativo en dos de los catorce modelos pero su signo contradice la teoría.

Tabla 10: Regresión pool (ROE)

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4	(5) Modelo 5	(6) Modelo 6	(7) Modelo 7	(8) Modelo 8	(9) Modelo 9	(10) Modelo 10	(11) Modelo 11	(12) Modelo 12	(13) Modelo 13	(14) Modelo 14
LVDM	4.971*** (1.337)	4.588*** (1.342)	5.450*** (1.303)	5.362*** (1.307)	5.322*** (1.305)	4.917*** (1.316)	4.836*** (1.325)	5.932*** (1.556)	5.972*** (1.559)	5.940*** (1.569)	7.097*** (1.912)	7.438*** (2.122)	7.099*** (2.136)	6.679*** (2.372)
Ratio de Liquidez		-0.421** (0.188)	-0.257 (0.185)	-0.255 (0.186)	-0.264 (0.185)	-0.300* (0.181)	-0.306* (0.181)	-2.291 (3.750)	-2.400 (3.758)	-2.566 (3.813)	-2.760 (4.607)	-3.221 (4.893)	-3.031 (4.882)	-3.450 (5.012)
Rot. de Activos			9.640*** (2.626)	9.842*** (2.637)	10.52*** (2.692)	11.61*** (2.660)	11.77*** (2.678)	9.044*** (3.187)	9.020*** (3.192)	9.001*** (3.208)	8.818** (3.522)	9.258** (4.180)	9.037** (4.173)	9.098** (4.200)
Ratio de Solvencia				0.666 (0.740)	-0.926 (1.513)	-1.123 (1.471)	-1.157 (1.476)	10.11 (10.37)	10.04 (10.38)	9.734 (10.48)	9.592 (12.65)	11.51 (15.17)	10.90 (15.14)	9.366 (15.66)
Deuda/Patrimonio					0.323 (0.268)	0.269 (0.263)	0.293 (0.266)	-0.830 (0.920)	-0.816 (0.921)	-0.789 (0.930)	-0.805 (1.473)	-0.690 (1.837)	-0.677 (1.832)	-0.528 (1.877)
Cash ratio						40.30*** (11.52)	43.03*** (12.30)	55.45*** (15.35)	54.83*** (15.39)	54.32*** (15.55)	57.78*** (16.92)	53.96*** (19.46)	52.00*** (19.48)	49.99** (20.18)
Size						0.142 (0.605)	0.0949 (0.611)	-0.147 (0.888)	-0.131 (0.890)	-0.117 (0.895)	0.496 (1.106)	0.408 (1.203)	0.420 (1.200)	0.448 (1.209)
Life Cycle							2.874 (4.448)	6.347 (5.531)	6.283 (5.539)	6.194 (5.573)	6.039 (6.382)	5.374 (6.816)	3.970 (6.901)	3.513 (7.027)
Current ratio								1.204 (3.712)	1.376 (3.773)	1.532 (3.773)	1.856 (4.547)	2.296 (4.800)	2.070 (4.791)	2.561 (4.960)
Bal. Fiscal (gob)									-0.824 (0.967)	-0.171 (2.310)	-0.146 (2.575)	0.189 (2.862)	-11.52 (10.32)	-11.83 (10.41)
Deuda neta (gob)										0.333 (1.067)	0.388 (1.186)	0.658 (1.465)	-5.965 (5.800)	-6.127 (5.847)
Empleados											-0.000219 (0.000220)	-0.000134 (0.000273)	-0.000113 (0.000273)	-0.000126 (0.000276)
Deuda CP												-5.94e-08 (1.26e-07)	-5.84e-08 (1.25e-07)	-4.93e-08 (1.28e-07)
Inflación nacional													-7.929 (6.537)	-7.929 (6.595)
Año de listado														-0.0563 (0.135)
Constante	-2.008 (4.243)	0.221 (4.307)	-6.797 (4.535)	-7.057 (4.547)	-7.113 (4.540)	-11.30 (9.022)	-11.01 (9.055)	-12.64 (13.16)	-14.57 (13.37)	-15.43 (13.71)	-28.13 (17.66)	-29.67 (19.02)	17.78 (44.46)	132.5 (278.2)
Observaciones	137	132	132	132	132	129	129	107	107	107	97	87	87	87
R-squared	0.093	0.119	0.203	0.208	0.217	0.284	0.287	0.319	0.324	0.325	0.317	0.327	0.340	0.341

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4. Market Cap



En cuanto al modelo realizado para la variable Market Cap, los resultados obtenidos para LVDM son nuevamente muy robustos y evidencian el efecto positivo que tiene el buen gobierno corporativo sobre la rentabilidad de las empresas.

Las variables Ratio de Solvencia y Deuda/Patrimonio son significativas en diez y nueve modelos respectivamente; en este caso ambas variables siguen la teoría y apoyan la idea de que una mayor solvencia y un menor apalancamiento puede apoyar a aumentar la rentabilidad de las empresas. Asimismo, las variables Size y Empleados son significativas en todos los modelos en los que están presentes. Ambas variables muestran un signo positivo lo que evidencian que una mayor escala de operaciones puede favorecer la rentabilidad de las empresas.

Por último, el balance fiscal y la deuda neta del gobierno peruano son variables significativas y positivas en tres modelos lo que da pie a pensar que una mejora en la salud fiscal y un aumento del gasto del gobierno a través del financiamiento da como resultado un ambiente propicio para que las empresas logren mejoras con respecto a la rentabilidad.

Tabla 11: Regresión pool (logaritmo de Market Cap)

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4	(5) Modelo 5	(6) Modelo 6	(7) Modelo 7	(8) Modelo 8	(9) Modelo 9	(10) Modelo 10	(11) Modelo 11	(12) Modelo 12	(13) Modelo 13	(14) Modelo 14
LVDM	1.293*** (0.204)	1.217*** (0.208)	1.202*** (0.211)	1.169*** (0.210)	1.171*** (0.210)	0.710*** (0.168)	0.698*** (0.169)	0.855*** (0.178)	0.858*** (0.179)	0.871*** (0.175)	0.939*** (0.193)	1.028*** (0.228)	1.007*** (0.229)	0.952*** (0.252)
Ratio de Liquidez		-0.0129 (0.0310)	-0.0157 (0.0317)	-0.0158 (0.0314)	-0.0142 (0.0315)	-0.0265 (0.0243)	-0.0279 (0.0244)	-0.505 (0.478)	-0.510 (0.481)	-0.650 (0.473)	-0.945* (0.524)	-1.102** (0.540)	-1.087** (0.541)	-1.136** (0.551)
Rot. de Activos			-0.153 (0.339)	-0.125 (0.337)	-0.168 (0.341)	0.0359 (0.262)	0.0630 (0.265)	-0.358 (0.285)	-0.347 (0.290)	-0.394 (0.284)	-0.348 (0.284)	-0.483 (0.306)	-0.493 (0.306)	-0.494 (0.308)
Ratio de Solvencia				0.242* (0.127)	0.427 (0.263)	0.343* (0.201)	0.344* (0.201)	3.815*** (1.039)	3.800*** (1.045)	3.864*** (1.023)	6.788*** (1.273)	8.431*** (1.501)	8.354*** (1.504)	8.226*** (1.529)
Deuda/Patrimonio					-0.0374 (0.0466)	-0.0807** (0.0360)	-0.0780** (0.0362)	-0.459*** (0.114)	-0.458*** (0.115)	-0.464*** (0.112)	-0.893*** (0.157)	-1.031*** (0.192)	-1.026*** (0.192)	-1.007*** (0.196)
Cash ratio						0.392 (1.470)	0.866 (1.584)	1.667 (1.865)	1.658 (1.873)	1.257 (1.839)	1.446 (1.818)	1.726 (2.010)	1.618 (2.015)	1.312 (2.102)
Size						0.746*** (0.0726)	0.725*** (0.0772)	0.776*** (0.107)	0.777*** (0.107)	0.783*** (0.105)	0.754*** (0.113)	0.769*** (0.120)	0.771*** (0.120)	0.772*** (0.121)
Life Cycle							0.376 (0.465)	0.207 (0.545)	0.201 (0.547)	0.0633 (0.538)	0.302 (0.573)	0.385 (0.598)	0.338 (0.601)	0.343 (0.603)
Current ratio								0.555 (0.469)	0.562 (0.472)	0.703 (0.465)	1.027** (0.517)	1.197** (0.531)	1.179** (0.532)	1.238** (0.546)
Bal. Fiscal (gob)									-0.0304 (0.116)	0.544** (0.255)	0.473* (0.256)	0.470* (0.275)	-0.495 (1.052)	-0.522 (1.057)
Deuda neta (gob)										0.294** (0.117)	0.257** (0.117)	0.239* (0.142)	-0.308 (0.594)	-0.322 (0.597)
Empleados											5.84e-05*** (1.93e-05)	6.75e-05*** (2.50e-05)	6.68e-05*** (2.50e-05)	6.41e-05** (2.56e-05)
Deuda CP												-3.17e-09 (1.29e-08)	-2.54e-09 (1.29e-08)	-1.23e-09 (1.32e-08)
Inflación nacional													-0.641 (0.675)	-0.660 (0.679)
Año de listado														-0.00689 (0.0129)
Constante	16.86*** (0.635)	17.02*** (0.651)	17.13*** (0.703)	17.07*** (0.698)	17.07*** (0.699)	7.558*** (1.067)	7.820*** (1.116)	5.704*** (1.493)	5.617*** (1.535)	4.744*** (1.542)	3.906** (1.750)	2.938 (1.915)	6.830 (4.523)	20.85 (26.56)
Observaciones	165	154	154	154	154	151	151	129	129	129	119	107	107	107
R-squared	0.198	0.186	0.187	0.207	0.210	0.548	0.550	0.581	0.581	0.603	0.623	0.638	0.642	0.643

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Como se ha visto hasta el momento los modelos son robustos con respecto al efecto de la variable LVDM; sin embargo, las demás variables para probar la hipótesis del estudio no muestran las mismas características. Dado la limitación del número de observaciones no existe espacio para quedarnos con las variables que no son significativas en ninguno de los cuatro modelos. Es por esto que se procedió a limitar el estudio y las regresiones sólo con las variables principales (las que fueron significativas en al menos un modelo) de los modelos probados anteriormente, el resultado es el siguiente modelo:

Tabla 12: Modelo con variables principales

VARIABLES	(1) Rentabilidad del Capital	(2) ROA	(3) ROE	(4) Market Cap
LVDM	61.04*** (22.00)	4.247*** (0.798)	6.141*** (1.624)	0.698*** (0.187)
Ratio de Solvencia	13.32 (33.69)	2.651** (1.223)	1.023 (2.488)	0.896*** (0.309)
Deuda/Patrimonio	-6.503 (8.455)	-0.936*** (0.307)	-0.474 (0.624)	-0.249*** (0.0772)
Life Cycle	-34.34 (72.10)	5.302** (2.616)	3.693 (5.323)	-0.243 (0.537)
Rotación en Activos	-61.71 (40.92)	4.366*** (1.485)	10.40*** (3.021)	0.0269 (0.277)
Cash ratio	111.2 (201.5)	26.90*** (7.312)	54.00*** (14.88)	1.283 (1.777)
Size	-5.642 (11.09)	-0.348 (0.402)	0.584 (0.818)	0.829*** (0.0966)
Número de empleados	0.00180 (0.00240)	-0.000160* (8.73e-05)	-0.000152 (0.000178)	2.63e-05 (1.81e-05)
Ratio de Liquidez	-0.0687 (8.219)	0.00511 (0.298)	-0.997 (0.607)	0.0377 (0.0721)
Balance Fiscal (gob)	2.364 (31.25)	0.399 (1.134)	0.0655 (2.307)	0.426 (0.259)
Deuda Neta (gob)	4.993 (14.42)	0.311 (0.523)	0.427 (1.065)	0.244** (0.119)
Constante	-44.63 (183.6)	-6.293 (6.662)	-23.21* (13.56)	5.424*** (1.533)
Observaciones	113	113	113	135
R-squared	0.154	0.409	0.302	0.579

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Como se puede apreciar, a pesar de que la significancia y los signos no se logran corregir a su totalidad LVDM, sigue mostrando la robustez que la ha caracterizado lo que es un punto a favor de nuestra hipótesis.

Con lo estimado hasta el momento solamente podemos hablar sobre la dirección en la que la variable de interés y los demás controles afectan los ratios de rentabilidad. Un análisis de elasticidades, sin embargo, nos ayudaría a apreciar y a cuantificar el impacto de las variables sobre los indicadores de rentabilidad. Asimismo, con el análisis de elasticidades eliminaríamos los problemas en cuanto diferencia de escala entre las variables. Así, y al igual que lo mostrado anteriormente, se procedió a realizar el estudio de elasticidades para cada indicador de rentabilidad (Retorno sobre capital, ROA, ROE y Market Cap).

Con estas cuatro nuevas estimaciones no sólo podemos decir que LVDM aumenta los indicadores de rentabilidad de manera robusta sino que también podemos decir que para aumentar los indicadores de rentabilidad es la que más impacto tiene dado que su coeficiente asociado es el mayor en modelos presentados. Con este resultado, la hipótesis de que un mejor gobierno corporativo aumenta la rentabilidad de las empresas queda demostrada e inclusive se puede llegar a la conclusión de que mejorar el gobierno corporativo es una de las prácticas más efectivas para mejorar la rentabilidad. En cuanto a la forma de rentabilidad que más impacta, se tiene que el desarrollo de un buen gobierno corporativo afecta de una mayor manera a la Rentabilidad del Capital, seguida por la rentabilidad medida por el Market Cap.

Tabla 13: Modelo final con elasticidades¹⁹

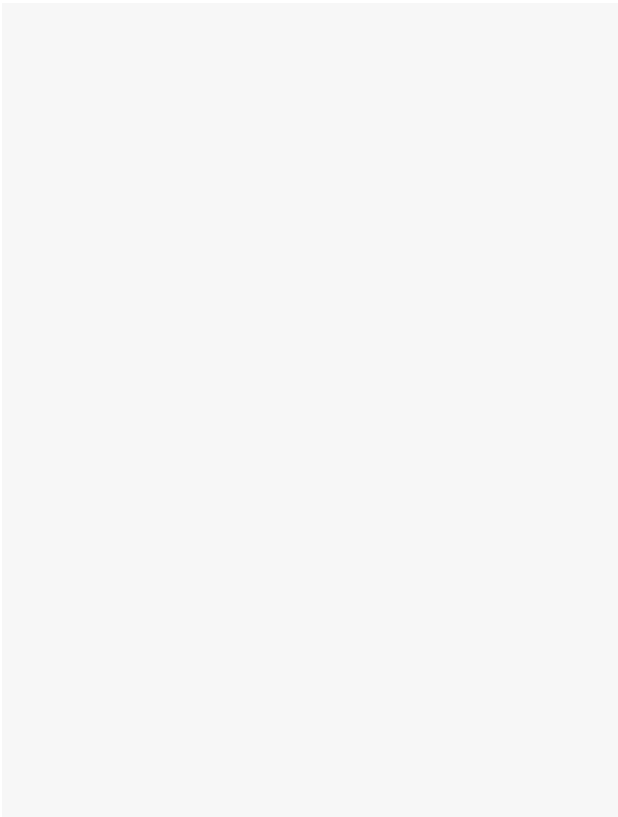
VARIABLES	(1) Rentabilidad del Capital	(2) ROA	(3) ROE	(4) Market Cap
LVDM	2.538*** (0.647)	1.198*** (0.417)	1.071** (0.412)	2.356*** (0.585)
Ratio de Solvencia	-1.641** (0.688)	-0.150 (0.443)	-0.693 (0.438)	1.460** (0.721)
Deuda/Patrimonio	0.408 (0.484)	-0.414 (0.312)	0.270 (0.308)	-0.362 (0.500)
Life Cycle	-0.0277 (0.0827)	-0.00695 (0.0533)	-0.0342 (0.0526)	0.233*** (0.0871)
Rotación en Activos	-0.333* (0.185)	0.578*** (0.119)	0.507*** (0.118)	0.0292 (0.159)
Cash ratio	0.265*** (0.0958)	0.193*** (0.0618)	0.198*** (0.0610)	0.00756 (0.0994)
Size	0.377*** (0.136)	0.196** (0.0876)	0.181** (0.0865)	0.601*** (0.133)
Número de empleados	-0.344*** (0.126)	-0.124 (0.0811)	-0.0997 (0.0800)	0.372*** (0.124)
Ratio de Liquidez	-0.0233 (0.244)	0.0133 (0.158)	-0.0683 (0.155)	0.191 (0.228)
Deuda Neta (gob)	0.205 (0.354)	0.185 (0.228)	0.273 (0.225)	0.190 (0.366)
Constante	-4.259** (1.948)	-1.065 (1.255)	-0.763 (1.239)	8.181*** (1.854)
Observaciones	89	89	89	103
R-squared	0.535	0.468	0.386	0.636

Standard errors in parentheses
*** p<0.01,** p<0.05, * p<0.1

¹⁹ Dado que el gobierno peruano ha registrado un déficit fiscal durante el periodo evaluado según datos del FMI, se ha decidido por obviar dicha variable para el análisis de elasticidades por temas netamente matemáticos.

V. Modelos adicionales

Para evitar problemas de sobreparametrización en las estimaciones se hicieron pruebas adicionales para descubrir conclusiones nuevas bajo diferentes interacciones. En primer lugar, se sabe que LVDM mide la calidad del gobierno corporativo, así como los cinco pilares en los que se basa el gobierno corporativo son analizados por empresa.²⁰ Así, es de relevancia comprobar si existe algún efecto diferenciado en cuanto a la mejora de algún pilar en particular. Para esto, la siguiente tabla muestra los modelos considerando los 5 pilares para cada medida de rentabilidad utilizada.



²⁰ Estrategia de negocio, Ambiente de control, Calidad y transparencia de información, Trato justo a sus accionistas y Gestión de sostenibilidad.

Tabla 14: Estimaciones del efecto individual por pilar sobre variables de rentabilidad

VARIABLES	(1) ROE	(2) ROA	(3) Rentabilidad del Capital	(4) Market Cap
Estrategia de negocio	5.900 (15.47)	16.58* (9.064)	101.6 (88.13)	2.819** (1.174)
Ambiente de control	31.18** (11.86)	6.164 (6.949)	-63.94 (67.57)	-0.170 (0.935)
Calidad y transparencia de información	-45.11*** (14.85)	-23.54*** (8.697)	110.0 (84.56)	-0.529 (1.067)
Trato Justo e igualitario a sus accionistas	-1.091 (8.317)	2.927 (4.872)	-85.07* (47.37)	-0.184 (0.664)
Gestión de la sostenibilidad	17.09 (11.92)	-0.873 (6.981)	9.359 (67.87)	0.490 (0.884)
Constante	-14.03 (12.82)	2.563 (7.507)	-207.5*** (72.99)	13.98*** (0.949)
Observaciones	69	69	69	93
R-squared	0.337	0.199	0.286	0.606

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Como se puede apreciar no existe un efecto positivo consistente sobre las medidas de rentabilidad cuando algún pilar en específico mejora. Se evidencian resultados mixtos en cuanto a racionalidad y significancia de los signos ya que mientras la mejora en el pilar de “Estrategia de negocio” aumenta los indicadores de rentabilidad; los pilares de “Calidad y transparencia de información” y “Trato justo e igualitario a sus accionistas”, los reducen. En concreto esto nos da una idea de interdependencia entre los pilares evaluados, es decir, mejorar un único pilar no es una condición necesaria ni suficiente para aumentar los grados de rentabilidad de la empresa, si es que se quiere lograr una mejora en estos indicadores será necesario mejorar los 5 pilares al mismo tiempo y en consecuencia mejorar el indicador global de LVDM (que tiene un resultado positivo, significativo y robusto sobre la rentabilidad).

Por otro lado, se procedió a probar el efecto que tiene los siguientes aspectos de la empresa sobre las distintas medidas de rentabilidad: i) si la empresa es estatal; ii) si la empresa lista en mercados extranjeros; iii) si la empresa tiene accionistas controladores; y, iv) si la empresa es una Institución Financiera. Estas variables fueron escogidas porque en cierta medida pueden afectar el desempeño que tenga la empresa sobre su perspectiva de buen gobierno corporativo.

Lo que se puede concluir de manera general es que la variable LVDM sigue mostrando la consistencia y el signo de las anteriores regresiones lo que es una característica que ayuda a probar una vez más la robustez de esta variable y la hipótesis de este ejercicio. Asimismo, la variable que hace referencia a que, si la empresa es estatal o privada, no tiene impacto alguno sobre los modelos probados.

De las cuatro variables probadas son dos las que guardan cierta consistencia y que no contradicen la teoría en ninguna especificación: i) Lista en mercados extranjeros; y) Accionistas controladores. Ambas variables son relevantes en los modelos asociados al ROA y ROE, y solo la variable acerca del lugar de listado de la empresa es relevante en el modelo que se basa en el Market Cap (aparte de LVDM).

En dichos modelos, las dos variables presentan signos positivos y significativos lo que nos llevaría a concluir lo siguiente: i) si la empresa lista afuera de Perú esta tendría que mantener mejores niveles de rentabilidad por lo que el signo de la variable resulta positivo; y) ii) al tener accionistas controladores la empresa debe tener un horizonte de largo plazo y no está sujeto a dar resultados trimestrales, lo que generaría un aumento en la rentabilidad. Por último, el efecto de la variable que nos dice si la empresa es una Institución Financiera no es concluyente puesto que es significativa en dos modelos y tienen signos contrarios.

Tabla 15: Regresión pool complementaria (Retorno sobre el capital)

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4	(5) Modelo 5
LVDM	60.55*** (15.76)	72.51*** (18.85)	78.12*** (20.28)	78.53*** (20.78)	60.94*** (18.80)
Estatad		59.68 (51.79)	68.21 (53.08)	60.58 (54.39)	70.17 (48.59)
Lista Afuera			-18.48 (24.40)	-15.44 (25.09)	2.599 (22.62)
Accionista controlador				36.60 (28.12)	13.67 (25.41)
Institución Financiera					57.09*** (9.845)
Constante	-125.0** (50.00)	-166.0*** (61.32)	-171.7*** (61.88)	-203.3*** (67.88)	-172.4*** (60.83)
Observaciones	137	137	137	133	133
R-squared	0.099	0.107	0.111	0.122	0.306

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 16: Regresión pool complementaria (ROA)

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4	(5) Modelo 5
LVDM	2.430*** (0.784)	3.100*** (0.937)	2.330** (0.993)	2.678*** (0.975)	2.675*** (0.992)
Estatad		3.344 (2.573)	2.173 (2.599)	1.994 (2.552)	1.995 (2.563)
Lista Afuera			2.536** (1.195)	2.474** (1.177)	2.476** (1.193)
Accionista controlador				3.938*** (1.319)	3.935*** (1.341)
Institución Financiera					0.00788 (0.519)
Constante	-0.920 (2.487)	-3.217 (3.046)	-2.438 (3.030)	-6.742** (3.184)	-6.738** (3.209)
Observaciones	137	137	137	133	133
R-squared	0.066	0.078	0.108	0.172	0.172

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 17: Regresión pool complementaria (ROE)

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4	(5) Modelo 5
LVDM	4.971*** (1.337)	6.017*** (1.599)	4.934*** (1.705)	5.518*** (1.678)	5.579*** (1.707)
Estatad		5.222 (4.393)	3.575 (4.462)	3.306 (4.392)	3.273 (4.411)
Lista Afuera			3.567* (2.051)	3.482* (2.026)	3.420* (2.054)
Accionista controlador				6.325*** (2.271)	6.405*** (2.307)
Institución Financiera					-0.198 (0.894)
Constante	-2.008 (4.243)	-5.596 (5.202)	-4.499 (5.202)	-11.49** (5.481)	-11.59** (5.523)
Observaciones	137	137	137	133	133
R-squared	0.093	0.102	0.122	0.181	0.181

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabla 18: Regresión pool complementaria (Logaritmo del Market Cap)

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4	(5) Modelo 5
LVDM	1.293*** (0.204)	1.481*** (0.235)	0.997*** (0.233)	1.041*** (0.237)	1.217*** (0.228)
Estatad		1.034 (0.658)	0.313 (0.618)	0.429 (0.633)	0.389 (0.599)
Lista Afuera			1.600*** (0.287)	1.543*** (0.293)	1.347*** (0.281)
Accionista controlador				-0.143 (0.326)	0.00990 (0.310)
Institución Financiera					-0.564*** (0.129)
Constante	16.86*** (0.635)	16.23*** (0.750)	16.66*** (0.693)	16.65*** (0.740)	16.37*** (0.703)
Observaciones	165	165	165	161	161
R-squared	0.198	0.210	0.338	0.339	0.411

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

VI. Conclusiones

Como se puede apreciar existe un efecto significativo y positivo de los indicadores de gobierno corporativo medidos a través de LVDM sobre los indicadores de liquidez de las empresas peruanas incluidas en la muestra. Estos hallazgos implican que los mecanismos de gobierno corporativo al permitir que las empresas cuenten con una mejor gestión, mayores niveles de eficiencia y mecanismos que permitan preservar y optimizar el valor de la organización, generan mayor valor para las empresas.

Se ha evidenciado de manera econométrica que el impacto de desarrollar un buen gobierno corporativo es positivo y sobretodo significativo. A través de la estimación de elasticidades se comprobó adicionalmente que, con respecto a las otras variables, el gobierno corporativo tiene un impacto mayor sobre las variables de rentabilidad.

Si bien los resultados son prometedores y van en el sentido de lo que la teoría sostiene debe tomarse como el inicio de una agenda de investigación al respecto debido a las limitaciones que se han presentado para el estudio.

En primer lugar debemos mencionar que aún falta incluir más variables de control que permitan aislar mejor el efecto de los indicadores de gobierno corporativo.²¹ En segundo lugar, debido a lo escaso de las observaciones no ha sido posible contar con estimaciones robustas utilizando otros estimadores que podrían ser más adecuados para estudiar este tipo de fenómenos.²² Es de esperar que en la medida que se cuente con más observaciones se podrá tener un resultado más inmune a críticas.

Sin embargo, los resultados preliminares obtenidos van en el sentido esperado. El mercado peruano es aún pequeño y las empresas han iniciado el camino de mejorar sus prácticas de gobierno corporativo. Los escándalos a los que han estado sometido algunas empresas en el país han generado una presión por incorporar mejores prácticas que permitan mejorar la transparencia y otras prácticas como la atención a los accionistas minoritarios y el nombramiento de directores independientes profesionales. Los resultados obtenidos en este primer ejercicio indican que sí sería deseable incorporar estas prácticas en las empresas peruanas. Aún falta mucho por avanzar para poder identificar si existen impactos diferenciados al considerar sectores productivos distintos y otras segregaciones que podrían ser de interés, pero para poder hacer este tipo de ejercicios habrá que esperar contar con mayor información.

²¹ De hecho, si tuviéramos variables que deberían estar en el modelo pero que no se han incluido por la inexistencia de información se podría generar un problema de inconsistencia lo que implica que los parámetros presentan problemas de estimación. La robustez de los resultados presentados reduce esa posibilidad pero los modelos no están exentos de esa crítica.

²² Se debe mencionar a los estimadores de efectos fijos y efectos aleatorios que permiten que la heterogeneidad no observable que presentan las empresas sean recogidas en los modelos a estimar.

Con el limitado número de observaciones se hicieron algunos ejercicios, pero no se obtuvieron resultados robustos. Se espera que en futuro esto se pueda solucionar cuando se tengan más años de observaciones.

VII. Bibliografía

- Actualidad empresarial. (2011). Ratios Financieros: Conceptos básicos y aplicación.
Obtenido de http://www.aempresarial.com/web/revitem/2_12016_82796.pdf
- Aguilar, D. (2012). Gobierno corporativo.
Obtenido de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-articulo-gobierno-corporativo/\\$FILE/ey-articulo-gobierno-corporativo.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-articulo-gobierno-corporativo/$FILE/ey-articulo-gobierno-corporativo.pdf)
- Asian Review. (2017). Japan's corporate governance gets some long-overdue scrutiny.
Obtenido de <https://asia.nikkei.com/Economy/Japan-s-corporate-governance-gets-some-long-overdue-scrutiny>
- Banco de Desarrollo de América Latina. (2012). *Gobierno Corporativo en América Latina: Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal*. Obtenido de <http://www.oecd.org/daf/ca/secondmeetinglatinamericasoenetworkcafwhitepaperspanish.pdf>
- Baracaldo Lozano, N. (2013). Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención del fraude en empresas familiares (Aplicación de métodos de casos).
Obtenido de <http://revistas.javeriana.edu.co/index.php/cuacont/article/viewFile/7108/5630>
- Baracaldo Lozano, N. (2013). Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención del fraude en empresas familiares (Aplicación de métodos de casos).
Obtenido de <http://revistas.javeriana.edu.co/index.php/cuacont/article/viewFile/7108/5630>
- Bloomberg. (6 de Enero de 2017). Japan's corporate governance overhaul.
Obtenido de <https://www.bloomberg.com/professional/blog/japans-corporate-governance-overhaul-2/>
- Buitrago Florián, H., & Betancourt Prieto, M. (2013). El gobierno corporativo como pilar fundamental para la sostenibilidad de la economía. Cali, Colombia.
- CAF. (2010). Gobierno corporativo: lo que todo empresario debe saber.
Obtenido de <https://www.caf.com/media/1390757/gobierno-corporativo-lo-que-todo-empresario-debe-saber.pdf>

Carver, J. (2003). WHAT'S STILL WRONG WITH CORPORATE GOVERNANCE...AND HOW TO FIX IT.

Obtenido de <https://iveybusinessjournal.com/publication/whats-still-wrong-with-corporate-governanceand-how-to-fix-it/>

Cueto Saco, D. (19 de Enero de 2018). ¿Cómo se aplica el gobierno corporativo en el Perú y el mundo?

Obtenido de <https://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2018/01/19/como-se-aplica-el-gobierno-corporativo-en-el-peru-y-el-mundo/>

Delgado Guzmán, A. (2007). Gobierno corporativo e inversiones institucionales.

Obtenido de <http://biblioteca.clacso.edu.ar/clacso/sur-sur/20100705064406/11Guzman.pdf>

Económico - Financiero. (2009). Definición y aplicación de los Ratios Financieros.

Obtenido de <http://www.uap.edu.pe/intranet/fac/material/25/20102C3250125311250106011/20102C325012531125010601120023.pdf>

El Comercio. (15 de Febrero de 2016). Buen Gobierno Corporativo: ¿por qué es importante?

Obtenido de <https://elcomercio.pe/especial/zona-ejecutiva/negocios/buen-gobierno-corporativo-que-importante-noticia-1878512>

EY, & Bolsa de Valores de Lima. (2017). Los retos del Gobierno Corporativo en el Perú de cara a la Alianza del Pacífico. Lima, Perú: EY PERU LIBRARY.

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Estudio_de_la_voz_del_mercado_2016/\\$File/EY-estudio-la-voz-mercado-2016.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Estudio_de_la_voz_del_mercado_2016/$File/EY-estudio-la-voz-mercado-2016.pdf)

Flores Konja, J., & Rozas Flores, A. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno.

Obtenido de http://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtualdata/publicaciones/quipukamayoc/2008_1/a02.pdf

Gaitán, S. (2010). Gobierno corporativo en Colombia tendencias actuales. Colombia.

Gherghina, S. (2015). Corporate Governance Ratings and Firm Value: Empirical Evidence from Bucharest Stock Exchange. Rumania: Bucharest University of Economic Studies, Department of Finance.

Gómez Betancourt, G., & Zapata Cuervo, N. (2013). Gobierno Corporativo: Una comparación de códigos de gobierno en el mundo, un modelo para empresas latinoamericanas familiares y no familiares.

Obtenido de <http://www.redalyc.org/pdf/2654/265429948008.pdf>

Gómez Jacinto, L. (Noviembre de 2008). Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral. Obtenido de http://www.aempresarial.com/web/revitem/9_8729_12163.pdf

Guzmán Vasequez, A. (2016).
Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia. Bogota: Editorial CESA.

Hafner, P. (2013). El Sistema Alemán de Gobierno Corporativo y el Libro Verde de la CE. Obtenido de <https://centrobuengobierno.ie.edu/wp-content/uploads/sites/87/2013/11/Inv-Pub-CGC-2012-I.pdf>

Haque, F., & Arum, T. (2016).
Corporate governance and financial performance: an emerging economy perspective. Investment Management and Financial Innovations.

International Monetary Fund. (2016).
Corporate Governance, Investor Protection, and Financial Stability in Emerging Markets.

Jativa, R. (14 de Enero de 2017).
¿Cuál es el impacto de un buen gobierno corporativo? Obtenido de <https://es.linkedin.com/pulse/cu%C3%A1l-es-el-impacto-de-un-buen-gobierno-corporativo-ramiro-jativa>

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*
Obtenido de <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Jensen%20and%20Meckling%201976.pdf>

Krishnankutty, R., & Chakraborty, K. (2011). Determinants of Current Ratios: A Study with Reference to Companies Listed in Bombay Stock Exchange.
Obtenido de https://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/35063/1/MPRA_paper_35063.pdf

Lacoma, T. (2017). Corporate Governance Issues & Challenges.
Obtenido de <https://bizfluent.com/info-7863014-corporate-governance-issues-challenges.html>

Lagos Cortes, D., & Vecino Arenas, C. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda.

Obtenido de https://ac.els-cdn.com/S0123592314000527/1-s2.0-S0123592314000527-main.pdf?_tid=f64a046e-57f3-4800-b0c9-ca50639f8580&acdnat=1524699910_adf318e06519a631e0091408d650f16c

Lagos Cortes, D., & Vecino Arenas, C. (2014). *Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda*. Elsevier.

Lefort, F. (2003). GOBIERNO CORPORATIVO: ¿QUE ES? Y ¿COMO ANDAMOS POR CASA?

Obtenido de <https://scielo.conicyt.cl/pdf/cecon/v40n120/art02.pdf>

Lucía Alejos, C. (2015). Gobierno corporativo ¿y? responsable. España.

Marriage, M., & Mooney, A. (2018). Five issues in UK's corporate governance revamp.

Obtenido de <https://www.ft.com/content/234350de-2141-11e8-9efc-0cd3483b8b80>

MARTÍN-MARTÍNEZ, V. (Octubre de 2015). Tendencias actuales de gobierno corporativo: Comparativa de los consejos de administración de Alemania, EE.UU., Japón y España.

Obtenido de <http://www.revistarue.eu/RUE/042016.pdf>

Moscós Escobar, J., & Jaramillo Betancur, F. (2008). Caracterización y efectos de un Código de Buen Gobierno para el sector público.

Obtenido de <http://www.unilibre.edu.co/CriterioLibre/images/revistas/9/CriterioLibre9art04.pdf>

Ncube, M. (2006). Corporate Governance, Firm Valuation and Performance. Tunis, Tunisia: African Development Bank.

O'Connor, T., & Byrne, J. (2014). When does corporate governance matter? Evidence from across the corporate life-cycle. Emerald Group Publishing Limited.

Pastor Paredes, J. (2012). Análisis Financiero.

Obtenido de <http://www.usmp.edu.pe/recursoshumanos/pdf/3Analisis%20Financiero.pdf>

Paulino, A. (2017). La importancia del desarrollo de buen gobierno corporativo para garantizar la sostenibilidad en las organizaciones.

Obtenido de <https://www.ey.com/pe/es/newsroom/newsroom-am-importancia-desarrollo-buen-gobierno-corporativo>

Rico Belda, P. (2015). Análisis Económico-Financiero de las empresas concesionarias de automóviles en España.

Obtenido de <https://www.upo.es/revistas/index.php/RevMetCuant/article/viewFile/2241/1810>

Sava, M. (2002). Gobierno corporativo en los Estados Unidos a comienzos del siglo XXI y su posición en el ámbito global. *Revista Chilena de Derecho*, 661-671.

Smallman, C., & Radford, J. (2013). A critique of corporate governance in China.

Sulayman, H. (2014). Liquidity Analysis Using Cash Flow Ratios as Compared to Traditional Ratios in the Pharmaceutical Sector in Jordan

Obtenido de <http://sciedu.ca/journal/index.php/ijfr/article/viewFile/5019/2949>

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2017). Gobierno Corporativo.

Obtenido de http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=2DDBB5C2CD1060AE030E6D507521DFA95226841C006BE952238AA33F3F6453C1BDF3E8849B

Unadkat, K., & Bagdi, P. (2017). Top Ten Issues in Corporate Governance Practices in India.

Obtenido de <http://www.acc.com/legalresources/publications/topten/tticgpi.cfm?makepdf=1>

VIII. Anexos

Anexo A: Variables que resultaron ser no significativas

1	PBI Constante	Producto Bruto Interno peruano a precios constante
2	PBI per cápita	Producto Bruto Interno dividido entre el total de población
3	Desempleo	Tasa de desempleo peruano
4	Población	Número de personas que habitan en territorio peruano
5	Total de deuda pública	Total de deuda pública como porcentaje de PBI
6	Cuenta corriente	Balance en la cuenta corriente
7	Trato igualitario a los accionistas	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿La sociedad reconoce en su actuación un trato igualitario a los accionistas de la misma clase y que mantienen las mismas condiciones?
8	Acciones con derecho a voto	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿La sociedad promueve únicamente la existencia de clases de acciones con derecho a voto?
9	Información oportuna, confiable y veraz	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿La sociedad determina los responsables o medios para que los accionistas reciban y requieran información oportuna, confiable y veraz?
10	Expresión de opinión	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿La sociedad cuenta con mecanismos para que los accionistas expresen su opinión sobre el desarrollo
11	Política de dividendos transparente	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿La política de dividendos es puesta en conocimiento de los accionistas, entre otros medios, mediante su página web corporativa?
12	Voto a distancia	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿La sociedad tiene habilitados los mecanismos que permiten al accionista el ejercicio del voto a distancia por medios seguros, electrónicos o postales, que garanticen que la persona que emite el voto es efectivamente el accionista?
13	Acuerdos JGA	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?
14	Directores independientes	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿Al menos un tercio del Directorio se encuentra constituido por Directores Independientes?
15	Prevención de conflictos de interés	Dummy que responde la siguiente pregunta: ¿La sociedad adopta medidas para prevenir, detectar, manejar y revelar conflictos de interés que puedan presentarse?

Anexo B: Metodología de la voz del mercado

La Voz del Mercado (LVdM) es una encuesta desarrollada por EY y aplicada en el Perú, Chile y Ecuador en alianza con las bolsas de valores de Lima, Santiago y Quito que recaba, sistematiza la opinión de los principales actores del mercado de capitales sobre la calidad del Gobierno Corporativo de las principales empresas listadas del país.

1. Los cinco pilares del Gobierno Corporativo

La encuesta está basada en un modelo metodológico de cinco pilares que consolida los principios de buen gobierno corporativo internacionalmente aceptados, así como, resume lo que espera un accionista o inversionista cuando invierte en una empresa. Además de indagar sobre los cinco pilares, La Voz del Mercado pregunta sobre la calidad del gobierno corporativo en general de las empresas específicas.

Los cinco pilares están conceptualizados²³ de la siguiente manera:

1.

Rentabilidad
Estrategia de negocios
Eficiencia

Entiéndase por estrategia de negocio el proceso mediante el cual el Directorio y la Gerencia formulan y monitorean el plan y los objetivos estratégicos de corto, mediano y largo plazo.

2.

Patrimonio
Ambiente de color
Honestidad

Entiendase por ambiente de control la efectividad e independencia de los procesos internos de supervisión y control, así como la capacidad de gestión del negocio.

3.

Transparencia
Acceso a la información
Veracidad

Por calidad y transparencia de la información, entiéndase la oportunidad, integridad y relevancia de información tales como estados financieros, hechos de importancia, memoria, entre otros.

4.

Sostenibilidad
Gestión de la Sostenibilidad
Respeto

Una buena gestión de la sostenibilidad supone el cabal cumplimiento de las leyes locales, la existencia de una cultura y valores compartidos en la empresa, la preservación del medio ambiente y una gestión adecuada de los principales grupos de interés.

5.

Participación
Trato igualitario a accionistas
Justicia

Comprende la posibilidad real de que cada accionista, sea mayoritario o minoritario:

- Cuento con los mismos derechos.
- Reciba o tenga acceso a la misma información sobre el negocio.
- Tenga las mismas posibilidades de participar en la Junta General de Accionistas y en la toma de decisiones trascendentales de la Compañía.

Dicha metodología fue reconocida por al OECD²⁴ como un complemento importante desde la perspectiva del mercado (demanda) a la información brindada en las autoevaluaciones de las empresas (oferta).

²³ Para la definición de este enfoque, se consideraron los códigos de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo de la Superintendencia Mercado Valores - SMV, CAF; OECD, IFC y UK CG Code.

²⁴ Fuente: <http://www.oecd.org/daf/ca/latinamericanroundtableoncorporategovernance.htm>

2. ¿Quiénes contestan La Voz del Mercado?

Las personas cuya opinión está reflejada en La Voz del Mercado incluyen seis segmentos:

- (1) Inversionista Institucional
 - a. Administradora de los Fondos de Pensión - AFP
 - b. Family Offices
 - c. Compañía Aseguradoras
 - d. Tesorerías de Banco
- (2) Analista de Mercado de Capitales
 - a. Sociedad Agentes de Bolsa
 - b. Clasificadoras de Riesgos
 - c. Entidades de Researches
- (3) Banca
 - a. Inversión
 - b. Comercial
 - c. Desarrollo
 - d. Internacional
- (4) Reguladores
 - a. Autoridades
 - b. Periodistas de Negocio
- (5) Expertos
 - a. Consultores
 - b. Abogados
 - c. Gremios
 - d. Académicos
- (6) Directores de empresas no financieras

El universo de encuestados se actualiza anualmente, pudiendo las empresas evaluadas aportar sus contactos a ser encuestados. Sin embargo, la muestra de empresas que cada encuestado evalúa es seleccionada de manera aleatoria, a través del algoritmo de la herramienta encuestadora.

3. Universo de empresas evaluadas

El universo de empresas a ser evaluadas es definido por la Bolsa de Valores de Lima y comunicado a EY. Se escoge siempre un grupo de empresa homogénea en términos de liquidez:

- Del 2014 al 2016: 100% empresas del índice Perú General
- Del 2017 a delante: 95.5% empresas del índice Perú General

Adicionalmente, se incluye en La Voz del Mercado aquellas empresas que desean ser reconocidas en el evento de Reconocimiento de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo y, a partir del 2018 se incluyeron las empresas que los inversionistas institucionales han referido y no estaban necesariamente como parte del universo evaluado.

4. Información del trabajo de campo

- Técnica: Encuestas on-line auto administradas.
- Modalidad: Anónima.
- Metodología: Segmentación por bloques incompletos y elección múltiple.
- Filtros: Se incluye filtros para evitar que el encuestado opine por su misma empresa y/o por empresas de su grupo económico.
- Escala de evaluación: Likert: Deficiente, Regular, Bueno, Muy Bueno y Excelente.
- Empresa encuestadora: GfK Perú

	2014	2015	2016	2017
Fecha de trabajo de campo:	28 mayo al 12 de junio	27 mayo al 17 de junio	30 mayo al 16 de junio	22 mayo al 20 de junio
Nro. de días de campo:	16	22	17	30
Empresas Evaluadas:	51	54	56	35
Margen de error:	+/-4.9%	+/-4.8%	+/-4.9%	+/-4.8%
R del modelo:	75%	77%	75%	68%
Nro. de respuestas:	331	405	348	367
Ratio de respuestas:	19%	14%	14%	11%
Tiempode llenado (promedio minutos):	9	18	16	12
Comentarios escritos:	25	1919	705	337



Julio 2019